

Roberto Barontini
Professore Ordinario di Finanza Aziendale
Viale Italia 94
19124 - La Spezia
Tel. 018722014 - 3480718933
e-mail r.barontini@sssup.it

Parere sugli effetti economici determinati sul rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione per le Azioni di Risparmio di Categoria A emesse da UnipolSai Assicurazioni S.p.A., qualora la Società non avesse proceduto a raggruppare detta categoria di azioni.

5 gennaio 2015

Egregio
Avv. Dario Trevisan
Rappresentante Comune Azionisti di Risparmio UnipolSai S.p.A. Cat. A

C/o Studio Trevisan & Associati
Studio Legale Trevisan & Associati
Viale Majno 45
20122 Milano
n. telefono: 02.8051133
e-mail: trevisan@trevisanlaw.it

Egregio Avvocato,

la presente relazione (di seguito “Relazione”) illustra le analisi e le verifiche effettuate dal sottoscritto in forza dell’incarico ricevuto in data 22 dicembre 2014 al fine di esprimere un parere professionale sui possibili impatti sul rapporto di conversione proposto per le Azioni di Risparmio di Categoria A emesse da UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (di seguito “UnipolSai” o “Società”) qualora la Società non avesse proceduto a raggruppare detta categoria di azioni ed i possessori di dette azioni avessero mantenuto gli stessi diritti sulla distribuzione dei dividendi che avevano prima del raggruppamento. La Relazione è così strutturata:

| | |
|--|-----------|
| 1. Premessa | 3 |
| 2. Documentazione utilizzata | 5 |
| 3. Caratteristiche delle azioni oggetto di conversione | 6 |
| 3.1. Descrizione e caratteristiche delle categorie di azioni che compongono il capitale sociale .. | 6 |
| 3.2. Analisi dei prezzi di borsa | 9 |
| 3.3. Analisi dei prezzi rispetto agli indici di settore | 14 |
| 3.4. Analisi dei rapporti di conversione impliciti nei prezzi di borsa | 15 |
| 3.5. Analisi dei dividendi | 17 |
| 4. Effetti economici in assenza di accorpamento delle Azioni Risp A | 19 |
| 4.1. Analisi dei <i>pay-off</i> delle diverse categorie di azioni | 19 |
| 4.2. Effetti sul rapporto di conversione Azioni Risparmio A vs Azioni Ordinarie | 26 |
| 4.3. Analisi di sensibilità dei risultati ottenuti | 32 |
| 5. Conclusioni | 38 |

1. Premessa

Il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, riunitosi il 30 novembre 2014, ha deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società, convocata il giorno 26 gennaio 2015, la conversione obbligatoria delle Azioni di Risparmio di Categoria A (di seguito anche "Azioni Risp A") e delle Azioni di Risparmio di Categoria B (di seguito anche "Azioni Risp B") in Azioni Ordinarie (di seguito anche "Azioni Ord") di nuova emissione, sulla base dei seguenti rapporti di cambio e delle seguenti condizioni:

- (i) n. 100 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione Risp A,
- (ii) n. 1 Azioni Ordinarie per ciascuna Azione Risp B,
- (iii) la conversione avrà efficacia solo dopo aver distribuito i dividendi a valere sull'utile 2014.

L'operazione è sottoposta anche all'approvazione dell'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio A e dell'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio B, entrambe convocate, ciascuna per quanto di propria competenza, per il giorno 27 gennaio 2015.

Va ricordato che in occasione dell'Assemblea Straordinaria di Fondiaria-Sai S.p.A. (ora UnipolSai) del 19 marzo 2012 confermata poi in data 27 giugno 2012 è stato deliberato:

- a. di eliminare il valore nominale delle Azioni Ordinarie e di Risparmio,
- b. di raggruppare le Azioni Ordinarie e di Risparmio in circolazione nel rapporto di n. 1 nuova Azione Ordinaria o di Risparmio ogni n. 100 azioni, rispettivamente, Ordinarie e di Risparmio,
- c. di approvare che la società possa emettere nuove Azioni di Risparmio di Categoria B.

Le delibere prese dalle due Assemblee Straordinarie sopra citate sono state impugnate dall'allora rappresentate della Categoria delle Azioni di Risparmio A, il quale ha promosso un'azione legale innanzi al Tribunale di Torino. In sintesi, il contenzioso riguarda una domanda giudiziale volta a far accertare (i) l'inefficacia e comunque l'inopponibilità delle delibere di dette assemblee rispetto agli Azionisti di Risparmio di Categoria A, (ii) il diritto in capo agli Azionisti di Risparmio di Categoria A di mantenere e di percepire i dividendi secondo le modalità e nei contenuti previsti prima del raggruppamento di n. 100 azioni in una azione di risparmio.

Al fine di consentire agli Azionisti di Risparmio di Categoria A di assumere una decisione consapevole circa l'operazione di conversione proposta dalla Società, è utile valutare i possibili impatti sul rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione dell'azione legale sopra menzionata.

In questo contesto e con tale finalità, è stato richiesto al sottoscritto di esprimere un parere professionale, in qualità di esperto in materia di Finanza Aziendale, sui seguenti argomenti:

- a. processo di valutazione (metodologie di valutazione, modalità di applicazione e risultati ottenuti) sul quale il Consiglio di Amministrazione della Società ha basato le proprie determinazioni,
- b. possibili impatti sul rapporto di conversione proposto per le Azioni Risp A qualora il Tribunale di Torino dovesse pronunciarsi in modo favorevole ai possessori di Azioni Risp A. In tale scenario, l'accorpamento delle stesse non sarebbe efficace e gli azionisti di risparmio di categoria A manterrebbero gli stessi diritti sulla distribuzione dei dividendi che avevano prima dell'accorpamento di dette azioni.

Nel rispetto dell'incarico ricevuto, la Relazione contiene un parere professionale sul secondo quesito, mentre il parere sul primo quesito è riportato in un documento separato che sarà depositato entro il 9 gennaio 2015, dato che il sottoscritto non ha potuto analizzare in tempi utili la documentazione di supporto alle determinazioni del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, la quale è stata ricevuta in data 30 dicembre 2014.

I destinatari della Relazione devono essere informati sulle seguenti circostanze:

- Le analisi valutative sono basate su alcune assunzioni che per loro natura sono aleatorie e incerte, in quanto influenzate da fattori esogeni e fuori dal controllo di chi ha effettuato le analisi. La variazione di tali parametri e assunzioni prodotte da fattori non prevedibili al momento dell'analisi o da informazioni non note potrebbero condurre a risultati sostanzialmente diversi da quelli riportati nel presente documento.
- I risultati e il parere riportato in questo documento si basano sulle informazioni messe a disposizione e/o note al sottoscritto fino alla data del 30 dicembre 2014 ed elencate al successivo Paragrafo 2. Non si assume alcuna responsabilità per possibili cambiamenti nelle condizioni di mercato, né esiste alcun obbligo di revisione dei contenuti della Relazione al fine di riflettere gli eventi e le nuove condizioni intervenute dopo la data di emissione della stessa.
- I risultati e il parere riportato in questo documento sono riferiti esclusivamente al quesito posto. Pertanto, nulla di quanto contenuto nella Relazione può rappresentare un parere e/o un'indicazione di qualsiasi genere con riferimento:
 - (i) al possibile esito del contenzioso avviato innanzi al Tribunale di Torino;
 - (ii) alla presunta lesione di diritti che avrebbero causato ai possessori di Azioni Risp A le operazioni straordinarie approvate dall'Assemblea Straordinaria di Fondiaria-Sai S.p.A. (ora UnipolSai) del 19 marzo 2012 confermate poi dall'Assemblea Straordinaria del 27 giugno 2012.

2. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del presente incarico il sottoscritto ha acquisito dal Rappresentante Comune, dal sito della Società e da altri Infoprovider (es. Bloomberg Professional) i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine è stata analizzata la seguente documentazione:

- Statuto in vigore dal 15 settembre 2014,
- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione per l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di categoria A del 27 gennaio 2015 (redatta ai sensi dell'art. 125-ter del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 e dell'art. 72 del Regolamento Emittenti),
- Comunicato Stampa di UnipolSai del 1° dicembre 2014 avente ad oggetto le delibera del Consiglio di Amministrazione del 30 novembre 2014 sulla conversione delle azioni di risparmio (cat. A e cat. B) in azioni ordinarie di nuova emissione,
- Esposto (con relativi allegati) presentato in data 17 dicembre 2014 presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa dal Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio di categoria A di UnipolSai,
- Relazione del Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio di categoria A del 27 dicembre 2014,
- Verbale Assemblea Straordinaria del 27 giugno 2012,
- Comunicato Stampa 28 giugno 2012 – Raggruppamento azioni ordinarie e di risparmio,
- Nota di Sintesi (Aumento di Capitale) 12 luglio 2012,
- Nota Informativa (Aumento di Capitale) 12 luglio 2012,
- Bilancio 2013 Fondiaria-Sai S.p.A.,
- Presentazione risultati consolidati 2013 UnipolSai (20 marzo 2014),
- Piano UnipolSai (20 dicembre 2012),
- Resoconto intermedio di gestione UnipolSai al 30 settembre 2014,
- Goldman Sachs – Analyst report del 18 novembre 2014,
- Banca IMI – Analyst report del 17 dicembre 2014,
- Informazioni pubbliche sui prezzi e tassi di mercato e dati di settore (Bloomberg Professional, ANIA, etc.).

3. Caratteristiche delle azioni oggetto di conversione

3.1. Descrizione e caratteristiche delle categorie di azioni che compongono il capitale sociale

Breve storia che ha portato alla nascita di UnipolSai

UnipolSai è la compagnia assicurativa multi-ramo del Gruppo Unipol nata a seguito della fusione per incorporazione in Fondiaria-Sai S.p.A. delle compagnie Unipol Assicurazioni S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A., nonché di Premafin Finanziaria S.p.A., holding finanziaria dell'ex Gruppo Fondiaria Sai.

Il processo di integrazione è divenuto pienamente operativo a partire dal 6 gennaio 2014, a seguito di un *iter* articolato in più fasi iniziato con l'accordo stipulato in data 29 gennaio 2012 tra Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e Premafin Finanziaria S.p.A..

Tra le altre condizioni, l'accordo del 29 gennaio 2012 ha previsto un aumento di capitale Fondiaria-Sai di massimi euro 1.100 milioni. In esecuzione di tale accordo l'assemblea straordinaria del 19 marzo 2012 – le cui deliberazioni sono state confermate dall'assemblea straordinaria dei soci del 27 giugno 2012 – ha approvato:

- a. di eliminare il valore nominale delle Azioni Ordinarie e di Risparmio,
- b. di raggruppare le Azioni Ordinarie e di Risparmio in circolazione nel rapporto di n. 1 nuova Azione Ordinaria o di Risparmio ogni n. 100 azioni, rispettivamente, Ordinarie e di Risparmio,
- c. di approvare che la società possa emettere nuove Azioni di Risparmio di Categoria B,
- d. di aumentare il capitale sociale di massimi Euro 1.100 milioni.

L'aumento di capitale è stato eseguito per un importo complessivo di Euro 1.098.691.357,68 mediante emissione di

- n. 916.895.448 Azioni Ordinarie offerte in opzione agli azionisti in rapporto di 252 nuove azioni per ogni Azione Ordinaria posseduta al prezzo unitario di Euro 1,00,
- n. 321.762.672 Azioni di Risp B offerte in opzione agli azionisti in rapporto di 252 nuove azioni per ogni Azione di Risp A posseduta, al prezzo unitario di Euro 0,565.

In data 13 settembre 2012 la Società ha dato comunicazione al mercato dell'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale.

Nella tabella seguente si riporta la composizione del capitale per effetto delle operazioni societarie sopra descritte:

| | 27-giu-12 | Accorpamento | AuCap | 13-set-12 |
|----------------------|--------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| Azioni Ordinarie | 367.047.470 | 3.670.474 | 916.895.448 | 920.565.922 |
| Azioni Risp A | 127.683.666 | 1.276.836 | | 1.276.836 |
| Azioni Risp B | | | 321.762.672 | 321.762.672 |
| Totale azioni | 494.731.136 | 4.947.310 | 1.238.658.120 | 1.243.605.430 |

In data 20 dicembre 2012, i Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nella fusione hanno approvato il Progetto di Fusione per incorporazione in Fondiaria-SAI S.p.A. di Premafin Finanziaria S.p.A., Unipol Assicurazioni S.p.A. e di Milano Assicurazioni. In data 25 luglio 2013, al termine del procedimento istruttorio, l'IVASS ha rilasciato la propria autorizzazione all'operazione di Fusione.

In data 25 e 26 ottobre 2013, le Assemblee straordinarie di Fondiaria-SAI S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A., Unipol Assicurazioni S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. hanno approvato il Progetto di Fusione; in data 28 ottobre 2013 anche l'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni ha approvato il Progetto ed in data 31 dicembre 2013 è stato stipulato l'Atto di Fusione.

Nella tabella seguente si riporta la composizione del capitale sociale sulla base dello Statuto attualmente in vigore a conclusione di tutto l'iter societario che ha visto la nascita di UnipoSai.

| n. azioni capitale sociale UnipoSai | |
|--|----------------------|
| Azioni Ordinarie | 2.275.632.026 |
| Azioni Risp A | 1.276.836 |
| Azioni Risp B | 377.193.155 |
| Totale azioni | 2.654.102.017 |

Caratteristiche delle diverse categorie di azioni che compongono il capitale sociale di UnipoSai

A norma dell'art. 7 dello Statuto, la Società può emettere Azioni Ordinarie, Azioni di Risparmio di Categoria A e Azioni di Risparmio di Categoria B. I possessori delle Azioni di Risparmio (Cat. A e Cat. B) non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione. A fronte della limitazione dei diritti amministrativi sono riconosciuti alcuni privilegi patrimoniali.

Privilegi nel rimborso del capitale

Alle Azioni di Risparmio spetta il privilegio nel rimborso del capitale nel caso di scioglimento della Società, nell'ordine seguente:

- le Azioni Risp A hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di Euro 100,00 per azione;

- le Azioni Risp B hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di un importo per azione pari alla parità contabile media delle azioni della medesima categoria, intesa come il rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione delle Azioni Risp B ed il numero complessivo di Azioni Risp B esistenti. La parità contabile risulta, a seguito dell'esecuzione integrale dell'aumento di capitale sociale deliberato dall'Assemblea straordinaria del 27 giugno 2012, pari ad Euro 0,565.

Privilegi nella ripartizione degli utili

A norma dell'art. 27 dello Statuto Sociale, gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'Assemblea degli azionisti, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, devono essere ripartiti secondo il seguente ordine:

- alle Azioni Risp A, un dividendo privilegiato fino ad Euro 6,5 per azione;
- alle Azioni Risp B, un dividendo privilegiato per azione fino al 6,5% della parità contabile delle Azioni Risp B;
- la rimanenza alle Azioni Ordinarie e alle Azioni di Risparmio in modo che alle Azioni Risp A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle Azioni Ordinarie, in misura pari ad Euro 5,2 per azione, e alle Azioni Risp B un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie in misura pari al 5,2% della parità contabile delle Azioni Risp B; salva la facoltà dell'assemblea di deliberarne, in tutto o in parte, l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendenti della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione od ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali.

Quando in un esercizio sia stato assegnato alle Azioni Risp A un dividendo inferiore ad Euro 6,5 per azione e/o alle Azioni Risp B un dividendo per azione inferiore al 6,5% della parità contabile delle Azioni Risp B, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

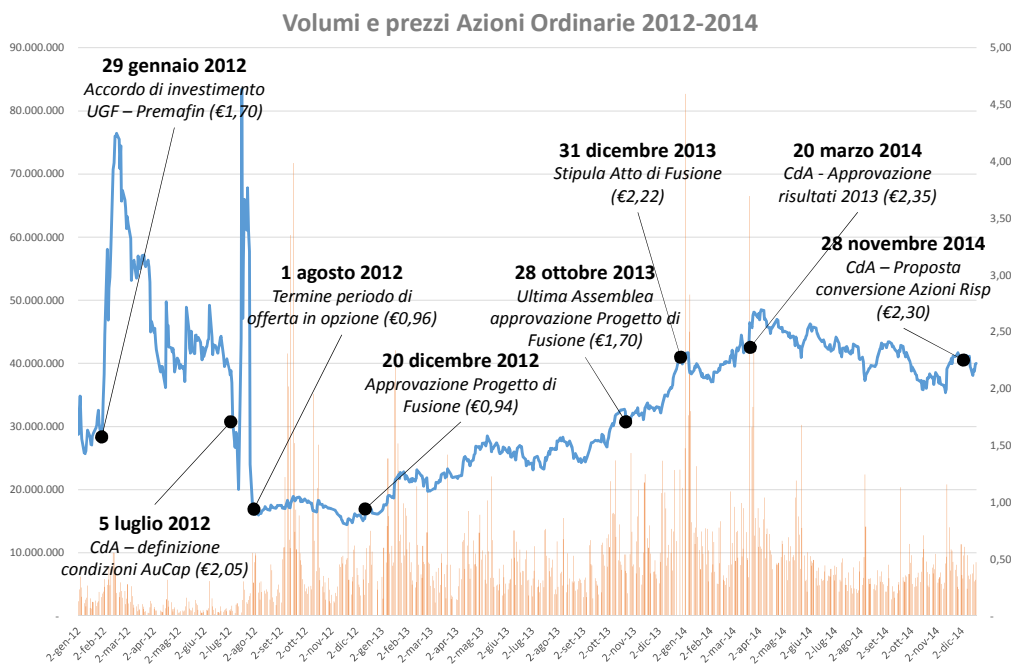
In caso di distribuzione di riserve, le Azioni di Risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.

In carenza di utili di esercizio, l'assemblea avrà la facoltà di deliberare la distribuzione di riserve per assicurare il dividendo minimo garantito o la maggiorazione del dividendo.

La riduzione del capitale per perdite non ha effetto sulle Azioni di Risparmio se non per la parte della perdita che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni.

3.2. Analisi dei prezzi di borsa

Il grafico seguente riporta l'andamento dei prezzi di Borsa e dei volumi scambiati delle Azioni Ordinarie per il periodo compreso tra il 2 gennaio 2012 e il 19 dicembre 2014.



Al fine di poter meglio interpretare l'andamento delle quotazioni, si ripercorrono le date più importanti che hanno caratterizzato l'iter societario fino alla data del 28 novembre 2014 (ultimo giorno di negoziazione prima dell'annuncio della proposta del Consiglio di Amministrazione della Società di conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie).

- **29 gennaio 2012** – Annuncio accordo di investimento tra Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e Premafin Finanziaria S.p.A.
- **19 marzo 2012** – L'Assemblea Straordinaria approva l'eliminazione del valore nominale, l'accorpamento delle Azioni Ordinarie e delle Azioni di Risparmio, l'emissione di una nuova categoria di Azioni di Risparmio e l'aumento di capitale fino a Euro 1.100 mln.
- **27 giugno 2012** – L'Assemblea Straordinaria conferma le deliberazioni dell'Assemblea del 19 marzo 2012.
- **5 luglio 2012** – Il Consiglio di Amministrazione delibera le condizioni dell'aumento di capitale.
- **16 luglio – 1 agosto 2012** – Periodo di offerta in opzione delle nuove azioni.
- **13 settembre 2012** – Comunicazione dell'avvenuta sottoscrizione integrale dell'aumento di capitale.

- **20 dicembre 2012** – I Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nella fusione hanno approvato il Progetto di Fusione per incorporazione in Fondiaria-SAI di Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.
- **25 luglio 2013** – Al termine del procedimento istruttorio, l'IVASS ha rilasciato la propria autorizzazione all'operazione di Fusione.
- **25-26 ottobre 2013** – Le Assemblee straordinarie di Fondiaria-SAI, Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni hanno approvato il Progetto di Fusione; in data 28 ottobre 2013 anche l'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni ha approvato il progetto.
- **31 dicembre 2013** – E' stato stipulato l'Atto di Fusione e la fusione è divenuta efficace dal 7 gennaio 2014.
- **15 marzo 2014** – E' stato comunicato al mercato il raggiungimento dell'accordo con Allianz per la cessione (imposta dall'Antitrust) di un ramo d'azienda pari a euro 1,1 miliardi di premi.
- **20 marzo 2014** – Il Consiglio di Amministrazione ha approvato i risultati consolidati relativi all'esercizio 2013.
- **7 aprile 2014** – Sono stati depositati i documenti finanziari per l'Assemblea degli Azionisti.
- **24 aprile 2014** – E' stato emesso un prestito obbligazionario convertendo in esecuzione della deliberazione dell'assemblea.
- **29 aprile 2014** – Assemblee Ordinaria e Straordinaria di UnipolSai.
- **19 maggio 2014** – E' avvenuto lo stacco della cedola dei dividendi.

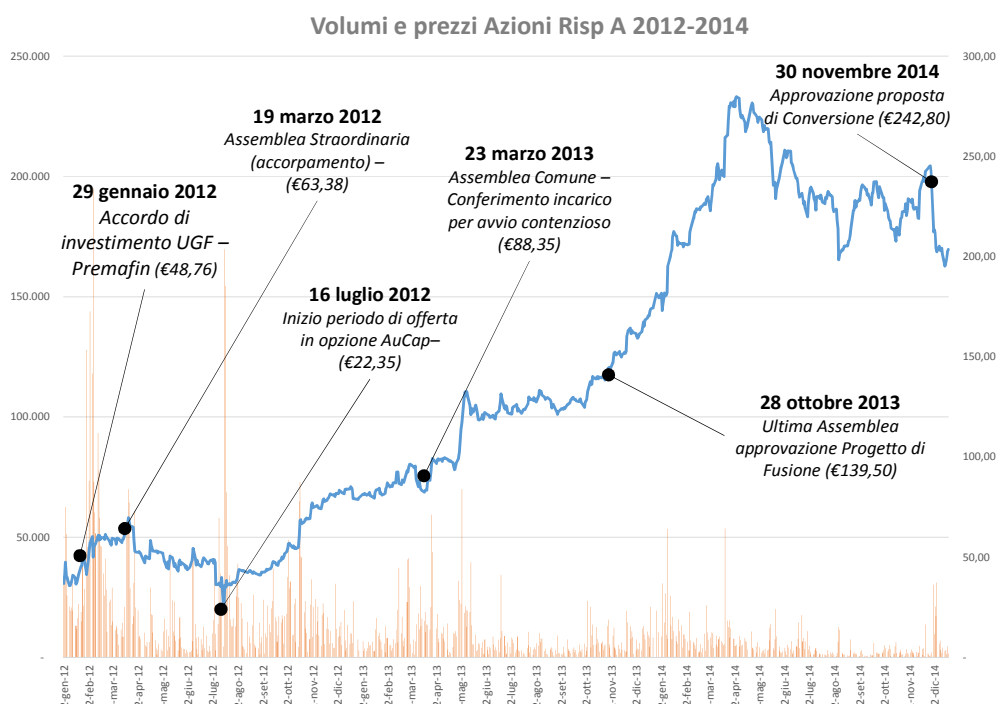
Nell'arco temporale di osservazione, il titolo ha evidenziato una elevata volatilità, soprattutto nel periodo compreso tra l'annuncio dell'accordo tra UGF e Premafin (29 gennaio 2012) ed il termine di offerta in opzione delle nuove azioni emesse a fronte dell'aumento di capitale (1 agosto 2012). A partire dal 20 dicembre 2012 (Data di approvazione del Progetto di Fusione) il titolo, pur mantenendo una elevata volatilità, ha registrato un trend crescente fino a raggiungere le quotazioni massime nella prima metà del mese di aprile 2014: il prezzo massimo è stato rilevato in data 4 aprile 2014 pari a euro 2,70 (+68,7% rispetto al prezzo del 2 gennaio 2012). Tra il 2 gennaio 2012 e il 28 novembre 2014 il titolo ha registrato un incremento pari al 44,1%. Si osserva, per completezza informativa, che il titolo prima del 2 gennaio 2012 aveva registrato pesanti perdite a causa del dissesto del Gruppo Fondiaria-Sai: nell'anno 2011 infatti il titolo aveva registrato una perdita dell'82,1%. Pertanto se si considera il periodo 3 gennaio 2011 – 28 novembre 2014 la *performance* complessiva rimane fortemente negativa, pari a -74,2%.

La tabella seguente indica il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di negoziazione prima della comunicazione della conversione delle Azioni di Risparmio (28 novembre 2014), il prezzo medio

relativo ai periodi precedenti di 1 e 6 mesi, nonché il prezzo medio del periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 (data di efficacia della fusione) e il 28 novembre 2014.

| Prezzi medi | Ordinarie |
|---------------------|-----------|
| @ 28 novembre 2014 | 2,30 |
| 1 mese | 2,15 |
| 6 mesi | 2,28 |
| 7 gen - 28 nov 2014 | 2,31 |

Con riferimento alle Azioni Risp A, nell'arco temporale di osservazione (2 gennaio 2012 – 19 dicembre 2014) il titolo ha evidenziato un trend di accentuata crescita, fino a raggiungere le quotazioni massime nella prima metà del mese di aprile 2014: il prezzo massimo è stato rilevato in data 4 aprile 2014 pari a euro 279,70 (+657% rispetto al prezzo del 2 gennaio 2012). Tra il 2 gennaio 2012 e il 28 novembre 2014 il titolo ha registrato un incremento pari al 557%. Si osserva, per completezza informativa, che il titolo prima del 2 gennaio 2012 aveva registrato pesanti perdite a causa del dissesto del Gruppo Fondiaria-Sai: nell'anno 2011 il titolo aveva registrato una perdita dell'86%. Pertanto, se si considera il periodo 3 gennaio 2011 – 28 novembre 2014 la *performance* complessiva rimane negativa, pari a -6%.



Analizzando nel dettaglio i sottoperiodi, si osserva che dopo un incremento iniziale – dall’annuncio dell’accordo tra UGF e Premafin fino all’assemblea del 19 marzo 2012 – il titolo ha registrato una *performance* negativa, fino a raggiungere il minimo il 16 luglio 2012, *data di inizio dell’offerta* in opzione delle nuove azioni a fronte dell’aumento di capitale. Le quotazioni del titolo hanno evidenziato una elevata volatilità tra la seconda metà del mese di marzo e la prima metà del mese di maggio 2013, quale probabile conseguenza delle vicende giudiziarie che hanno interessato la categoria di azioni. Si ricorda infatti che l’Assemblea Speciale del 23 marzo 2013 ha dato mandato al Rappresentante Comune di intraprendere tutte le iniziative necessarie per difendere i diritti di categoria, da cui ne è scaturito l’avvio del procedimento giudiziale davanti al Tribunale di Torino. Dal 24 aprile al 7 maggio il titolo è passato da euro 93,78 a euro 132,55 segnando una performance del 41%. Dopo l’annuncio della proposta di conversione del 1° dicembre 2014, il titolo ha registrato una sensibile flessione, passando da 242,80 ad un minimo di 195,25 (-19,6%) registrato il 15 dicembre 2014.

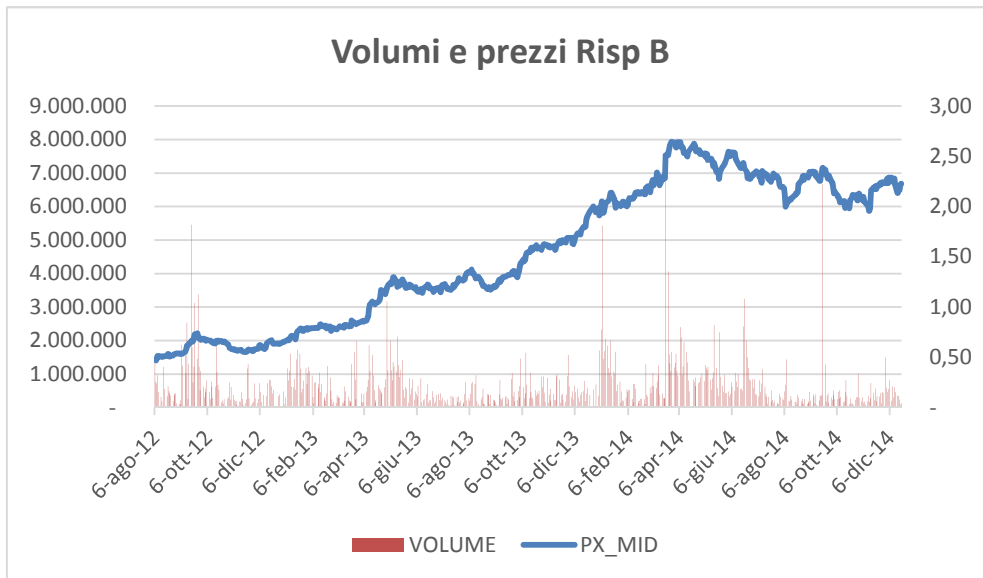
La tabella seguente indica il prezzo ufficiale del l’ultimo giorno di negoziazione prima che avvenisse la comunicazione della conversione delle azioni (28 novembre 2014), il prezzo medio relativo ai periodi precedenti di 1 e 6 mesi, nonché il prezzo medio del periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 (data di efficacia della fusione) e il 28 novembre 2014.

| Prezzi medi | Risp A |
|---------------------|---------------|
| @ 28 novembre 2014 | 242,80 |
| 1 mese | 232,14 |
| 6 mesi | 227,98 |
| 7 gen - 28 nov 2014 | 232,84 |

Si evidenzia che i possessori di Azioni Risp A che non concorreranno all’approvazione della conversione nella rispettiva Assemblea Speciale potranno esercitare il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti dell’art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ.. A tal fine il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato il valore di liquidazione delle Azioni Risp A eventualmente oggetto di recesso, pari a euro Euro 228,272.

Le Azioni Risp B emesse a fronte dell’aumento di capitale approvato dall’assemblea del 27 giugno 2012 (confermando le deliberazioni dell’assemblea del 19 marzo 2012) ed offerte in opzione ai possessori di Azioni Risp A, sono quotate all’MTA dal 6 agosto 2012. Nell’arco temporale di osservazione (6 agosto 2012 – 28 novembre 2014) il titolo ha evidenziato un trend di accentuata crescita, fino a raggiungere le quotazioni massime nella prima metà del mese di aprile 2014: il prezzo

massimo è stato rilevato in data 28 marzo, 4 e 7 aprile 2014 pari a euro 2,64 (+454% rispetto al prezzo del 6 agosto 2012). Per l'intero periodo di osservazione il titolo ha registrato un incremento pari al 369%.



Rispetto alle Azioni Ordinarie ed alle Azioni Risp A, l'andamento delle quotazioni delle Azioni Risp B ha evidenziato una minore volatilità.

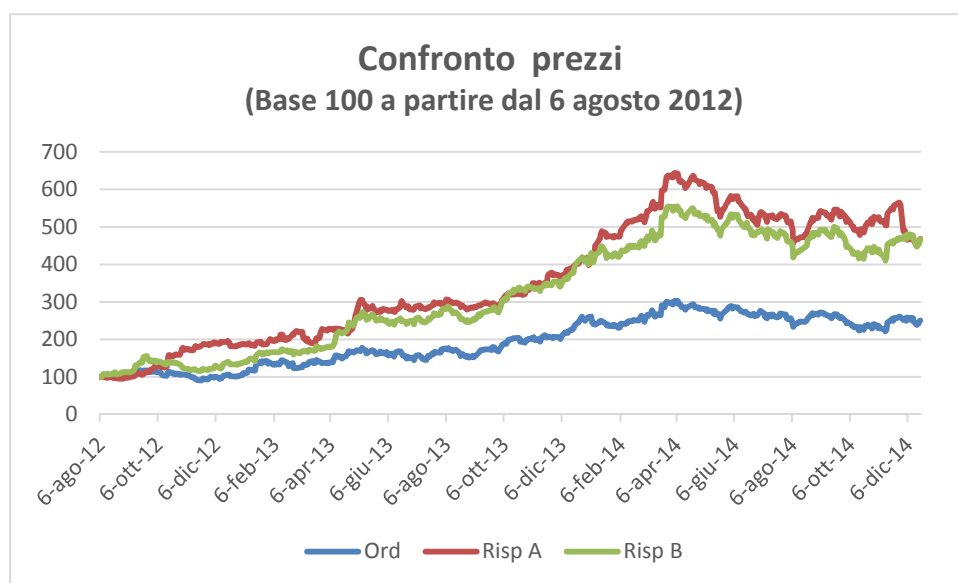
La tabella seguente indica il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno di negoziazione prima che avvenisse la comunicazione della conversione delle azioni (28 novembre 2014), il prezzo medio relativo ai periodi precedenti di 1 e 6 mesi, nonché il prezzo medio del periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 (data di efficacia della fusione) e il 28 novembre 2014.

| Prezzi medi | Risp B |
|---------------------|--------|
| @ 28 novembre 2014 | 2,23 |
| 1 mese | 2,12 |
| 6 mesi | 2,24 |
| 7 gen - 28 nov 2014 | 2,27 |

Si evidenzia che anche i possessori di Azioni Risp B che non concorreranno all'approvazione della conversione nella rispettiva Assemblea Speciale potranno esercitare il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ.. A tal fine il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato il valore di liquidazione delle Azioni Risp B eventualmente oggetto di recesso pari a euro Euro 2,238.

A completamento dell'analisi dell'andamento dei prezzi delle tre categorie di azioni è stato effettuato un confronto considerando una base comune pari a 100 a partire dal 6 agosto 2012.

Dal grafico si può osservare come le Azioni di Risparmio (cat. A e cat. B) abbiano avuto una *performance* lievemente superiore alle Azioni Ordinarie fino al mese di aprile 2013 ed abbiamo segnato un netto miglioramento da quel momento in avanti. In particolare, le Azioni di Risparmio, specialmente le Azioni Risp A, hanno registrato un andamento di gran lunga migliore rispetto alle ordinarie a partire dalla fine del mese di ottobre 2013, quando tutte le assemblee hanno approvato il progetto di fusione; la performance è stata particolarmente positiva a partire dal mese di gennaio 2014, quando la fusione ha acquisito efficacia.



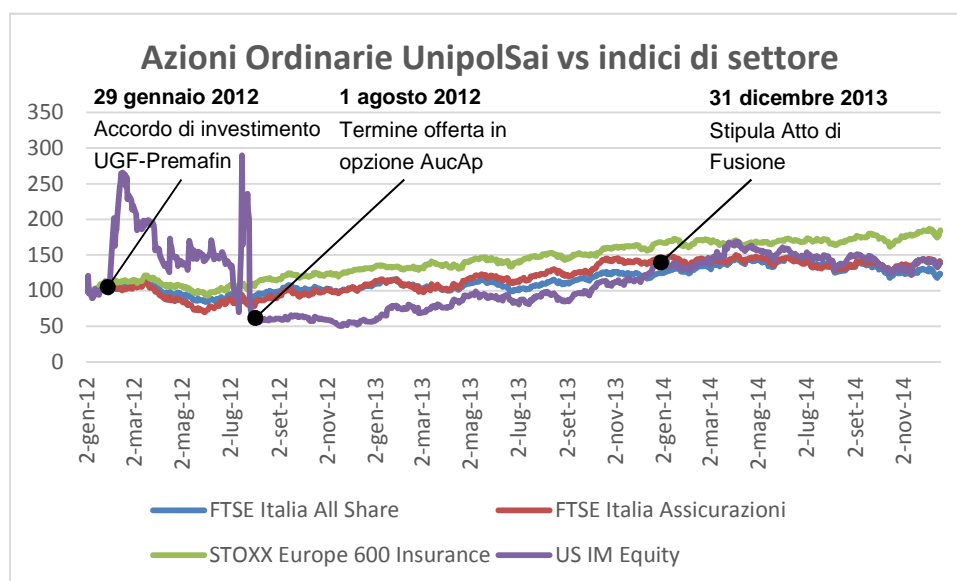
Per tutto il periodo di osservazione (6 agosto 2012 – 28 settembre 2014), le Azioni Ordinarie hanno registrato una *performance* del 259%, le Azioni Risp A una *performance* del 559%, mentre le azioni Risp B una *performance* del 469%. Si osserva che dopo l’annuncio della proposta di conversione le Azioni Risp A hanno registrato una importante flessione. Prendendo a riferimento il 19 dicembre 2014 anziché il 28 novembre, le performance del periodo (con inizio 6 agosto 2012) sono: per le Azioni Ord pari 250%, per le azioni Risp B il rendimento è pari a 467%, mentre per le Azioni Risp A si è ridotto a 468%.

3.3. Analisi dei prezzi rispetto agli indici di settore

Per interpretare l’andamento delle quotazioni delle tre categorie di azioni è utile un confronto (considerando base 100 al 2 gennaio 2012) con l’indice generale della Borsa Italiana (FTSE Italia All Share), l’indice settoriale italiano (FTSE Italia Assicurazioni) e l’indice settoriale europeo (STOXX Europe 600 Insurance Price EUR).

L'analisi degli indici evidenzia che il linea generale il settore assicurativo ha registrato nel periodo di osservazione una *performance* mediamente migliore rispetto all'indice globale. Con specifico riferimento all'andamento delle Azioni Ordinarie UnipolSai, si evidenzia come in una prima fase, corrispondente al primo semestre del 2012, il titolo abbia registrato una elevata volatilità, con performance anche superiori a quelle dell'indice di mercato. Alla fine di luglio, al termine del periodo di offerta in opzione dell'Aumento di Capitale, il titolo ha registrato i minimi del periodo di osservazione, registrando una performance negativa dall'inizio dell'anno e peggiore di quella dell'indice di settore. Successivamente con l'avanzamento delle varie fasi dell'integrazione che ha gradualmente dato certezza al progetto, il titolo ha evidenziato delle *performance* migliori rispetto all'indice di settore. In particolare si osserva un trend nettamente migliore a partire dalle ultime settimane del 2013 dopo che le Assemblee delle società coinvolte hanno approvato il progetto di fusione.

Se si considera il periodo compreso tra il 2 gennaio 2012 e il 28 novembre 2014, le Azioni Ordinarie UnipolSai hanno avuto una performance complessiva in linea con l'indice della globale italiano e l'indice del settore assicurativo italiano, mentre è inferiore alla performance dell'indice di settore europeo.



3.4. Analisi dei rapporti di conversione impliciti nei prezzi di borsa

I grafici seguenti riportano l'andamento del rapporto tra i prezzi delle Azioni di Risparmio (Cat. A e Cat. B) rispetto alle Azioni Ordinarie.



Nel periodo compreso tra il 6 agosto 2012 e il 28 novembre 2014 il rapporto tra il prezzo delle Azioni Risp B e quello delle azioni ordinarie evidenzia un andamento in crescita graduale fino al raggiungimento della parità (1:1) a partire dal mese di aprile 2012.

Il rapporto delle Azioni Risp A rispetto alle azioni ordinarie presenta una maggiore volatilità. Il rapporto, da poco più di 40 azioni ordinarie per ogni Azione Risp A del mese di agosto 2012, è cresciuto fino a sfiorare quasi 100 azioni ordinarie nel mese di dicembre dello stesso anno (in occasione dell'approvazione del Progetto di Fusione di Unipol in Fondiaria-Sai dai rispetti CdA).



Per tutto il primo semestre del 2013 il rapporto in esame ha avuto ampie oscillazioni, per poi attestarsi tra 80 e 90 nel secondo semestre e quindi superare 100 nei primi giorni del mese di febbraio 2014. Il rapporto si è mantenuto sopra 100 fino allo stacco della cedola del dividendo (19 maggio). Tra il 19 maggio e il 19 settembre il rapporto si è posizionato intorno ad una media di 97, per poi tornare abbondantemente sopra 100 fino al 28 settembre 2014, toccando un massimo di 111,55 il 12 novembre.

Per completezza informativa si segnala che nei 12 mesi precedenti il 2 gennaio 2012 il prezzo delle Azioni Risp A rispetto al prezzo delle Azioni Ordinarie non ha mai superato il rapporto di 29:1, registrando una media pari a circa 25:1.

La tabella seguente indica il rapporto tra Azioni di Risparmio e Ordinarie nell'ultimo giorno di negoziazione prima che avvenisse la comunicazione della conversione delle azioni (28 novembre 2014), i rapporti medi relativi ai periodi precedenti di 1 e 6 mesi, nonché il rapporto medio del periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 (data di efficacia della fusione) e il 28 novembre 2014.

| Prezzi medi | Ordinarie | Risp A | Risp B | Rapporti | |
|---------------------|-----------|--------|--------|---------------|---------------|
| | | | | Ord vs Risp A | Ord vs Risp B |
| @ 28 novembre 2014 | 2,30 | 242,80 | 2,23 | 0,97x | 105,47x |
| 1 mese | 2,15 | 232,14 | 2,12 | 0,99x | 107,88x |
| 6 mesi | 2,28 | 227,98 | 2,24 | 0,98x | 100,13x |
| 7 gen - 28 nov 2014 | 2,31 | 232,84 | 2,27 | 0,98x | 100,66x |

3.5. Analisi dei dividendi

Le tabelle seguenti riportano alcune stime tratte da due *analyst report*, riferite alle previsioni di utili della Società e di dividendi per le singole classi di azioni.

| UnipolSai | | 2013PF | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risultato del Gruppo | € mln | 636 | 846 | 768 | 730 | 719 | 741 |
| Dividendi | | 556 | 407 | 539 | 547 | 539 | 555 |
| Pay-out ratio | | 87,4% | 48,1% | 70,2% | 75,0% | 75,0% | 74,9% |
| DPS | | | | | | | |
| Ordinarie | € | 0,196 | 0,146 | 0,196 | 0,199 | 0,196 | 0,202 |
| Risparmio Cat. A | € | 19,641 | 6,500 | 6,500 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| Risparmio Cat. B | € | 0,225 | 0,175 | 0,225 | 0,228 | 0,225 | 0,231 |
| Dividend yield | | | | | | | |
| Ordinarie | | 9,8% | 6,3% | 8,5% | 8,6% | 8,5% | 8,8% |
| Risparmio Cat. A | | 11,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Risparmio Cat. B | | 12,7% | 7,8% | 10,1% | 10,2% | 10,1% | 10,3% |

Elaborazioni su stime e dati Goldman Sachs (Analyst Report 18 novembre 2014)

Il *dividend yield* è stato calcolato per il 2013 sulla base dei prezzi medi del mese di dicembre 2013 di ogni categoria di azioni, mentre per gli anni successivi è stato stimato sulla base dei prezzi rilevati alla data del 28 novembre 2014.

| UnipolSai | | 2013PF | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------------|-------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Risultato del Gruppo | € mln | 655 | 746 | 661 | 772 |
| Dividendi | | 556 | 470 | 483 | 568 |
| Pay-out ratio | | 84,9% | 63,0% | 73,1% | 73,6% |
| DPS | | | | | |
| Ordinarie | € | 0,196 | 0,170 | 0,175 | 0,207 |
| Risparmio Cat. A | € | 19,641 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| Risparmio Cat. B | € | 0,225 | 0,199 | 0,204 | 0,236 |
| Dividend yield | | | | | |
| Ordinarie | | 9,8% | 7,4% | 7,6% | 9,0% |
| Risparmio Cat. A | | 11,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Risparmio Cat. B | | 12,7% | 8,9% | 9,1% | 10,6% |

Elaborazioni su stime e dati Banca IMI (Analyst Report 17 dicembre 2014)

Sulla base delle attese degli analisti il dividendo per Azione Ordinaria a valere sull'utile 2014 dovrebbe essere compreso tra Euro 0,15 e Euro 0,17 a cui corrisponde un monte dividendi (tenuto conto anche delle altre categorie di azioni) compreso tra Euro 407 mln e 470 mln.

Le previsioni per gli anni successivi considerano un monte dividendi medio pari a circa euro 510 mln per il 2015 e euro 560 mln per il 2016.

Si osserva che i dividendi a valere sull'utile 2013 sono composti nel modo seguente:

- Euro 19,5 per ciascuna Azione Risp A, per complessivi Euro 24,898 mln;
- Euro 0,08364 per ciascuna Azione Risp B, per complessivi Euro 31,548 mln;
- Euro 0,05426 per ciascuna Azione Ordinaria, per complessivi € 122,094 mln.

Inoltre a valere sulla "riserva avanzo da fusione" è stata prevista la distribuzione a tutti gli azionisti di un dividendo unitario ulteriore pari ad Euro 0,14133 per complessivi Euro 371,507 mln.

Complessivamente sono stati quindi distribuiti:

- Euro 19,64133 per ciascuna Azione di Risp A, per complessivi Euro 25,078 mln;
- Euro 0,22497 per ciascuna Azione Risp B, per complessivi Euro 84,857 mln;
- Euro 0,19559 per ciascuna Azione Ordinaria, per complessivi Euro 440,112 mln;

per un ammontare complessivo distribuito agli azionisti pari a Euro 550,049.

4. Effetti economici in assenza di accorpamento delle Azioni Risp A

Al fine di valutare l'effetto che si sarebbe determinato sul rapporto di conversione delle Azioni Risp A qualora l'accorpamento delle stesse non fosse avvenuto, è necessario determinare se e in che misura tale circostanza avrebbe modificato il valore delle diverse categorie di azioni.

E' utile in tal senso l'analisi dei dividendi che sarebbero distribuiti dalle diverse categorie di azioni, in funzione del monte dividendi disponibile, tenuto conto delle previsioni statutarie sulla distribuzione degli utili.

4.1. Analisi dei *pay-off* delle diverse categorie di azioni

A norma dell'art. 27 dello Statuto Sociale, gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'Assemblea degli azionisti, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti secondo il seguente ordine:

- alle Azioni Risp A, un dividendo privilegiato fino ad Euro 6,5 per azione. Pertanto, tenuto conto del numero di azioni in circolazione, tutti i dividendi fino all'importo di Euro 8.299.434 andrebbe distribuito in via privilegiata alle Azioni Risp A. In caso di distribuzione di dividendi alle Azioni Ordinarie, alle Azioni Risp A dovrà essere garantito un dividendo complessivo maggiorato di Euro 5,2 rispetto al dividendo distribuito alle Azioni Ordinarie.

- alle Azioni Risp B, un dividendo privilegiato per azione fino al 6,5% della parità contabile delle Azioni Risp B. Considerando la parità contabile di Euro 0,565 - a cui corrisponde un dividendo privilegiato di 0,0367 - e il numero di azioni in circolazione, sarebbero destinati a questa categoria di azioni dividendi per un importo complessivo fino a Euro 13.852.419 (dopo aver corrisposto tutti i dividendi privilegiati alla Categoria A). Da qui ne deriva che alle Azioni Ordinarie potrà essere distribuita una cedola solo se l'importo complessivo dei dividendi disponibile sia superiore euro 22.151.853. In caso di distribuzione di dividendi alle Azioni Ordinarie, alle Azioni Risp B dovrà essere garantito un dividendo complessivo maggiorato di Euro 0,029 (5,2% della parità contabile) rispetto al dividendo distribuito alle Azioni Ordinarie.
- L'importo rimanente, ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 22.151.853, potrà essere distribuito alle azioni ordinarie fino a Euro 0,007 per azione che corrisponde all'importo massimo che garantisce il differenziale maggiorato di Euro 0,029 alle Azioni Risp B (pari a $0,565 * 5,2\%$). Pertanto potranno essere distribuiti alle Azioni Ordinarie complessivamente Euro 16.714.517.
- L'importo rimanente, ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 38.866.370 - la somma tra il dividendo privilegiato delle Azioni di Risparmio, pari a euro 22.151.853, e il dividendo distribuito alle Azioni Ordinarie, pari a Euro 16.714.517 - potrà essere distribuito in parti uguali a tutte le Azioni Ordinarie e di Risparmio B fino a concorrenza di un dividendo complessivo per ogni Azione Ordinaria di Euro 1,3 che corrisponde all'importo massimo che garantisce il differenziale maggiorato di Euro 5,2 alle Azioni Risp A, per un valore complessivo di Euro 2.958.321.634.
- L'importo rimanente, ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 3.468.054.104 - pari alla somma tra Euro 2.958.321.634 alle azioni ordinarie, Euro 501.433.036 alle Risp B (Euro $(1,3 + 0,029) * n$. Azioni Risp B) e Euro 8.299.434 come dividendo privilegiato alle Azioni Risp A - potrà essere distribuito in parti uguali a tutte le azioni ordinarie e di risparmio (Cat. A e B).

Quanto sopra descritto può essere sintetizzato nella tabella seguente.

| Monte dividendi | | | | DPS | | | % DIVIDENDI | | |
|----------------------|----------------------|------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| Totale | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B |
| 1.000.000 | 0 | 1.000.000 | 0 | 0,000 | 0,783 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 5.000.000 | 0 | 5.000.000 | 0 | 0,000 | 3,916 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 8.299.434 | 0 | 8.299.434 | 0 | 0,000 | 6,500 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 9.000.000 | 0 | 8.299.434 | 700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,002 | 0,0% | 92,2% | 7,8% |
| 10.000.000 | 0 | 8.299.434 | 1.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,005 | 0,0% | 83,0% | 17,0% |
| 15.000.000 | 0 | 8.299.434 | 6.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,018 | 0,0% | 55,3% | 44,7% |
| 20.000.000 | 0 | 8.299.434 | 11.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,031 | 0,0% | 41,5% | 58,5% |
| 22.151.853 | 0 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,000 | 6,500 | 0,037 | 0,0% | 37,5% | 62,5% |
| 25.000.000 | 2.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,001 | 6,500 | 0,037 | 11,4% | 33,2% | 55,4% |
| 30.000.000 | 7.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,003 | 6,500 | 0,037 | 26,2% | 27,7% | 46,2% |
| 35.000.000 | 12.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,006 | 6,500 | 0,037 | 36,7% | 23,7% | 39,6% |
| 38.866.370 | 16.714.517 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,007 | 6,500 | 0,037 | 43,0% | 21,4% | 35,6% |
| 80.000.000 | 51.999.543 | 8.299.434 | 19.701.023 | 0,023 | 6,500 | 0,052 | 65,0% | 10,4% | 24,6% |
| 90.000.000 | 60.577.689 | 8.299.434 | 21.122.877 | 0,027 | 6,500 | 0,056 | 67,3% | 9,2% | 23,5% |
| 100.000.000 | 69.155.834 | 8.299.434 | 22.544.732 | 0,030 | 6,500 | 0,060 | 69,2% | 8,3% | 22,5% |
| 200.000.000 | 154.937.289 | 8.299.434 | 36.763.277 | 0,068 | 6,500 | 0,097 | 77,5% | 4,1% | 18,4% |
| 300.000.000 | 240.718.743 | 8.299.434 | 50.981.823 | 0,106 | 6,500 | 0,135 | 80,2% | 2,8% | 17,0% |
| 400.000.000 | 326.500.198 | 8.299.434 | 65.200.368 | 0,143 | 6,500 | 0,173 | 81,6% | 2,1% | 16,3% |
| 500.000.000 | 412.281.652 | 8.299.434 | 79.418.914 | 0,181 | 6,500 | 0,211 | 82,5% | 1,7% | 15,9% |
| 600.000.000 | 498.063.107 | 8.299.434 | 93.637.459 | 0,219 | 6,500 | 0,248 | 83,0% | 1,4% | 15,6% |
| 1.000.000.000 | 841.188.925 | 8.299.434 | 150.511.641 | 0,370 | 6,500 | 0,399 | 84,1% | 0,8% | 15,1% |
| 2.000.000.000 | 1.699.003.470 | 8.299.434 | 292.697.096 | 0,747 | 6,500 | 0,776 | 85,0% | 0,4% | 14,6% |
| 3.468.054.104 | 2.958.321.634 | 8.299.434 | 501.433.036 | 1,300 | 6,500 | 1,329 | 85,3% | 0,2% | 14,5% |
| 4.000.000.000 | 3.414.413.038 | 8.555.343 | 577.031.619 | 1,500 | 6,700 | 1,530 | 85,4% | 0,2% | 14,4% |

Qualora l'accorpamento delle Azioni Risp A non fosse stato effettuato e i possessori delle azioni avessero mantenuto gli stessi diritti patrimoniali riconosciuti prima dell'accorpamento, gli utili sarebbero ripartiti secondo il seguente ordine:

- alle Azioni Risp A, un dividendo privilegiato fino ad Euro 0,065 per azione. Pertanto, tenuto conto del numero di azioni in circolazione ante accorpamento (pari a 127.683.666) tutti i dividendi fino all'importo di Euro 8.299.434 andrebbe distribuito in via privilegiata alle Azioni Risp A. In caso di distribuzione di dividendi alle Azioni Ordinarie, alle Azioni Risp A dovrà essere garantito un dividendo complessivo maggiorato di Euro 0,052 rispetto al dividendo distribuito alle Azioni Ordinarie.
- alle Azioni Risp B, un dividendo privilegiato per azione fino al 6,5% della parità contabile delle Azioni Risp B. Considerando la parità contabile di Euro 0,565 - a cui corrisponde un dividendo privilegiato di 0,0367 - e il numero di azioni in circolazione, sarebbero destinati a questa categoria di azioni dividendi per un importo complessivo fino a Euro 13.852.419 (dopo aver corrisposto tutti i dividendi privilegiati alla Categoria A). Da qui ne deriva che alle azioni ordinarie potrà essere distribuita una cedola solo se l'importo complessivo dei dividendi disponibile sia superiore Euro 22.151.853. In caso di distribuzione di dividendi alle Azioni

Ordinarie, alle Azioni Risp B dovrà essere garantito un dividendo complessivo maggiorato di Euro 0,029 (5,2% della parità contabile) rispetto al dividendo distribuito alle Azioni Ordinarie.

- L'importo rimanente, ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 22.151.853, potrà essere distribuito alle Azioni Ordinarie fino a Euro 0,007 per azione che corrisponde all'importo massimo che garantisce il differenziale maggiorato di Euro 0,029 alle Azioni Risp B (pari a $0,565 * 5,2\%$). Pertanto potranno essere distribuiti alle Azioni Ordinarie complessivamente Euro 16.714.517.
- L'importo rimanente ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 38.866.370 (la somma tra il dividendo privilegiato delle Azioni di Risparmio, pari a Euro 22.151.853, e il dividendo distribuito alle azioni ordinarie, pari a Euro 16.714.517) potrà essere distribuito in parti uguali a tutte le Azioni Ordinarie e di Risp B fino a concorrenza di un dividendo complessivo per ogni azione ordinaria di Euro 0,013, che corrisponde all'importo massimo che garantisce il differenziale maggiorato di Euro 0,052 alle Azioni Risp A, per un valore complessivo di Euro 29.583.216.
- L'importo rimanente ovvero il dividendo complessivo disponibile eccedente l'importo di Euro 53.868.096 - pari alla somma tra Euro 29.583.216 alle azioni ordinarie, Euro 15.985.446 alle Risp B (Euro $(0,013 + 0,029) * n$. Azioni Risp B) e Euro 8.299.434 come dividendo privilegiato alle Azioni Risp A - potrà essere distribuito in parti uguali a tutte le azioni ordinarie e di risparmio (Cat. A e B).

Quanto sopra descritto può essere sintetizzato nella tabella seguente.

| Totale | Monte dividendi | | | DPS | | | % DIVIDENDI | | |
|----------------------|----------------------|------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B |
| 1.000.000 | 0 | 1.000.000 | 0 | 0,000 | 0,783 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 5.000.000 | 0 | 5.000.000 | 0 | 0,000 | 3,916 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 8.299.434 | 0 | 8.299.434 | 0 | 0,000 | 6,500 | 0,000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 9.000.000 | 0 | 8.299.434 | 700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,002 | 0,0% | 92,2% | 7,8% |
| 10.000.000 | 0 | 8.299.434 | 1.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,005 | 0,0% | 83,0% | 17,0% |
| 15.000.000 | 0 | 8.299.434 | 6.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,018 | 0,0% | 55,3% | 44,7% |
| 20.000.000 | 0 | 8.299.434 | 11.700.566 | 0,000 | 6,500 | 0,031 | 0,0% | 41,5% | 58,5% |
| 22.151.853 | 0 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,000 | 6,500 | 0,037 | 0,0% | 37,5% | 62,5% |
| 25.000.000 | 2.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,001 | 6,500 | 0,037 | 11,4% | 33,2% | 55,4% |
| 30.000.000 | 7.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,003 | 6,500 | 0,037 | 26,2% | 27,7% | 46,2% |
| 35.000.000 | 12.848.147 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,006 | 6,500 | 0,037 | 36,7% | 23,7% | 39,6% |
| 38.866.370 | 16.714.517 | 8.299.434 | 13.852.419 | 0,007 | 6,500 | 0,037 | 43,0% | 21,4% | 35,6% |
| 40.000.000 | 17.686.962 | 8.299.434 | 14.013.604 | 0,008 | 6,500 | 0,037 | 44,2% | 20,7% | 35,0% |
| 45.000.000 | 21.976.034 | 8.299.434 | 14.724.532 | 0,010 | 6,500 | 0,039 | 48,8% | 18,4% | 32,7% |
| 53.868.096 | 29.583.216 | 8.299.434 | 15.985.446 | 0,013 | 6,500 | 0,042 | 54,9% | 15,4% | 29,7% |
| 60.000.000 | 34.843.253 | 8.299.434 | 16.857.313 | 0,015 | 6,500 | 0,045 | 58,1% | 13,8% | 28,1% |
| 70.000.000 | 43.421.398 | 8.299.434 | 18.279.168 | 0,019 | 6,500 | 0,048 | 62,0% | 11,9% | 26,1% |
| 80.000.000 | 51.999.543 | 8.299.434 | 19.701.023 | 0,023 | 6,500 | 0,052 | 65,0% | 10,4% | 24,6% |
| 90.000.000 | 60.577.689 | 8.299.434 | 21.122.877 | 0,027 | 6,500 | 0,056 | 67,3% | 9,2% | 23,5% |
| 100.000.000 | 69.155.834 | 8.299.434 | 22.544.732 | 0,030 | 6,500 | 0,060 | 69,2% | 8,3% | 22,5% |
| 110.000.000 | 77.733.980 | 8.299.434 | 23.966.586 | 0,034 | 6,500 | 0,064 | 70,7% | 7,5% | 21,8% |
| 300.000.000 | 240.718.743 | 8.299.434 | 50.981.823 | 0,106 | 6,500 | 0,135 | 80,2% | 2,8% | 17,0% |
| 400.000.000 | 326.500.198 | 8.299.434 | 65.200.368 | 0,143 | 6,500 | 0,173 | 81,6% | 2,1% | 16,3% |
| 500.000.000 | 412.281.652 | 8.299.434 | 79.418.914 | 0,181 | 6,500 | 0,211 | 82,5% | 1,7% | 15,9% |
| 600.000.000 | 498.063.107 | 8.299.434 | 93.637.459 | 0,219 | 6,500 | 0,248 | 83,0% | 1,4% | 15,6% |
| 1.000.000.000 | 841.188.925 | 8.299.434 | 150.511.641 | 0,370 | 6,500 | 0,399 | 84,1% | 0,8% | 15,1% |
| 2.000.000.000 | 1.699.003.470 | 8.299.434 | 292.697.096 | 0,747 | 6,500 | 0,776 | 85,0% | 0,4% | 14,6% |
| 3.468.054.104 | 2.958.321.634 | 8.299.434 | 501.433.036 | 1,300 | 6,500 | 1,329 | 85,3% | 0,2% | 14,5% |
| 4.000.000.000 | 3.414.413.038 | 8.555.343 | 577.031.619 | 1,500 | 6,700 | 1,530 | 85,4% | 0,2% | 14,4% |

Dalla tabella si può osservare come, in assenza dell'accorpamento delle Azioni Risp A, la soglia oltre la quale il dividendo può essere distribuito in parti uguali tra tutte le categorie di azioni si abbassa drasticamente, passando da Euro 3.468.054.104 a soli Euro 53.868.096. Ciò determina, in presenza di utili capienti (maggiori di tale soglia) una diversa distribuzione dei dividendi a favore delle Azioni Risp A.

| Monte dividendi | CON ACCORPAMENTO RISP A | | | SENZA ACCORPAMENTO RISP A | | |
|----------------------|-------------------------|---------------|--------------|---------------------------|---------------|--------------|
| | % DIVIDENDI | | | % DIVIDENDI | | |
| | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B |
| 1.000.000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 5.000.000 | 0,0% | 100,0% | 0,0% | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 8.299.434 | 0,0% | 100,0% | 0,0% | 0,0% | 100,0% | 0,0% |
| 9.000.000 | 0,0% | 92,2% | 7,8% | 0,0% | 92,2% | 7,8% |
| 10.000.000 | 0,0% | 83,0% | 17,0% | 0,0% | 83,0% | 17,0% |
| 15.000.000 | 0,0% | 55,3% | 44,7% | 0,0% | 55,3% | 44,7% |
| 20.000.000 | 0,0% | 41,5% | 58,5% | 0,0% | 41,5% | 58,5% |
| 22.151.853 | 0,0% | 37,5% | 62,5% | 0,0% | 37,5% | 62,5% |
| 25.000.000 | 11,4% | 33,2% | 55,4% | 11,4% | 33,2% | 55,4% |
| 30.000.000 | 26,2% | 27,7% | 46,2% | 26,2% | 27,7% | 46,2% |
| 35.000.000 | 36,7% | 23,7% | 39,6% | 36,7% | 23,7% | 39,6% |
| 38.866.370 | 43,0% | 21,4% | 35,6% | 43,0% | 21,4% | 35,6% |
| 40.000.000 | 44,2% | 20,7% | 35,0% | 44,2% | 20,7% | 35,0% |
| 41.000.000 | 45,2% | 20,2% | 34,5% | 45,2% | 20,2% | 34,5% |
| 53.868.096 | 54,9% | 15,4% | 29,7% | 54,9% | 15,4% | 29,7% |
| 60.000.000 | 58,1% | 13,8% | 28,1% | 57,7% | 14,3% | 28,0% |
| 70.000.000 | 62,0% | 11,9% | 26,1% | 61,1% | 12,9% | 26,0% |
| 80.000.000 | 65,0% | 10,4% | 24,6% | 63,7% | 11,9% | 24,4% |
| 90.000.000 | 67,3% | 9,2% | 23,5% | 65,7% | 11,1% | 23,2% |
| 100.000.000 | 69,2% | 8,3% | 22,5% | 67,3% | 10,4% | 22,2% |
| 200.000.000 | 77,5% | 4,1% | 18,4% | 74,6% | 7,5% | 17,9% |
| 300.000.000 | 80,2% | 2,8% | 17,0% | 77,0% | 6,5% | 16,5% |
| 400.000.000 | 81,6% | 2,1% | 16,3% | 78,2% | 6,0% | 15,7% |
| 500.000.000 | 82,5% | 1,7% | 15,9% | 78,9% | 5,8% | 15,3% |
| 600.000.000 | 83,0% | 1,4% | 15,6% | 79,4% | 5,6% | 15,0% |
| 1.000.000.000 | 84,1% | 0,8% | 15,1% | 80,4% | 5,2% | 14,4% |
| 2.000.000.000 | 85,0% | 0,4% | 14,6% | 81,1% | 4,9% | 14,0% |
| 3.468.054.104 | 85,3% | 0,2% | 14,5% | 81,4% | 4,8% | 13,8% |
| 4.000.000.000 | 85,4% | 0,2% | 14,4% | 81,5% | 4,7% | 13,8% |

Si osserva infatti che, superata la soglia di Euro 53.868.096, in caso di accorpamento delle Azioni Risp A la porzione di dividendo (espressa in termini percentuali) attribuito a tale categoria tende a ridursi molto più velocemente con l'aumentare del dividendo disponibile. Se si analizza l'area all'interno della quale potrebbero rientrare i dividendi attesi della Società (pari a euro 400-600 milioni) alle Azioni Risp A sarebbe destinato solo una porzione compresa tra 1,4% e 2,1%. Porzione che sarebbe nettamente superiore in caso di assenza di accorpamento di tali azioni, dato che la porzione di dividendo ad esse destinato sarebbe compresa nell'intervallo tra 5,6% e 6,0%.

Da qui si dimostra che la porzione di capitale rappresentata dalle Azioni Risp A avrebbe un valore maggiore (a scapito delle altre due categorie) nel caso in cui l'accorpamento di tale categoria di azioni non fosse stato effettuato.

Analizzando più nel dettaglio la differenza prodotta sui dividendi per azione per ognuna delle categorie di azioni in presenza o in assenza di accorpamento delle Azioni Risp A, si osserva che

nell'intervallo all'interno del quale potrebbero rientrare i dividendi attesi della Società (pari a euro 400-600 milioni), la riduzione del dividendo unitario delle Azioni Ordinarie è compresa tra -4,3% e -4,2%, mentre la riduzione del dividendo delle Azioni Risp B sarebbe compresa nell'intorno di -3,5% e -3,8%.

| Monte dividendi | CON ACCORPAMENTO RISP A | | | SENZA ACCORPAMENTO RISP A | | | Variazione % DPS | |
|----------------------|-------------------------|--------------|--------------|---------------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|
| | DPS | | | DPS | | | Ord | Risp B |
| | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B | | |
| 1.000.000 | 0,000 | 0,783 | 0,000 | 0,000 | 0,008 | 0,000 | | |
| 5.000.000 | 0,000 | 3,916 | 0,000 | 0,000 | 0,039 | 0,000 | | |
| 8.299.434 | 0,000 | 6,500 | 0,000 | 0,000 | 0,065 | 0,000 | | |
| 9.000.000 | 0,000 | 6,500 | 0,002 | 0,000 | 0,065 | 0,002 | | |
| 10.000.000 | 0,000 | 6,500 | 0,005 | 0,000 | 0,065 | 0,005 | | |
| 15.000.000 | 0,000 | 6,500 | 0,018 | 0,000 | 0,065 | 0,018 | | |
| 20.000.000 | 0,000 | 6,500 | 0,031 | 0,000 | 0,065 | 0,031 | | |
| 22.151.853 | 0,000 | 6,500 | 0,037 | 0,000 | 0,065 | 0,037 | | |
| 25.000.000 | 0,001 | 6,500 | 0,037 | 0,001 | 0,065 | 0,037 | | |
| 30.000.000 | 0,003 | 6,500 | 0,037 | 0,003 | 0,065 | 0,037 | | |
| 35.000.000 | 0,006 | 6,500 | 0,037 | 0,006 | 0,065 | 0,037 | | |
| 38.866.370 | 0,007 | 6,500 | 0,037 | 0,007 | 0,065 | 0,037 | | |
| 40.000.000 | 0,008 | 6,500 | 0,037 | 0,008 | 0,065 | 0,037 | | |
| 41.000.000 | 0,008 | 6,500 | 0,038 | 0,008 | 0,065 | 0,038 | | |
| 53.868.096 | 0,013 | 6,500 | 0,042 | 0,013 | 0,065 | 0,042 | 0,0% | 0,0% |
| 60.000.000 | 0,015 | 6,500 | 0,045 | 0,015 | 0,067 | 0,045 | -0,7% | -0,2% |
| 70.000.000 | 0,019 | 6,500 | 0,048 | 0,019 | 0,071 | 0,048 | -1,5% | -0,6% |
| 80.000.000 | 0,023 | 6,500 | 0,052 | 0,022 | 0,074 | 0,052 | -2,0% | -0,9% |
| 90.000.000 | 0,027 | 6,500 | 0,056 | 0,026 | 0,078 | 0,055 | -2,3% | -1,1% |
| 100.000.000 | 0,030 | 6,500 | 0,060 | 0,030 | 0,082 | 0,059 | -2,6% | -1,3% |
| 200.000.000 | 0,068 | 6,500 | 0,097 | 0,066 | 0,118 | 0,095 | -3,7% | -2,6% |
| 300.000.000 | 0,106 | 6,500 | 0,135 | 0,102 | 0,154 | 0,131 | -4,0% | -3,2% |
| 400.000.000 | 0,143 | 6,500 | 0,173 | 0,137 | 0,189 | 0,167 | -4,2% | -3,5% |
| 500.000.000 | 0,181 | 6,500 | 0,211 | 0,173 | 0,225 | 0,203 | -4,3% | -3,7% |
| 600.000.000 | 0,219 | 6,500 | 0,248 | 0,209 | 0,261 | 0,239 | -4,3% | -3,8% |
| 1.000.000.000 | 0,370 | 6,500 | 0,399 | 0,353 | 0,405 | 0,383 | -4,4% | -4,1% |
| 2.000.000.000 | 0,747 | 6,500 | 0,776 | 0,713 | 0,765 | 0,742 | -4,5% | -4,3% |
| 3.468.054.104 | 1,300 | 6,500 | 1,329 | 1,241 | 1,293 | 1,270 | -4,5% | -4,4% |
| 4.000.000.000 | 1,500 | 6,700 | 1,530 | 1,432 | 1,484 | 1,462 | -4,5% | -4,5% |

Nel presupposto che il valore di una azione dipenda dal valore attuale dei dividendi attesi (*Divided Discount Model*), sulla base di quanto esposto si può ragionevolmente desumere che l'impatto sul valore delle Azioni Ordinarie e delle Azioni di Risp B può essere quantificato in un ordine di grandezza simile, facendo quindi mantenere invariato il rapporto di conversione tra le Azioni Risp B e le Azioni Ordinarie sia con che senza l'accorpamento delle Azioni Risp A.

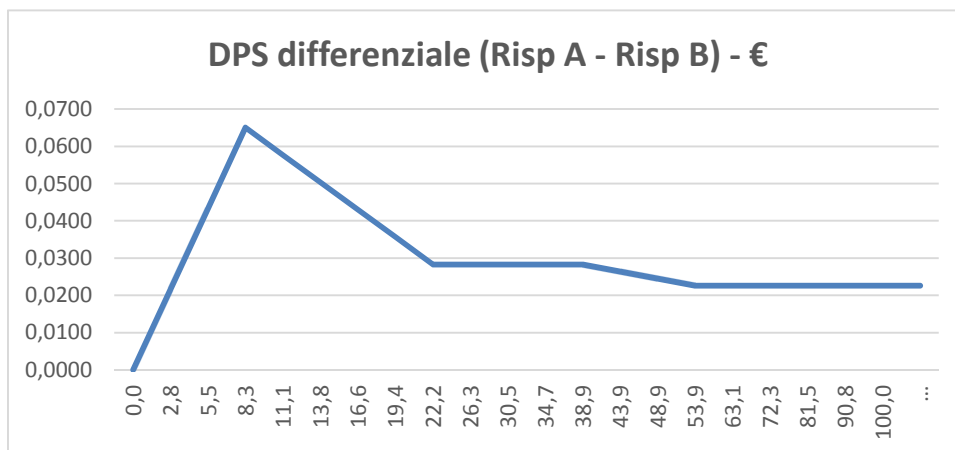
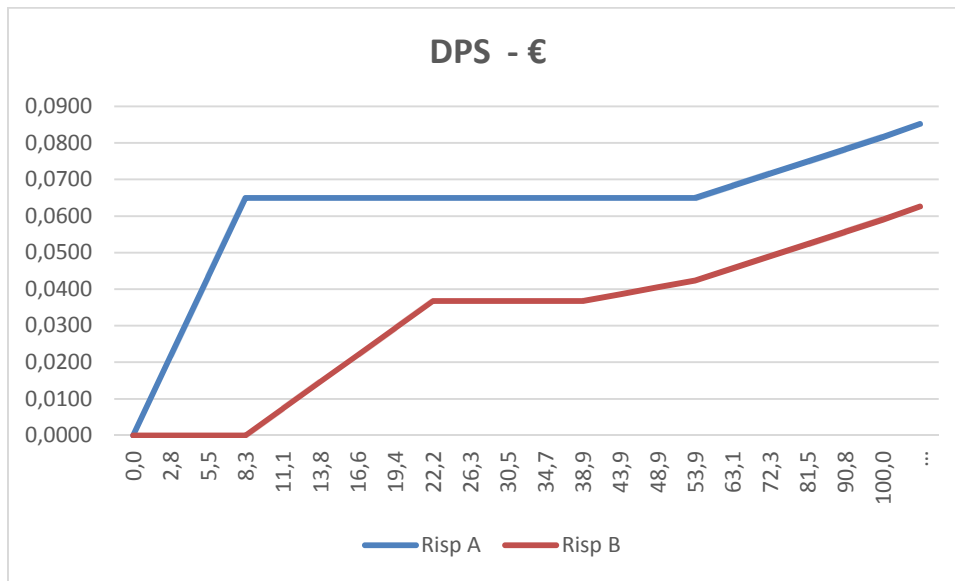
4.2. Effetti sul rapporto di conversione Azioni Risparmio A vs Azioni Ordinarie

Confermando il rapporto di conversione di una Azione Risp B con una Azione Ordinaria anche nel caso in cui l'accorpamento delle Azioni Risp A non fosse avvenuto, si procede ora con la valutazione dell'impatto sul rapporto di conversione delle Azioni Risp A, sulla base di una analisi differenziale tra i diritti patrimoniali delle due categorie di Azioni di Risparmio.

In assenza di accorpamento i *pay-off* unitari delle due categorie di azioni possono essere rappresentati dalla tabella e dal grafico seguente:

| Dividendi Totali €mln | DPS - € | | Δ € |
|--------------------------|---------|--------|--------|
| | Risp A | Risp B | |
| 0,0 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| 1,0 | 0,0078 | 0,0000 | 0,0078 |
| 5,0 | 0,0392 | 0,0000 | 0,0392 |
| 8,3 | 0,0650 | 0,0000 | 0,0650 |
| 9,0 | 0,0650 | 0,0019 | 0,0631 |
| 10,0 | 0,0650 | 0,0045 | 0,0605 |
| 15,0 | 0,0650 | 0,0178 | 0,0472 |
| 20,0 | 0,0650 | 0,0310 | 0,0340 |
| 22,2 | 0,0650 | 0,0367 | 0,0283 |
| 25,0 | 0,0650 | 0,0367 | 0,0283 |
| 30,0 | 0,0650 | 0,0367 | 0,0283 |
| 35,0 | 0,0650 | 0,0367 | 0,0283 |
| 38,9 | 0,0650 | 0,0367 | 0,0283 |
| 40,0 | 0,0650 | 0,0372 | 0,0278 |
| 45,0 | 0,0650 | 0,0390 | 0,0260 |
| 53,9 | 0,0650 | 0,0424 | 0,0226 |
| 60,0 | 0,0672 | 0,0446 | 0,0226 |
| 70,0 | 0,0708 | 0,0482 | 0,0226 |
| 80,0 | 0,0744 | 0,0518 | 0,0226 |
| 90,0 | 0,0780 | 0,0554 | 0,0226 |
| 100,0 | 0,0816 | 0,0590 | 0,0226 |
| ... | ... | ... | 0,0226 |

Si può osservare come, in presenza di utili e di distribuzione di un dividendo complessivo almeno pari Euro 53,9 mln, alle Azioni Risp A spetterà sempre un dividendo maggiorato rispetto alle Azioni Risp B pari a Euro 0,0226. Tale valore è pari alla differenza del dividendo maggiorato riconosciuto alle Risp A rispetto alle Azioni Ordinarie (Euro 0,0520) e il dividendo maggiorato riconosciuto alle Risp B rispetto alle Azioni Ordinarie (Euro 0,0294, pari al differenziale di rendimento del 5,20% per il valore della parità contabile delle Risp B, pari a Euro 0,565).



Utilizzando il *Dividend Discount Model* – secondo il quale il valore di un titolo è pari al valore attuale dei flussi di cassa (in tal caso dividendi) prospettici – per semplicità si è assunto che il dividendo differenziale tra le due categorie di azioni sia sempre pari a 0,0226 anche per importi di dividendi disponibili inferiori a euro 53,9 mln. Anche se la stima degli utili attesi dalla società rende estremamente plausibile l'ipotesi che l'ammontare dei dividendi sia superiore a tale soglia, è opportuno evidenziare che tale ipotesi è conservativa per la stima del valore delle Azioni Risp A; nel paragrafo successivo sarà discusso l'effetto di tale ipotesi semplificativa.

Ciò premesso, possiamo esprimere il valore della Azione Risp A come funzione del valore della Azione Risp B.

Pertanto posto che:

$$P_B = \frac{D_B}{(r - g)}$$

dove:

D_B = dividendo atteso dell'Azione Risp B

r = tasso di capitalizzazione

g = tasso di crescita attesa del dividendo atteso

$$P_A = \frac{D_B}{(r - g)} + \frac{d}{r'} = P_B + \frac{d}{r'}$$

dove:

d = differenziale tra il dividendo atteso dell'Azione Risp B e dividendo atteso dell'Azione Risp A, ipotizzato pari a Euro 0,0226.

r' = tasso di capitalizzazione del differenziale.

Al fine di individuare il maggior valore che deriverebbe dalla maggiorazione di dividendo sussistente tra le Azioni Risp A e le Azioni Risp B, occorre individuare il corretto tasso di capitalizzazione (r') di tale differenziale.

A tal proposito risulta necessario fare alcune considerazioni sul profilo di rischio attribuibile alle due categorie di azioni e di conseguenza al differenziale di dividendo.

In linea di principio, trattandosi di due titoli azionari emessi dallo stesso soggetto, con diritti amministrativi uguali e con diritti patrimoniali simili, è ragionevole ipotizzare che il profilo di rischio attribuibile alle due categorie di azioni sia stanzialmente simile. Tuttavia, alcune peculiarità che distinguono i due titoli possono avere riflessi sul profilo di rischio degli stessi.

Come illustrato in precedenza, le Azioni Risp A hanno la priorità nella distribuzione del dividendo minimo. I dividendi potranno essere distribuiti alle Azioni Risp B solo dopo aver distribuito il dividendo minimo alle Azioni Risp A (ovvero in presenza di dividendi disponibili per importi superiori a Euro 8,3 mln). Tuttavia, se si considera il diritto di cumulo – nel caso in cui in un esercizio non sia distribuito il dividendo o sia distribuito un importo inferiore al minimo statutario, i possessori delle Azioni di Risparmio, sia A che B, hanno infatti il diritto di recuperare tali importi con la distribuzione dei dividendi dei due esercizi successivi – è ragionevole ipotizzare che l'effetto determinato dalla diversa priorità nell'ottenimento del dividendo minimo sia molto limitato.

Inoltre, se si considera che per importi di dividendi disponibili superiori a Euro 53,9 mln il differenziale di dividendo delle due categorie di azioni è sempre costante, è ragionevole assumere

per tale differenziale un tasso di capitalizzazione (r') inferiore al tasso di capitalizzazione (r) dei dividendi delle Azioni Risp B, essendo questi flussi di cassa più assimilabili a una cedola di un titolo obbligazionario irredimibile che a dividendi di un titolo azionario.

Ciò premesso, si è proceduto alla stima del tasso di capitalizzazione utilizzando due differenti approcci: in un primo caso è stato stimato il costo del capitale sulla base del CAPM considerando il profilo di rischio delle Azioni Risp B; in un secondo caso è stato considerato il tasso di rendimento dei titoli perpetui emessi dalla stessa Società.

Stima del costo del capitale sulla base del CAPM

Il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) implica una relazione lineare - in condizioni di equilibrio dei mercati - tra il rendimento atteso di un investimento e il suo rischio sistematico. Più in dettaglio, il rendimento atteso di un investimento è calcolato come somma del tasso *risk free* e del premio per il rischio mediamente riconosciuto dal mercato all'azienda oggetto di valutazione. La formula utilizzata è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

| | |
|---------------|--|
| k_e | Rendimento dell'investimento rischioso. |
| R_f | Tasso <i>risk free</i> . Corrisponde al rendimento di un investimento privo di rischio, normalmente rappresentato da titoli di Stato. |
| $(R_m - R_f)$ | Premio per il rischio di mercato. E' dato dalla differenza tra il rendimento atteso di un portafoglio diversificato, composto da tutti gli investimenti rischiosi disponibili sul mercato, e il rendimento di un titolo privo di rischio. |
| B | Rischiosità sistematica dell'investimento. Il beta esprime l'elasticità dei rendimenti di un singolo investimento rischioso ai rendimenti del portafoglio di mercato: un coefficiente pari a 1 indica che l'investimento considerato segue - in media - l'andamento del portafoglio di mercato, mentre un beta maggiore di uno individua un investimento "aggressivo" il cui rendimento amplifica i rendimenti di mercato. Ad un investimento "difensivo", meno sensibile della media alle fasi cicliche dell'economia, corrisponde invece un beta inferiore ad uno. |

Va tenuto in considerazione che trattandosi di un esercizio di valutazione basato su proiezioni di dividendi, la stima dei parametri da utilizzare per la definizione del tasso di attualizzazione deve essere coerente con un orizzonte temporale di lungo termine.

Inoltre, il premio per il rischio di mercato ($R_m - R_f$) non è direttamente osservabile, di conseguenza nella prassi si è diffuso l'utilizzo di statistiche basate sulle serie storiche di lungo termine come *proxy* del premio per il rischio atteso.

Esistono diversi *Infoprovider*, ormai di consolidata esperienza, che forniscono stime dei parametri suindicati. Tra i più accreditati del settore si possono citare Bloomberg Professional, Datastream, Barra, Ibbotson Associates.

La stima del tasso di rendimento di un investimento privo di rischio è quella che dovrebbe presentare meno problematiche di carattere econometrico, dato che si tratta della semplice rilevazione di un dato di mercato riferito al momento in cui si effettua l'analisi valutativa. La problematica maggiormente dibattuta è relativa alla scelta dell'arco temporale a cui è riferito il tasso più che alla stima. L'impianto generale del CAPM fa riferimento ad un tasso privo di rischio, ma non fa riferimento all'arco temporale da considerare. L'orientamento che è prevalso nella prassi valutativa è quello di selezionare un tasso di rendimento di titoli di Stato a lungo termine (generalmente titoli di Stato di almeno 10 anni). In alcuni casi, viene utilizzato come *proxy* del rendimento privo di rischio il tasso SWAP a 10 anni.

Coerentemente con la prassi internazionale, anche in Italia è prevalso l'utilizzo del rendimento dei titoli di Stato a 10 anni come *proxy* di un rendimento *risk free*, pur consapevoli che i titoli di Stato italiani non sono del tutto privi di rischio.

In questo contesto, il tasso *risk free* è stato stimato in misura pari al rendimento dei BTP a 10 anni rilevato alla data del 28 novembre 2014, mentre la componente di tasso che rappresenta il premio per il rischio del settore di riferimento è stata stimata pari a 5,45%, ottenuta moltiplicando il premio per il rischio di mercato pari al 5,50% (stima utilizzata correntemente dalla maggior parte degli analisti, cfr. Fernandez et al., 2014) per il Beta pari a 0,99 relativo alle Azioni Risp B, rilevato da Bloomberg Professional sugli ultimi 2 anni. I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente:

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

| | | |
|----------------------------|-------------|--------------|
| Risk free rate | R_f | 2,03% |
| | + | |
| Equity risk premium | $R_m - R_f$ | 5,50% |
| | x | |
| Beta | β | 0,99 |
| | = | |
| Costo del capitale | Ke | 7,48% |

Fonte: Bloomberg: Update al 28 novembre 2014

Stima del costo del capitale sulla base del rendimento dei titoli perpetui

Il 12 giugno 2014 UnipolSai ha emesso un prestito obbligazionario subordinato perpetuo. Esso presenta alcune caratteristiche che lo rendono, per certi aspetti, simile agli strumenti di *equity*. Infatti il titolo non ha una scadenza, in caso di liquidazione della società il rimborso del capitale è subordinato rispetto alle altre emissioni obbligazionarie e in caso di difficoltà della società e/o di mancato pagamento dei dividendi può essere sospesa la corresponsione delle cedole, senza incorrere in un evento di *default*; i *bond* subordinati perpetui hanno tuttavia flussi cedolari predeterminati e non sono quindi soggetti alle *upside opportunities* tipiche dei titoli azionari.

Il titolo (ISIN XS1078235733) è stato emesso alla pari e offre una cedola fissa pari al 5,75% il 18 giugno di ogni anno. Il titolo è richiamabile anticipatamente nel 2024 (call); se l'emittente non dovesse esercitare la "call" a tale data, il *bond* proseguirà maturando interessi del 6,75%.

Alla data del 28 novembre 2014 il titolo presentava un tasso rendimento (*yield to maturity*) pari al 5,618% contro un rendimento rilevato sull'intero periodo a partire dalla data di emissione pari al 5,625%.

La scelta di un tale tasso di capitalizzazione appare ragionevole in questo specifico contesto, in quanto gli strumenti finanziari "perpetui" presentano, sotto il profilo di rischio, alcune caratteristiche in comune con i titoli azionari di Risparmio, ed in particolare con il differenziale di dividendo tra azioni di Risp A e B, oggetto della presente analisi.

Stima del valore aggiuntivo delle Azioni Risp A

La capitalizzazione del dividendo differenziale sulla base dei due tassi stimati in precedenza indica un valore incrementale per ogni Azione Risp A senza accorpamento, rispetto ad una Azione Risp B,

compreso tra Euro 0,30 e Euro 0,39 a cui corrisponde un valore incrementale per ogni Azione Risp A (con accorpamento) compreso tra Euro 30,20 e Euro 38,80.

| | Costo del capitale CAPM | Rendimento titoli perpetui |
|--------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|
| Dividendo differenziale - € | 0,0226 | 0,0226 |
| Tasso di capitalizzazione | 7,48% | 5,82% |
| Valore incrementale - € | 0,30 | 0,39 |

Sulla base delle valutazioni effettuate e considerando il prezzo delle azioni ordinarie alla data del 28 novembre 2014 o la media dei sei mesi precedenti, ne deriverebbe un diverso rapporto di conversione, con il riconoscimento da un minimo di 13 ad un massimo di 17 Azioni Ordinarie in più rispetto a quelle previste dalla proposta del Consiglio di Amministrazione, pari ad un rapporto di conversione maggiorato di una percentuale compresa tra il 13% ed il 17% rispetto al concambio attuale.

| | | Valore incrementale per ogni azione risp Cat. A - € | |
|------------------------------------|------|--|-------|
| Prezzo azioni ordinarie - € | | 30,21 | 38,83 |
| @ 28 nov 2014 | 2,30 | 13,1x | 16,9x |
| media 6 mesi | 2,28 | 13,3x | 17,0x |

4.3. Analisi di sensibilità dei risultati ottenuti

I risultati discussi in precedenza sugli effetti economici che deriverebbero dal mancato accorpamento delle Azioni Risp A si basano su due passaggi fondamentali:

- 1) l'analisi dei *pay-off* differenziali per le due categorie di Azioni di Risparmio rispetto alle Azioni Ordinarie;
- 2) la stima dell'impatto di tale differenziale di dividendo sul valore comparativo delle Azioni Risp A rispetto alle Azioni Risp B.

I risultati ottenuti permettono di identificare in modo chiaro l'esistenza di un beneficio incrementale per le Azioni Risp A, che dovrebbe trovare corrispondenza in un diverso rapporto di conversione in Azioni Ordinarie rispetto alle Azioni Risp B.

Si ritiene, tuttavia, che le stime possano essere ulteriormente affinate da un punto di vista metodologico e che, inoltre, sia utile effettuare una semplice analisi di sensibilità, per valutare l'impatto di alcuni parametri sul risultato finale della valutazione effettuata. Entrambi gli aspetti verranno brevemente discussi in questo paragrafo.

Stima del differenziale di dividendo tra le Azioni di Risp A e le Azioni Risp B con il metodo Montecarlo.

In precedenza si è assunto, per semplicità, che il dividendo differenziale tra le due categorie di azioni sia sempre pari a 0,0226. Come si è osservato, tale ipotesi è conservativa per la stima del valore delle Azioni Risp A, dato che per importi di dividendi disponibili inferiori a euro 53,9 mln, tale differenziale è superiore (cfr. in particolare il grafico "Differenziale DPS (Risp A- Risp B) - €").

Inoltre, tutte le analisi precedenti non prendono in considerazione il meccanismo del recupero del dividendo garantito, in base al quale se in un esercizio è assegnato alle Azioni di Risparmio un dividendo rispettivamente inferiore ad Euro 6,5 (Cat. A) e al 6,5% della Parità Contabile (Cat. B), la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. Si osserva comunque che questo secondo aspetto è rilevante nel confronto tra azioni Ordinarie e di Risparmio, mentre ha un'importanza marginale nel confronto tra le due categorie di Azioni di Risparmio; anche se le Azioni Risp A sono privilegiate nell'ottenimento del dividendo minimo garantito, il recupero del dividendo da parte delle Azioni Risp B può comunque avvenire nei due esercizi successivi in modo indipendente dai dividendi distribuiti alle Azioni Risp A.

Per tenere conto di tali aspetti nella valutazione dei dividendi attesi per le diverse categorie di azioni si è effettuata una simulazione Montecarlo, basata sui seguenti parametri:

- dividendo atteso pari a Euro 525 milioni. Tale valore si colloca nell'ordine di grandezza dei dividendi medi previsti dagli analisti e degli obiettivi comunicati dalla Società nel piano di integrazione Unipol-Fondiarisai;
- deviazione standard dei dividendi compresa tra 220 e 390 milioni di Euro. Tali valori sono stati ottenuti considerando due diverse stime di rischio:
 - La prima deriva dalla deviazione standard del rapporto annuo tra premi totali e reddito netto per il complesso del settore assicurativo (dati Ania, Appendice statistica 2013), pari al 2,75%.
 - La seconda deriva dalla deviazione standard del rapporto annuo tra premi totali e reddito netto calcolato per Unipol negli anni 2008-13, pari al 4,90%.

Entrambe le stime sono state quindi applicate al volume complessivo dei ricavi attesi (ipotizzato pari a 11 miliardi di Euro, in linea con il volume di attività degli ultimi anni) e al tasso di *pay-out* del 73% (basato sulle previsioni degli analisti).

E' ragionevole ritenere che queste stime rappresentino i limiti inferiore e superiore alla rischio attesa dei dividendi di UnipolSai. I dati di settore infatti, essendo calcolati in modo

aggregato, beneficiano di una naturale diversificazione del rischio specifico delle singole imprese; i dati relativi a Unipol sono invece caratterizzati da una elevata variabilità, caratteristica di un periodo storico molto particolare. Si può, quindi, ritenere che la rischiosità prospettica dei dividendi di UnipolSai sia inclusa entro questi limiti di variabilità.

Una volta stimato il dividendo atteso e la sua variabilità sono stati generati 10.000 scenari, ipotizzando una distribuzione normale. In ogni scenario sono stati quindi identificati i dividendi distribuiti alle diverse classi di azioni; in caso di reddito negativo, è stato considerato il recupero del dividendo garantito per le due classi di azioni di risparmio sino ai due esercizi successivi.

I risultati ottenuti per il dividendo per azione delle tre categorie di titoli sono sintetizzati nella seguente tabella:

| Dividendi attesi | con accorpamento | | | senza accorpamento | | | Variazione | | | Risp A - Risp B | |
|--------------------------------------|------------------|-------------|--------|--------------------|--------|--------|------------|--------|---------|-----------------|------------|
| | Ord | Risp A /100 | Risp B | Ord | Risp A | Risp B | Ord | Risp A | Risp B | con acc. | senza acc. |
| Stime con variabilità aggregato ANIA | 0,1944 | 0,0656 | 0,2240 | 0,1861 | 0,2386 | 0,2157 | -0,0083 | 0,1730 | -0,0083 | -0,1584 | 0,0229 |
| Stime con variabilità Fondiaria-Sai | 0,2171 | 0,0714 | 0,2493 | 0,2078 | 0,2651 | 0,2399 | -0,0093 | 0,1937 | -0,0094 | -0,1779 | 0,0252 |

Come discusso in precedenza, in assenza dell'accorpamento delle Azioni Risp A i dividendi attesi dalle azioni Ordinarie e dalle Azioni Risp B si riducono nella stessa misura (in proporzione alle rispettive medie, del 4,3% e del 3,7%), mentre un impatto estremamente rilevante si osserva per le Azioni Risp A.

Obiettivo principale della simulazione è comunque contenuto nell'ultima colonna della tabella sopra riportata, che evidenzia, nell'ipotesi di assenza di accorpamento, la differenza tra i dividendi attesi delle Azioni Risp A e delle Azioni Risp B. Il valore stimato non si discosta in modo notevole dalla differenza di Euro 0,0226 utilizzata nel paragrafo precedente, che si verificherebbe in caso di distribuzione di un dividendo complessivo almeno pari Euro 53,9 mln.

Nel caso di bassa volatilità dei dividendi (stima storica Ania) la differenza tra i dividendi attesi delle Azioni Risp A e i dividendi delle Azioni Risp B sale da 0,0226 a solo 0,0229 euro (l'incremento è pari allo 0,14%), mentre la differenza diventa più marcata nel caso di alta volatilità (stima storica Unipol), dato che il valore 0,0252 corrisponde ad un incremento dell'1,1%.

Effetti sul rapporto di conversione delle Azioni Risp A vs. Azioni Ordinarie

Passiamo ora ad esaminare la sensibilità dei risultati ottenuti in precedenza – relativi al rapporto di conversione delle Azioni Risp A in Azioni Ordinarie – al variare dei parametri di valutazione rilevanti.

a) differenziale tra i diritti patrimoniali delle due categorie di azioni di risparmio

In precedenza, per calcolare in termini relativi il valore delle Azioni Risp A rispetto alle Azioni Risp B è stata utilizzata la formula

$$P_A = \frac{D_B}{(r - g)} + \frac{d}{r'} = P_B + \frac{d}{r'}$$

Nella quale:

d = differenziale tra il dividendo atteso dell'Azione Risp A e dividendo atteso dell'Azione Risp B.

r' = tasso di capitalizzazione del differenziale

Mantenendo, in prima approssimazione, il tasso di capitalizzazione (r') del differenziale pari a 7,48% (sulla base del CAPM) o 5,82% (rendimento dei titoli perpetui) si avrebbero i seguenti risultati:

| | Costo del capitale CAPM | | | Rendimento dei titoli perpetui | | |
|-----------------------------|----------------------------|---------------|---------------|-----------------------------------|---------------|---------------|
| | Min | Max | Media | Min | Max | Media |
| Volatilità | | | | | | |
| Dividendo differenziale - € | 0,0229 | 0,0252 | 0,0241 | 0,0229 | 0,0252 | 0,0241 |
| Tasso di capitalizzazione | 7,48% | 7,48% | 7,48% | 5,82% | 5,82% | 5,82% |
| Valore incrementale | 0,3062 | 0,3373 | 0,3217 | 0,3935 | 0,4335 | 0,4135 |

Sulla base di queste valutazioni, la stima del valore incrementale di ogni Azione Risp A si modificherebbe in modo apprezzabile rispetto alle stime precedenti (circa dell'11%) solo in presenza di elevata volatilità dei dividendi, simile a quella riscontrata storicamente per Unipol, mentre sarebbe sostanzialmente non modificata in presenza di una bassa volatilità, in linea con i dati aggregati di settore.

Prendendo in considerazione una valutazione intermedia del dividendo differenziale, alla luce della ragionevole aspettativa che in futuro la volatilità attesa converga verso valori più prossimi alla media di settore, si otterrebbero i seguenti risultati:

| | Valore incrementale per azione Cat. A - € | |
|------------------------------------|--|-------|
| Prezzo azioni ordinarie - € | 32,17 | 41,35 |
| @ 28 nov 2014 | 2,30 | 13,99 |
| Media 6 mesi | 2,28 | 14,11 |

Si può affermare, quindi, che le stime indicate nel Paragrafo 4.2, basate sul semplice differenziale di dividendo in condizione di soddisfacente redditività, sottostima lievemente il valore delle Azioni Risp A, in misura ragionevolmente prossima al 6% e comunque non superiore all'11%.

b) Parametri relativi alla stima del costo del capitale

In merito alla stima del tasso di attualizzazione del differenziale di dividendo, è ragionevole ipotizzare che il tasso di capitalizzazione (r') sia inferiore al tasso di capitalizzazione dei dividendi delle Azioni Risp B (r) stimato sulla base del CAPM.

Peraltro, anche nel contesto del CAPM, diverse stime dei parametri rilevanti potrebbero modificare la valutazione in modo significativo. Tre sono i parametri oggetto di stima:

- Il tasso privo di Rischio (R_f). Le attuali condizioni di mercato, caratterizzate da bassissima inflazione e politiche monetarie espansive, hanno determinato tassi di rendimento sui titoli obbligazionari eccezionalmente bassi, che alcuni operatori potrebbero considerare distorti rispetto alle normali condizioni di funzionamento dei mercati finanziari. Tuttavia, se il tasso *risk free* fosse stimato considerando il rendimento dei Bund Tedeschi a 10 anni alla data del 28 novembre 2014, che rappresentano i titoli obbligazionari più sicuri nell'area Euro, il tasso privo di rischio si ridurrebbe da 2,03% a 0,70%.
- La stima del coefficiente Beta della azioni. In precedenza per il coefficiente beta è stata utilizzata la stima proposta da Bloomberg, pari a 0,99, che deriva dalla relazione tra i rendimenti delle Azioni Risp B e l'indice di mercato negli ultimi 2 anni. Tuttavia, per il settore assicurativo ci si potrebbe attendere un coefficiente beta inferiore a uno, in quanto teoricamente meno soggetto alle fluttuazioni del ciclo economico. Si è, quindi, considerata da un lato la stima del coefficiente beta delle Azioni Risp B su un maggiore orizzonte temporale, a partire dalla prima quotazione, ottenendo un valore pari a 0,89; si è inoltre considerato un campione di imprese assicurative europee (è stato considerato un campione di 15 compagnie europee inclusi i beta delle azioni ordinarie delle due società quotate del Gruppo Unipol, UnipolSai e UGF entrambi con valori superiori alla media) per le quali la media e la mediana sono stabilmente vicine a 0,90. Sulla base di tali considerazioni si è ritenuto opportuno verificare la sensibilità dei risultati ottenuti in precedenza sulla base di questa misura di rischio sistematico.
- La stima del premio per il rischio di mercato ($R_m - R_f$). Il valore ipotizzato in precedenza, pari a 5,5%, non viene modificato, in quanto la stima appare perfettamente in linea con gli standard di mercato (si vede ad esempio Fernandez et al, 2014).

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente:

| TASSO DI ATTUALIZZAZIONE | | | |
|---------------------------------|-------------|-------|-------|
| Risk free rate | R_f | 2,03% | 0,70% |
| | + | | |
| Equity Risk Premium | $R_m - R_f$ | 5,50% | 5,50% |
| | x | | |
| Beta | β | 0,90 | 0,90 |
| | = | | |
| Costo del capitale | K_e | 6,98% | 5,65% |

Queste due stime avvicinano il costo del capitale stimato con il CAPM al rendimento di mercato del prestito obbligazionario subordinato perpetuo emesso il 12 giugno 2014 da UnipolSai. Come si è detto in precedenza, alla data del 28 novembre 2014 il titolo presentava un tasso rendimento di mercato (*yield to maturity*) pari al 5,618% contro un rendimento rilevato sull'intero periodo a partire dalla data di emissione pari al 5,625%.

Si ritiene che questo tasso di capitalizzazione – che ha il pregio di essere stimato in modo oggettivo – debba essere considerato il limite inferiore per il tasso di attualizzazione del differenziale di dividendo; la stima sulla base del CAPM con il tasso *risk free* pari al rendimento dei titoli di Stato tedeschi, pari a 5,65%, è comunque quasi perfettamente allineata con tale valore.

Sulla base di tali ulteriori considerazioni, la stima del valore aggiuntivo delle Azioni Risp A può essere sintetizzata nella seguente tabella:

| | | |
|-----------------------------|---------------|---------------|
| Dividendo differenziale - € | 0,0241 | 0,0241 |
| Tasso di capitalizzazione | 6,98% | 5,65% |
| Valore incrementale | 0,3448 | 0,4259 |

La capitalizzazione del dividendo differenziale “medio” sulla base delle due stime del costo del capitale corrisponde ad un valore incrementale per ogni Azione Risp A (con accorpamento) compreso tra Euro 34,48 e Euro 42,59; considerando il prezzo delle azioni ordinarie alla data del 28 novembre 2014 o la media dei sei mesi precedenti ne deriverebbe quindi un rapporto di conversione con il riconoscimento da un minimo di 15,1 ad un massimo di 18,7 azioni ordinarie in più rispetto a quelle oggi previste dall'attuale rapporto di conversione, pari a 1:100 (con accorpamento).

| | Valore incrementale per azione Cat. A - € | | |
|------------------------------------|--|-------|-------|
| Prezzo azioni ordinarie - € | | 34,48 | 42,59 |
| @ 28 nov 2014 | 2,30 | 14,99 | 18,52 |
| Media 6 mesi | 2,28 | 15,12 | 18,68 |

5. Conclusioni

Sulla base delle analisi svolte e dei commenti esposti nella presente Relazione, a parere del sottoscritto, qualora l'accorpamento delle Azioni Risp A non fosse avvenuto il rapporto di conversione, a parità di altre condizioni, sarebbe compreso tra 1,13 e 1,17 Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp A. Considerando che la metodologia di valutazione principale utilizzata non ha permesso di stimare analiticamente il maggior valore riconoscibile alle Azioni Risp A per il diritto di cumulo dei dividendi e tenendo conto delle ulteriori considerazioni in merito alla stima del costo del capitale, si ritiene corretto – anche alla luce dei risultati dell'analisi di sensibilità – considerare il valore massimo dell'intervallo individuato. Pertanto, nell'ipotesi di accoglimento della domanda giudiziale posta innanzi al Tribunale di Torino nei termini sopra indicati, ad ogni Azione di Risparmio A dovrebbe essere riconosciuto un rapporto di conversione di

117 Azioni Ordinarie per ogni Azione di Risparmio A attualmente in circolazione

ovvero 17 Azioni Ordinarie in più rispetto a quanto proposto dal Consiglio di Amministrazione della Società.

Si pregano i destinatari della Relazione di considerare il sottoscritto a loro completa disposizione per ogni ulteriore chiarimento sul contenuto della stessa e sulle analisi di dettaglio ad essa sottostanti.

5 gennaio 2015



Roberto Barontini
Professore Ordinario di Finanza Aziendale