

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

Parere sul processo di valutazione utilizzato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. per la determinazione del rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in azioni Ordinarie

Integrazione alla Relazione del 5 gennaio 2015

8 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,

il presente documento, ad integrazione della Relazione emessa dal sottoscritto in data 5 gennaio 2015, illustra le analisi e le verifiche effettuate in forza dell'incarico ricevuto in data 22 dicembre 2014 al fine di esprimere un parere professionale sul processo valutativo utilizzato e sui risultati ottenuti dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (di seguito "UnipolSai" o "Società") per la determinazione del rapporto di conversione proposto per le Azioni di Risparmio di Categoria A in nuove Azioni Ordinarie emesse dalla Società, assumendo legittimo l'accorpamento delle Azioni di Risparmio Categoria A a seguito delle deliberazioni assunte in occasione dell'assemblea dei soci del 19.03.2012 e del 27.06.2012.

Il documento è così strutturato:

1. Determinazioni del Consiglio di Amministrazione	3
2. Analisi del processo valutativo adottato dal Consiglio di Amministrazione.....	3
2.1. I contenuti della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione	3
2.2. Considerazioni sul processo valutativo adottato	4
2.3. Rapporti di conversione impliciti nei prezzi di Borsa.....	7
2.4. Impatto della distribuzione dei dividendi sul rapporto di conversione.....	9
3. Analisi complementare alla metodologia utilizzata dal Consiglio di Amministrazione	13
4. Conclusioni	18

1. Determinazioni del Consiglio di Amministrazione

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 conversione 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,
- (iv) non sono previsti conguagli di conversione.

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

2. Analisi del processo valutativo adottato dal Consiglio di Amministrazione

2.1. I contenuti della relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione ha assunto le proprie determinazioni anche sulla base di una "*fairness opinion*" rilasciata da un primario *advisor*, UBS Limited, indipendente e di comprovata professionalità, la quale non è stata resa disponibile né al pubblico, né in modo riservato al sottoscritto.

Da quanto esposto nella Relazione illustrativa del Consiglio Di Amministrazione (Paragrafo 9), redatta ai sensi dell'art. 125-ter del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 e dell'art. 72 del Regolamento Emittenti, il rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio è stato determinato considerando:

- a) le motivazioni sottostanti alla proposta di conversione;
- b) le caratteristiche patrimoniali e amministrative delle Azioni di Risparmio di Categoria A rispetto alle Azioni Ordinarie;
- c) l'andamento delle quotazioni di mercato delle Azioni di Risparmio per ognuna delle due categorie rispetto alle quotazioni di mercato delle Azioni Ordinarie, nell'arco di diversi periodi temporali;
- d) i rapporti di conversione e i premi impliciti in tali rapporti registratisi nelle operazioni similari avvenute nel mercato italiano negli ultimi tempi;

- e) il premio implicito incorporato nei rapporti di conversione proposti rispetto ai prezzi di Borsa delle azioni UnipolSai, considerando diversi orizzonti temporali.

Di seguito saranno riportate alcune analisi e alcune considerazioni con particolare riferimento agli ultimi tre punti (c, d, e).

2.2. Considerazioni sul processo valutativo adottato

La relazione illustrativa predisposta dagli Amministratori contiene un'ampia analisi dell'andamento dei prezzi di Borsa delle tre categorie di azioni, dei rapporti di conversione impliciti negli stessi, nonché dei premi offerti agli azionisti di Risparmio sulla base dei rapporti di conversione proposti.

Nelle proprie analisi, il Consiglio di Amministrazione ha preso a riferimento due date:

- il 28 novembre 2014, ultimo giorno di negoziazione prima dell'annuncio della proposta di conversione delle Azioni di Risparmio A e B;
- il 7 gennaio 2014: la motivazione per aver selezionato tale data risiede nel fatto che il *management* aveva dichiarato che la percorribilità dell'ipotesi di semplificazione del capitale sociale sarebbe stata verificata solo dopo la nascita di UnipolSai, a seguito della fusione avvenuta in data 6 gennaio 2014.

Le analisi sono state basate sia su prezzi puntuali, sia su prezzi medi calcolati su diversi periodi temporali (1 mese, 3 mesi e 6 mesi) rispetto alle date di riferimento considerate, nonché sull'intero periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 e il 28 novembre 2014.

Alcune considerazioni in merito alla metodologia di valutazione

Si ritiene condivisibile la scelta adottata dal Consiglio di Amministrazione di basare le proprie determinazioni prevalentemente sui prezzi di Borsa delle tre categorie di azioni.

Esistono in realtà anche altre metodologie di stima del valore dei titoli azionari, che prescindono dall'osservazione diretta dei valori di mercato dell'azienda oggetto di valutazione. I metodi di valutazione suggeriti dalla dottrina e frequentemente utilizzati nella prassi – in estrema sintesi – possono essere suddivisi in metodi analitici e metodi di mercato. Mentre i primi prendono in considerazione il profilo patrimoniale dell'azienda e/o la sua capacità prospettica di generare reddito o flussi di cassa, ottenendo stime del valore intrinseco del capitale azionario, i secondi si basano, invece, sui prezzi di mercato di un campione di titoli di aziende simili: attraverso l'utilizzo di appositi "multipli", si confronta il loro prezzo di mercato con alcune loro grandezze fondamentali (come il patrimonio netto, l'utile, il fatturato e il risultato operativo), individuate come *value driver* dell'azienda. Sempre tra i metodi di mercato rientra il metodo dei multipli di transazioni comparabili: in questo caso,

il valore dell'azienda viene stimato tramite i multipli calcolati rapportando, anziché la quotazione di borsa di aziende comparabili, il prezzo riconosciuto in transazioni avvenute in assenza di un mercato regolamentato e che hanno avuto per oggetto pacchetti azionari di aziende comparabili a quella valutata.

Nel caso specifico, tuttavia, il processo valutativo non può prescindere dalle caratteristiche dell'operazione oggetto di analisi. L'obiettivo, infatti, è quello di determinare un rapporto di conversione tra azioni di diversa categoria emesse dalla stessa azienda: più propriamente Azioni Risp A e azioni Risp B con Azioni Ordinarie, tutte quotate sul mercato borsistico. Pertanto, risulta prioritario non tanto stimare in modo puntuale il valore dell'intera azienda, ma piuttosto il valore differenziale delle diverse categorie di titoli, che deriva dai diversi diritti amministrativi e patrimoniali che essi attribuiscono ai rispettivi possessori. I prezzi di mercato, quindi, costituiscono in questo caso la fonte informativa più appropriata.

L'effetto del "voting premium" nella valutazione delle azioni ordinarie rispetto alle azioni senza diritto di voto

Come è noto, le azioni di risparmio generalmente garantiscono ai possessori alcuni privilegi patrimoniali a fronte della limitazione del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della società. Di solito, il maggior valore che sarebbe attribuibile alle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie a fronte di un più favorevole trattamento in termini di distribuzione dei dividendi (o di rimborso del capitale in caso di liquidazione), è più che compensato dalla mancanza del valore implicito nel diritto di voto, che è invece riconosciuto alle azioni ordinarie.

In passato le azioni di risparmio erano infatti quotate con un ampio sconto rispetto alle azioni ordinarie, nonostante il privilegio ad esse accordato nella distribuzione dei dividendi; negli ultimi anni tale differenziale si è ridotto – in media – in modo sensibile, anche a seguito del maggior effetto del privilegio nella distribuzione del dividendo garantito alle azioni di risparmio in un contesto di mercato caratterizzato da tassi di rendimento eccezionalmente bassi. Esistono comunque alcuni fattori esplicativi che possono spiegare l'esistenza di un premio più o meno significativo legato al diritto di voto. E' possibile attendersi, infatti, che le azioni di risparmio possano esprimere prezzi "a sconto" o "a premio" rispetto alle azioni ordinarie emesse dalla stessa società a seconda del ciclo economico, della fase di vita che sta attraversando l'azienda e dalla struttura dell'azionariato della stessa. Ad esempio, è ragionevole che, a parità di altre condizioni, il valore attribuibile al diritto di voto delle azioni ordinarie di una società il cui capitale è posseduto per la maggioranza assoluta da un unico azionista possa essere inferiore al valore del diritto di voto delle azioni di una società in cui il capitale è più frazionato e quindi il controllo maggiormente "contendibile". La stessa osservazione può essere valida per una azienda in fase di ristrutturazione, dove spesso è richiesta, per alcune operazioni, l'approvazione dell'assemblea degli azionisti: in tal caso, il valore attribuibile al diritto di voto può assumere un peso maggiore rispetto ad altre fasi di vita dell'azienda. Viceversa è possibile che per una

società che abbia completato un processo di ristrutturazione e per la quale la maggioranza del capitale è saldamente in mano da un unico azionista, i prezzi delle azioni di risparmio possano essere maggiormente allineati rispetto a quelli delle azioni ordinarie (che non incorporano – o lo fanno in misura ridotta – l'eventuale valore del controllo).

Utilizzo dei prezzi di Borsa

Ciò premesso, l'utilizzo concreto dei prezzi di Borsa si fonda sul presupposto che gli stessi possano rappresentare una *proxy* affidabile del valore di un titolo, in presenza di una apprezzabile liquidità.

Sul punto si osserva che le tre categorie di azioni emesse da UnipolSai presentano costanti scambi giornalieri con un discreto indice di *turnover* annuo: nello specifico, nei 12 mesi precedenti la data del 28 novembre 2014 è stato scambiato circa il 115% delle Azioni Ordinarie emesse, circa il 114% delle Azioni Risp A e circa il 48% delle Azioni Risp B. Anche se non si è in presenza di titoli ad elevata liquidità, le statistiche fanno ritenere sufficientemente significativa la dimensione dei volumi di scambio con un *turnover velocity* superiore ai livelli minimi previsti da Borsa Italiana per l'inserimento di un titolo nell'indice FTSE MIB.

In ogni caso, gli Amministratori hanno fornito un'analisi adeguata della dinamica dei prezzi di mercato, prendendo in considerazione prezzi medi calcolati su diversi orizzonti temporali, al fine di garantire un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare dati indicativi di un valore di mercato recente dei titoli oggetto di valutazione.

Inoltre nelle loro valutazioni gli Amministratori hanno analizzato un campione di operazioni di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie avvenute sul mercato italiano negli ultimi 15 anni (dei quali tuttavia non è stata fornita alcuna informazione specifica).

Sul punto si ritiene, come peraltro motivato anche dagli stessi amministratori, che il confronto con altre operazioni di conversione non possa fornire un contributo apprezzabile per via della peculiarità che caratterizza tipicamente ogni singola operazione, attribuibile sia al diverso contenuto dei diritti patrimoniali delle azioni di risparmio emesse da altre società, sia per il diverso ciclo economico e diversa fase della vita di una azienda in cui è avvenuta la conversione delle azioni. Ciò è confermato anche dagli stessi Amministratori, che rilevano una elevata dispersione dei premi impliciti nei rapporti di conversione. In ogni caso l'analisi effettuata degli Amministratori non evidenzia casi di azioni di risparmio convertite in azioni ordinarie in misura superiore a 1:1.

Infine va osservato che nella determinazione dei rapporti di conversione gli Amministratori non hanno tenuto in considerazione, in riferimento alle Azioni Risp A, i possibili effetti che potrebbe avere l'esito del contenzioso in essere presso il Tribunale di Torino.

2.3. Rapporti di conversione impliciti nei prezzi di Borsa

Come si è già detto in precedenza, l'utilizzo dei prezzi di Borsa richiede la ricerca di un equilibrio tra l'obiettivo di mitigare l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri calcolando valori medi su un orizzonte temporale sufficientemente esteso e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente del titolo oggetto di valutazione. Dottrina e prassi professionale suggeriscono a tal proposito di tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di Borsa anche attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

Sulla base di tale premessa sono stati calcolati, in aggiunta all'osservazione dei prezzi puntuali, i prezzi medi e i rapporti di conversione impliciti su diversi orizzonti temporali, considerando in prima battuta come data di riferimento il 28 novembre 2014 (sono stati considerati i prezzi di chiusura forniti da Bloomberg arrotondati alla terza cifra decimale).

Prezzi medi	Ordinarie	Risp A	Risp B	Rapporti di conversione Ord vs	
				Risp A	Risp B
@ 28 novembre 2014	2,300	241,800	2,238	105,13x	0,97x
1 mese	2,151	232,313	2,123	108,00x	0,99x
3 mesi	2,202	228,102	2,175	103,59x	0,99x
6 mesi	2,277	228,288	2,238	100,26x	0,98x
7 gen - 28 nov 2014	2,313	233,137	2,268	100,79x	0,98x
12 mesi	2,290	227,824	2,230	99,49x	0,97x

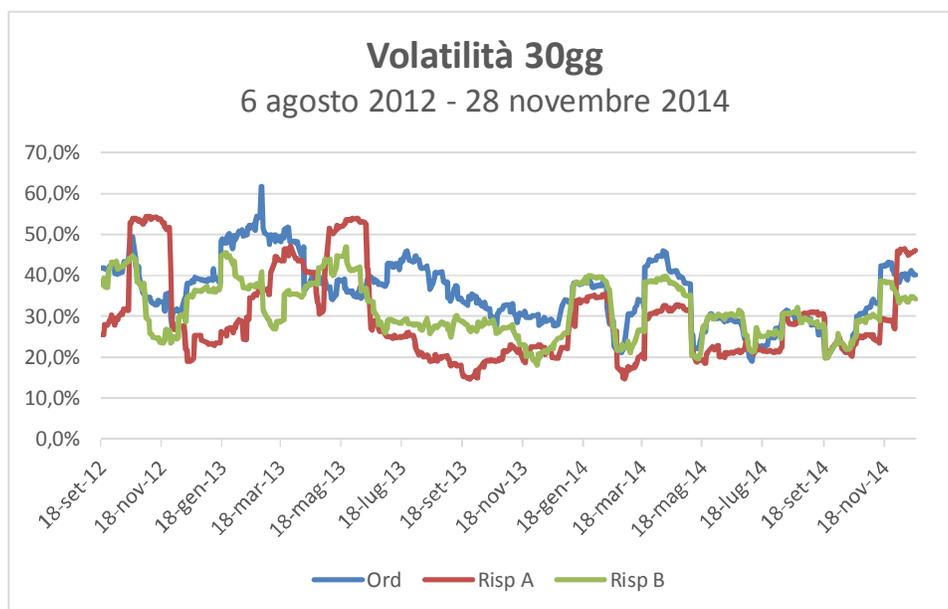
Come si osserva dalla tabella, mentre per la Azioni Risp B il rapporto di conversione implicito nei prezzi di Borsa è sostanzialmente pari a 1:1 qualsiasi sia l'orizzonte temporale preso in considerazione, per le Azioni Risp A si osserva come il rapporto di conversione proposto dagli Amministratori sia inferiore al rapporto di conversione implicito nei prezzi di Borsa più recenti: ad esempio, l'ultimo prezzo precedente la data di annuncio esprime un rapporto di conversione di 105,13, rispetto al quale il rapporto di conversione proposto dagli Amministratori include uno sconto di circa il 5%.

Tuttavia, allargando l'orizzonte temporale si nota come il rapporto implicito nei prezzi di Borsa tende ad allinearsi a quello proposto dagli Amministratori. Ad esempio, con i prezzi medi nei sei e dodici mesi precedenti il 28 novembre, il rapporto di conversione implicito nei prezzi di Borsa è sostanzialmente pari a 100:1.

Le analisi dei prezzi di Borsa già illustrate nella prima parte della Relazione (cfr. Paragrafo 3.4) emessa dal sottoscritto il 5 gennaio 2015 evidenziano, inoltre, come a partire dai primi giorni del 2014, quando la fusione è diventata efficace, il rapporto tra le Azioni Risp A e le Azioni Ord abbia registrato un sensibile incremento avvicinandosi al rapporto di 100:1. E' quindi ragionevole ritenere che, a partire da tale data, il mercato abbia cominciato a ritenere probabile l'ipotesi di conversione ed i prezzi di Borsa hanno cominciato a riflettere tale aspettativa: in precedenza, infatti, il *management* aveva considerato possibile l'ipotesi di semplificazione del capitale sociale solo dopo la nascita di UnipolSai, a seguito, quindi, della fusione avvenuta in data 6 gennaio 2014. Tale interpretazione è supportata

anche dall'andamento della volatilità dei tre titoli azionari: il grafico seguente riporta la deviazione *standard* espressa su base annua dei rendimenti giornalieri, rilevata su un arco temporale di 30 giorni, per il periodo compreso tra il 6 agosto 2012 e il 28 novembre 2014.

Nelle prima parte del periodo osservato, il grafico evidenzia un andamento molto variabile dell'indice di volatilità dei tre titoli, sia come variazione della volatilità per ogni tipologia di azione, sia per la bassa correlazione tra la volatilità delle azioni ordinarie e le due azioni di risparmio (che anche tra di loro sembrano poco legate); nella seconda parte del periodo, a partire dal mese di gennaio 2014, si osserva tuttavia una tendenza alla riduzione dei valori di volatilità, ma soprattutto in questo periodo appare molto più marcata la correlazione tra la volatilità delle tre tipologie di titoli azionari. A conferma di tale tendenza, si rileva inoltre che l'indice di correlazione calcolato tra i rendimenti giornalieri delle Azioni Risp A e delle Azioni Ord nel periodo 7 gennaio -28 novembre 2014 si è incrementato fino a raggiungere il 76%, mentre per lo stesso periodo dell'anno precedente l'indice di correlazione era pari solo al 32%. Con riferimento all'indice di correlazione tra i rendimenti giornalieri delle Azioni Risp B e le Azioni Ord, l'indice calcolato sugli stessi orizzonti temporali è passato dal 78% all'88%.



Sembra ragionevole concludere, quindi, che i prezzi di Borsa delle Azioni di risparmio – ed in particolare delle Risp A – abbiano risentito sin dai primi mesi del 2014 dell'ipotesi di conversione; inoltre la dinamica più recente delle azioni Risp A potrebbe aver riflesso le aspettative di un rapporto di conversione più favorevole a seguito dell'esito del contenzioso in corso presso il Tribunale di Torino (come si è potuto dimostrare nella prima parte della relazione emessa dal sottoscritto il 5 gennaio 2015, qualora l'accorpamento delle Azioni Risp A non avesse avuto luogo, il rapporto di conversione delle stesse sarebbe stato più favorevole rispetto a quello proposto dagli Amministratori).

In sintesi, per una analisi corretta dei rapporti di conversione impliciti nei prezzi di Borsa, si ritiene ragionevole prendere in esame periodi relativamente estesi (es. medie a 6-12 mesi), per compensare l'effetto della elevata volatilità; inoltre, al fine di ridurre l'impatto determinato dalla stessa diffusione delle notizie sulla conversione sul prezzo delle azioni di risparmio, si ritiene condivisibile l'approccio utilizzato dagli Amministratori di prendere a riferimento orizzonti temporali più lontani nel tempo (a partire dal 7 gennaio 2014). Rispetto a questi valori, i rapporti di conversione proposti dagli Amministratori sia per le Azioni Risp A sia per le Azioni Risp B presentano un premio.

2.4. Impatto della distribuzione dei dividendi sul rapporto di conversione

Considerato che la proposta di conversione delle Azioni di Risparmio deliberata dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai acquisterebbe efficacia solo dopo aver distribuito i dividendi a valere sull'utile 2014, si è ritenuto opportuno verificare se la politica di distribuzione dei dividendi può in qualche modo produrre effetti sulla conversione delle Azioni di Risparmio.

Il primo passaggio consiste nello stimare il prezzo teorico delle Azioni Ordinarie post-conversione ignorando – in prima battuta – la distribuzione di dividendi. Considerando il prezzo delle azioni del 28 novembre 2014, si è calcolata la capitalizzazione di Borsa della Società a tale data, la quale, come risulta dalla tabella seguente, è pari a Euro 6.387 milioni.

n. azioni capitale sociale UnipolSai		Prezzo (28nov2014) - €	Market cap - €mln
Azioni Ordinarie	2.275.632.026	2,300	5.234
Azioni Risp A	1.276.836	241,80	309
Azioni Risp B	377.193.155	2,238	844
Totale azioni	2.654.102.017		6.387

Considerando i rapporti di conversione determinati dal Consiglio di Amministrazione (n. 100 nuove Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp A e n. 1 nuove Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp B), il numero di Azioni Ordinarie che comporranno il capitale sociale post conversione è pari a 2.780.508.781, come risulta dalla tabella seguente.

n. azioni capitale sociale UnipolSai - post conversione	
Azioni Ordinarie	2.275.632.026
Azioni Risp A (conconvertite)	127.683.600
Azioni Risp B (conconvertite)	377.193.155
Totale azioni	2.780.508.781

Dividendo la capitalizzazione di Borsa per il numero di Azioni Ordinarie post conversione si ottiene il prezzo teorico delle Azioni Ordinarie post conversione, pari a Euro 2,297.

Nella tabella seguente, si riportano i prezzi teorici impliciti nei rapporti di conversione. Considerando che ad ogni Azione Risp A saranno riconosciute 100 nuove Azioni Ordinarie dal valore teorico di Euro 2,297, si è calcolato il valore delle Azioni Risp A implicito in tale rapporto di conversione.

Calcolo dei prezzi teorici post conversione	Prezzo implicito - €	Prezzo (28nov2014) - €	Premio (sconto)
Azioni Ordinarie	2,297	2,300	-0,13%
Azioni Risp A (concambiate)	229,7	241,80	-5,00%
Azioni Risp B (concambiate)	2,297	2,238	2,64%

Dalla tabella si osserva che rispetto ai prezzi di Borsa del 28 novembre 2014, i rapporti di conversione incorporano uno sconto del 5,00% con riferimento alle Azioni Risp A e un premio del 2,64% con riferimento alle Azioni Risp B. Tali risultati sono in linea con i premi e gli sconti calcolati dagli Amministratori (cfr. Paragrafo 9.2 della Relazione Illustrativa). Si osserva, altresì, che la conversione produce, rispetto ai prezzi del 28 novembre 2014, un lieve effetto diluitivo delle Azioni Ordinarie, poiché il premio riconosciuto alle Azioni Risp B – considerata la maggiore capitalizzazione ad esse attribuita – assume un peso maggiore rispetto allo sconto per le Azioni Risp A.

Successivamente si è ripetuto lo stesso esercizio ipotizzando la distribuzione di dividendi: considerando le stime fornite dagli analisti relative al dividendo per azione atteso sull'utile 2014 (fonte: Bloomberg Professional), si è calcolato il monte dividendi corrispondente, pari a Euro 460 milioni. Da qui si è derivato il valore della capitalizzazione di mercato *ex dividend*, pari a Euro 5.927 milioni (ovvero 6.387 – 460 Euro milioni).

n. azioni capitale sociale UnipolSai	DPS - €	Dividendi - €mln
Azioni Ordinarie	0,166	378
Azioni Risp A	6,500	8
Azioni Risp B	0,195	74
Totale azioni		460

Dividendo la capitalizzazione di Borsa *ex dividend* per il numero di Azioni Ordinarie post conversione (2.780.508.781), si è ottenuto il prezzo teorico per Azione Ordinaria *ex dividend* e post conversione, pari a Euro 2,132 (ovviamente inferiore rispetto a 2,297 calcolato in precedenza).

Sulla base di queste informazioni è stato calcolato il valore teorico per le Azioni Risp A e le Azioni Risp B impliciti nei rapporti di conversione proposti dal Consiglio di Amministrazione.

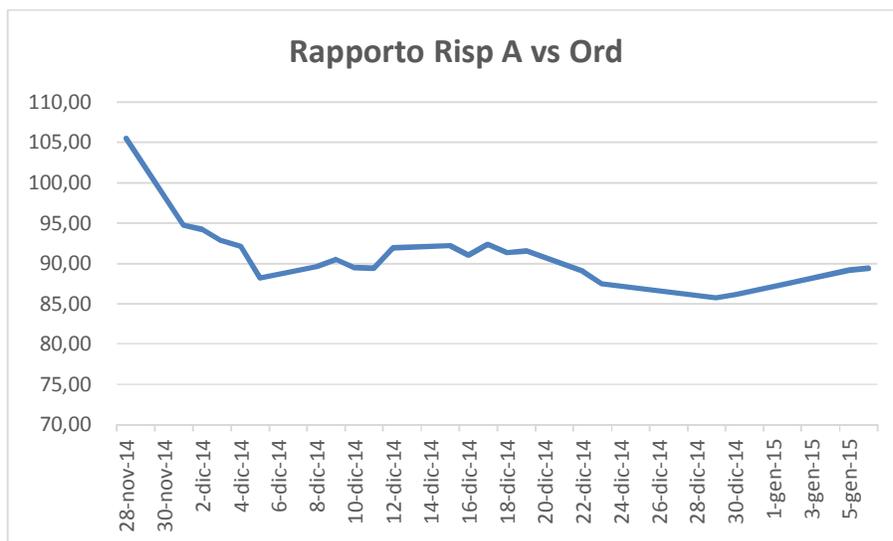
Calcolo dei prezzi teorici post conversione	Dividendo - €	Prezzo		Prezzo (28nov2014) - €	Premio (sconto)	Rapporto di conversione adj
		Teorico Ord ex dividend - €	Prezzo implicito - €			
Azioni Ordinarie	0,166	2,132	2,298	2,300	-0,09%	
Azioni Risp A	6,500	213,20	219,70	241,80	-9,14%	95,5x
Azioni Risp B	0,195	2,132	2,327	2,238	3,98%	1,0x

Il prezzo implicito per le Azioni Risp A è stato calcolato sommando il valore del dividendo atteso per tali azioni (Euro 6,5) e il valore teorico delle Azioni Ordinarie *ex dividend* ricevute in conversione (Euro 213,30).

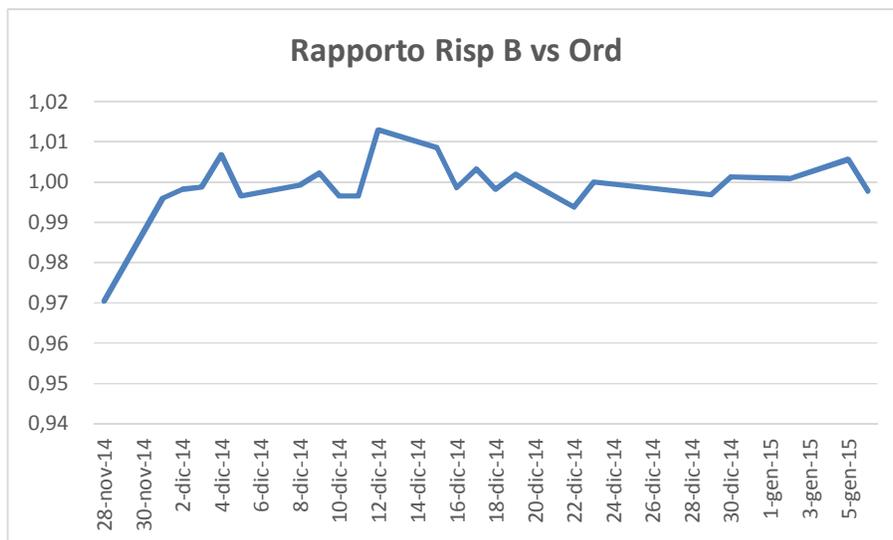
Come si osserva dalla tabella precedente, il prezzo teorico delle Azioni Risp A implicito nel rapporto di conversione presenta uno sconto del 9,14% rispetto al prezzo del 28 novembre 2014, mentre per le Azioni Risp B si rileva un premio del 3,98%. Si osserva, altresì, che il rapporto di conversione aggiustato per l'effetto dei dividendi è pari a 95,5 nuove Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp A (rapporto tra prezzo implicito delle Azioni Risp A e prezzo delle azioni Ordinarie al 28 novembre 2014), mentre risulta invariato il rapporto di conversione delle Azioni Risp B.

Ripetendo lo stesso esercizio con i prezzi delle azioni rilevati ad una diversa data di riferimento si può dimostrare che per l'effetto dei dividendi i premi impliciti nel rapporto di conversione determinato dagli Amministratori per le Azioni Risp A risultano più bassi rispetto a quelli indicati dagli stessi Amministratori: ad esempio, se si prendono a riferimento i prezzi delle azioni al 7 gennaio 2014, secondo le elaborazioni effettuate dagli Amministratori il premio implicito nel rapporto di conversione delle Azioni Risp A è pari a 27,85% (cfr. Paragrafo 9.2 della Relazione Illustrativa), considerando l'effetto dei dividendi tale premio si riduce a 19,76%.

L'andamento dei prezzi di Borsa nei giorni successivi all'annuncio della proposta di conversione delle Azioni di Risparmio, avvenuto in data 28 novembre 2014, può fornire una conferma a tale analisi: si osserva infatti che, mentre il prezzo delle Azioni Risp B si è perfettamente allineato al rapporto di conversione, il prezzo delle Azioni Risp A nei primi due giorni successivi alla comunicazione si è ridotto, in rapporto con il prezzo delle Azioni Ordinarie, verso valori compresi tra 94 e 95. Successivamente il rapporto si è posizionato intorno a 90.



Il differenziale tra il rapporto di conversione proposto per le Azioni Risp A ed il rapporto di conversione implicito nei prezzi di Borsa successivamente alla data di annuncio potrebbe essere quindi spiegato in parte dall'effetto dei dividendi ed in parte dall'incertezza sull'esito positivo della conversione per questa categoria di azioni.



In sintesi, sulla base delle analisi svolte si rileva che la politica di dividendi che la società potrebbe adottare a valere sull'utile 2014 avrebbe un'influenza sul rapporto di conversione effettivo delle Azioni Risp A: un maggiore *pay-out* alle Azioni Ordinarie renderebbe meno conveniente – a parità di altre condizioni – la conversione in Azioni Ordinarie, in quanto gli azionisti di Risparmio A ricevono Azioni Ordinarie "ex dividend" ma non beneficiano del maggiore flusso di cassa, dato che le regole sulla ripartizione dei dividendi limitano di fatto a Euro 6,5 per Azione Risp A. Diversa invece la situazione per

le Azioni Risp B, per le quali non si rilevano invece impatti rilevanti sul premio o lo sconto legato alla conversione dato che il dividendo distribuito – come analizzato nel dettaglio nella prima parte della relazione, emessa dal sottoscritto il 5 gennaio 2015 – è quasi perfettamente correlata con la distribuzione di competenza degli azionisti ordinari.

3. Analisi complementare alla metodologia utilizzata dal Consiglio di Amministrazione

In presenza di stime dei dividendi fornite dagli analisti per le Azioni Ordinarie, si è ritenuto opportuno effettuare una analisi sui valori fondamentali delle tre categorie di azioni mediante l'utilizzo del *Dividend Discount Model*.

Il metodo si fonda sull'attualizzazione di dei flussi di cassa (in tal caso dividendi) prospettici ed è espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n D_i(1+r)^{-i} + TV(1+r)^{-n}$$

dove:

W = valore attuale dell'azienda o del titolo a seconda se si considera il monte dividendi o il dividendo per azione,

D_i = dividendo atteso relativo all'anno i -esimo,

n = ultimo anno di previsione esplicita dei dividendi

r = tasso di attualizzazione

TV = *Terminal Value*, valore attuale di una rendita perpetua corrispondente al dividendo normalizzato sostenibile nel lungo termine. In formula:

$$TV = \frac{D_n(1+g)}{(r-g)}$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo termine.

Nel caso specifico il metodo presenta alcuni limiti di applicazione. Infatti come si è detto in precedenza la principale caratteristica delle Azioni di Risparmio risiede nell'attribuzione di alcuni privilegi patrimoniali a fronte della limitazione di alcuni diritti amministrativi (espressi sostanzialmente del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie). Il metodo di valutazione permette, da una parte, di valorizzare la componente attribuibile ai privilegi patrimoniali delle Azioni di Risparmio, sia considerando direttamente i dividendi aggiuntivi che esse garantiscono rispetto alle Azioni Ordinarie, sia tramite un diverso tasso di attualizzazione che sconta un profilo di rischio inferiore che può derivare

dal dividendo minimo garantito, dal diritto di cumulo in caso di mancata distribuzione di dividendi in un esercizio e dalla priorità nella distribuzione del capitale in caso di liquidazione della società. D'altra parte, il metodo in questione non permette invece di stimare la componente di valore attribuibile ai diversi diritti amministrativi che le tre categorie di azione attribuiscono ai possessori.

Tuttavia, come si dirà più avanti, con particolare riferimento alle Azioni Risp A il metodo può fornire un contributo sostanziale nel valutare la congruità economica del rapporto di conversione proposto dagli Amministratori.

Stima dei dividendi attesi

Nell'applicazione del DDM sono state considerate le stime fornite dagli analisti relative ai dividendi delle Azioni Ordinarie, sulla base delle quali si sono stimati i dividendi attesi per le Azioni di Risparmio tenendo conto delle previsioni statutarie.

DPS - €	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Azioni Ordinarie	0,166	0,161	0,168	0,196	0,202
Azioni Risp A	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
Azioni Risp B	0,196	0,191	0,197	0,225	0,231

Nel dettaglio, per i dividendi a valere sull'utile 2014, 2015 e 2016 sono state utilizzate le stime fornite da Bloomberg Professional, le quali rappresentano la media delle previsioni fornite da 8 analisti, mentre per gli anni 2017 e 2018 sono state considerate le stime fornite da Goldman Sachs (cfr. Analyst Report del 19 novembre 2014).

Stima del tasso di attualizzazione

Con riferimento al tasso di attualizzazione, sulla base di quanto già argomentato nella relazione emessa dal sottoscritto in data 5 gennaio 2014, è stata considerata una diversa stima per ogni categoria di azioni utilizzando il *Capital Asset Pricing Model*. Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato stimato considerando per ogni categoria di azioni il Beta fornito da Bloomberg.

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE				
		ORD	Risp B	Risp A
Risk free rate	R_f	2,03%	2,03%	2,03%
	+			
Equity risk premium	$R_m - R_f$	5,50%	5,50%	5,50%
	x			
Beta	β	<u>1,08</u>	<u>0,99</u>	<u>0,67</u>
	=			
Costo del capitale	K_e	7,97%	7,48%	5,70%

Fonte: Bloomberg: Update al 28 novembre 2014

Con riferimento ai parametri selezionati alla base del CAPM per la stima del costo del capitale, si rinvia alla prima parte della Relazione presentata il 5 gennaio 2015. Nel caso specifico, data la finalità comparativa dell'esercizio di valutazione che si andrà ad illustrare di seguito, si ritengono valide le stime di Beta rilevate da Bloomberg per le tre categorie di azioni sugli ultimi due anni. Invece con riferimento al tasso *risk free*, come illustrato di seguito, è stata svolta una analisi di sensibilità.

Dalla tabella si può osservare che le Azioni di Risparmio presentano un profilo di rischio sistematico (espresso dal Beta) più contenuto rispetto alle Azioni Ordinarie. Ciò risulta coerente con i privilegi patrimoniali che attribuiscono ai possessori le due categorie di Azioni di Risparmio rendendoli di fatto dei titoli meno rischiosi rispetto alle Azioni Ordinarie. E', peraltro, ragionevole che le Azioni Risp A presentino un profilo di rischio più contenuto rispetto alle Azioni Risp B per i motivi di cui si è detto nella prima parte della Relazione presentata in data 5 gennaio 2015.

Peraltro, sul punto si osserva che il tasso stimato con il CAPM per le Azioni Risp A si colloca nell'ordine di grandezza del rendimento del *bond* perpetuo emesso dalla stessa UnipolSai (cfr. Paragrafo 4.2 della Relazione del 5 gennaio 2015). Effettivamente, come già argomentato, le Azioni Risp A riconoscono un dividendo sensibile all'andamento degli utili della Società solo per importi estremi ovvero inferiori a Euro 8,3 mln e superiori a Euro 3.468 mln, rendendo il profilo di rendimento dell'azione assimilabile a quello di un *bond*.

Assunzioni alla base dell'applicazione del DDM

L'applicazione del DDM si è basata sull'assunzione che l'azienda abbia raggiunto uno stato di maturità dopo il periodo di previsione esplicita, tale per cui esiste una convergenza tra la redditività degli utili reinvestiti e il costo del capitale di rischio ($ROE = r$) ed è ragionevole assumere un tasso di crescita (g) di lungo termine nullo. Come illustrato in precedenza tale variabile incide sulla stima del *Terminal Value*.

Come si vedrà più avanti, tale assunzione risulta prudente per la stima del valore delle Azioni Ordinarie soprattutto nell'ambito di un processo valutativo comparativo, in particolare rispetto alle Azioni Risp A. Infatti va tenuto conto che, come si vedrà, il dividendo sostenibile di lungo termine – assunto nella stima del *Terminal Value* – è coerente con una capacità reddituale dell'azienda prossima a quella attualmente raggiunta (utile atteso per il 2018 pari a Euro 741 mln – cfr. *Analyst Report* di Goldman Sachs del 18 novembre 2014). Pertanto se da una parte è ragionevole ipotizzare una crescita nulla dopo che l'azienda abbia raggiunto una fase di maturità, dall'altra non si può escludere la possibilità che gli utili possano continuare a crescere e di conseguenza anche i dividendi. Assumendo un tasso di crescita nullo, di fatto, non viene valorizzato il potenziale di crescita degli utili (per importi oltre Euro 741 mln) e quindi dei dividendi delle Azioni Ordinarie per gli anni successivi al 2018. Avendo analizzato i *pay-off* delle diverse categorie di azioni emesse da UnipolSai, si osserva che la possibilità che le Azioni Risp A distribuiscano dividendi crescenti esiste solo per utili attesi della società superiori a Euro 3.468 mln (ipotesi ritenuta abbastanza remota).

Va, tuttavia, tenuto in considerazione che in presenza di tassi di attualizzazione nominali e di un tasso reale di crescita nullo, il tasso "g" da utilizzare per la stima del *Terminal Value* eguaglia il tasso di inflazione attesa. Dati i *pay-off* dei dividendi delle tre categorie di azioni, tale assunto è valido per i dividendi delle Azioni Ord e le Azioni Risp B, ma non per le Azioni Risp A (per le quali il dividendo sarà sempre costante entro i limiti sopra esposti). Pertanto, come si vedrà, la scelta di considerare – per semplicità – un tasso di crescita comunque nullo, nell'analisi comparativa svolta determina una sottostima del valore delle azioni Ordinarie e di Risp B e quindi un rapporto di conversione più favorevole per Azioni Risp A.

Valutazioni

Sulla base di quanto premesso è stato stimato il valore attuale dei dividendi attesi delle tre categorie di azioni considerando il pagamento dei dividendi il 22 maggio di ogni anno.

Le tabelle seguenti evidenziano i dettagli dell'applicazione del DDM per le tre categorie di azioni.

DDM - Ordinarie (€)	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e	TV
DPS	0,166	0,161	0,168	0,196	0,202	3,042
t	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
<i>discount factor</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	
Valore attuale dividendi	0,16	0,15	0,14	0,16	0,15	
Somma dividendi attualizzati	0,76					
<i>Terminal Value</i> attualizzato	<u>2,28</u>					
Valore attuale	3,04					

DDM - Risp A (€)	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e	TV
DPS	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	148,79
t	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
<i>discount factor</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	
Valore attuale dividendi	6,37	6,10	5,85	5,60	5,37	
Somma dividendi attualizzati	29,28					
<i>Terminal Value</i> attualizzato	<u>122,84</u>					
Valore attuale	152,12					

DDM - Risp B (€)	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e	TV
DPS	0,196	0,191	0,197	0,225	0,231	3,765
t	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
<i>discount factor</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	
Valore attuale dividendi	0,19	0,17	0,17	0,18	0,18	
Somma dividendi attualizzati	0,89					
<i>Terminal Value</i> attualizzato	<u>2,88</u>					
Valore attuale	3,78					

Sintesi dei risultati

L'applicazione del DDM ha portato ad una stima dei seguenti valori per le tre categorie di azioni:

- Euro 2,53 per ogni Azione Ordinaria,
- Euro 117,39 per ogni Azione Risp A,
- Euro 3,11 per ogni Azione Risp B.

Valore per azione (€)	Ordinarie	Risp A	Risp B	Risp A vs Ord	Risp B vs Ord
DDM	2,53	117,39	3,11	46,3x	1,2x

Confrontando i valori ottenuti si ottengono i seguenti rapporti di conversione:

- 46,3 Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp A,
- 1,2 Azioni Ordinarie per ogni Azione Risp B.

Tenuto conto delle considerazioni già effettuate sui parametri utilizzati alla base del CAPM per la stima del tasso di attualizzazione (cfr. Paragrafo 4.3 della Relazione emessa il 5 gennaio 2015), è stata svolta una analisi di sensibilità considerando come tasso *risk free* il rendimento dei titoli di stato tedeschi, al fine di valutare la variabilità dei risultati ottenuti. L'utilizzo di un tasso di attualizzazione più basso non modifica sostanzialmente le conclusioni dell'analisi, confermando da una parte il rapporto di 1,2:1 per le Azioni Risp B e stimando un rapporto di 50:1 per le Azioni Risp A.

In sintesi, i risultati ottenuti dall'analisi sopraesposta vanno interpretati alla luce dei limiti e delle assunzioni poste alla base della metodologia utilizzata.

Con riferimento alle Azioni Risp B si può osservare quanto segue:

1. L'assunzione di un tasso di crescita (*g*) di lungo termine nullo sia per i dividendi delle Azioni Ordinarie sia per i dividendi delle Azioni Risp B, considerato il *pay-off* delle due categorie di azioni, risulta del tutto neutrale se si considerano le valutazioni in termini comparativi;
2. Il DDM come illustrato in precedenza non permette di stimare il valore attribuibile al diritto di voto. La valutazione delle Azioni Risp B basata sull'attualizzazione dei dividendi esprime una stima maggiore del 20% rispetto alle Azioni Ordinarie. Tale valore può ragionevolmente essere considerato totalmente assorbito dal valore attribuibile al diritto di voto che invece deve essere riconosciuto alle Azioni Ordinarie.

Pertanto sulla base di tali considerazioni il rapporto di conversione di 1:1 proposto dal Consiglio di Amministrazione è ritenuto coerente con le stime risultanti dall'applicazione del DDM.

Invece con riferimento alle Azioni Risp A se si considera che:

1. L'assunzione di un tasso di crescita (*g*) di lungo termine nullo sia per i dividendi delle Azioni Ordinarie sia per i dividendi delle Azioni Risp A, dato il *pay-off* delle due categorie di azioni, risulta penalizzante per le Azioni Ordinarie se si considerano le valutazioni in termini comparativi;
2. Il DDM non permette di stimare il valore attribuibile al diritto di voto delle Azioni Ordinarie;

il rapporto di conversione derivante dell'applicazione del DDM, nonostante le assunzioni più favorevoli per le Azioni Risp A, è sensibilmente inferiore al rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione, facendo, quindi, risultare quest'ultimo conveniente, sotto il profilo economico, ai possessori di Azioni Risp A.

4. Conclusioni

Sulla base delle analisi svolte, si è potuto rilevare che:

1. Il Consiglio di Amministrazione ha basato le proprie determinazioni prevalentemente sui prezzi di Borsa delle tre categorie di azioni emesse da UnipolSai, focalizzando l'attenzione anche sulle quotazioni relative ad orizzonti temporali precedenti la data del 7 gennaio 2014;

2. Le analisi del Consiglio di Amministrazione non tengono conto per la determinazione del rapporto di conversione delle Azioni Risp A dei possibili effetti che potrebbe avere il contenzioso avviato presso il Tribunale di Torino;
3. La distribuzione di dividendi alle Azioni Ordinarie prima della conversione delle Azioni di Risparmio influenza negativamente i premi impliciti nel rapporto di conversione proposto per le Azioni Risp A e di conseguenza impatta negativamente sull'effettivo valore di conversione;
4. L'analisi di supporto svolta in questo documento con l'utilizzo del *Dividend Discount Model*, evidenzia un rapporto di conversione per le Azioni Risp A sensibilmente inferiore a quello proposto dagli Amministratori.

Sulla base dello Statuto sociale vigente ed assumendo quindi sia legittimo l'accorpamento delle Azioni di Risparmio Categoria A a seguito delle deliberazioni assunte in occasione dell'assemblea dei soci del 19.03.2012 e del 27.06.2012, tenuto conto di quanto rilevato e dei commenti esposti nella presente relazione, a parere del sottoscritto la metodologia utilizzata dagli Amministratori a supporto della determinazione dei rapporti di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie è adeguata nella circostanza.

Le verifiche e i risultati delle analisi di supporto svolte dal sottoscritto confermano, quindi, la validità delle determinazioni degli Amministratori, ritenendo congruo da un punto di vista economico per i possessori Azioni Risp A il rapporto di conversione proposto.

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.

8 gennaio 2015



Roberto Barontini
Professore Ordinario di Finanza Aziendale