

COMUNICATO STAMPA

Milano, 29 giugno 2012

Premafin Finanziaria S.p.A. Holding di Partecipazioni, in relazione al comunicato stampa diramato ad esito della odierna seduta del Consiglio di Amministrazione, sentita la CONSOB, provvede alla diffusione al mercato dei seguenti documenti:

- copia della relazione illustrativa alla nota richiesta di convocazione di assemblea straordinaria trasmessa in data 29 giugno 2012 da parte del Custode Giudiziale (il “**Custode**”) delle azioni Premafin Finanziaria intestate direttamente ed indirettamente al THE HERITAGE TRUST ed al THE EVER GREEN SECURITY TRUST che contiene, in allegato, *opinion* predisposta dalla società di consulenza Vitale & Associati S.p.A., su richiesta di Sator e Palladio;
- copia della comunicazione ricevuta in data 28 giugno 2012 da parte di Unicredit S.p.A. in qualità di banca agente del finanziamento in pool Premafin in merito al comunicato stampa diramato da Premafin in data 26 giugno 2012 avente ad oggetto la nota richiesta di convocazione di assemblea straordinaria da parte del Custode;
- Copia della lettera ricevuta in data odierna da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A in risposta alla comunicazione di Premafin del 26 giugno 2012 relativa alla nota richiesta di convocazione di assemblea straordinaria da parte del Custode.

Copia dei predetti documenti saranno inoltre resi disponibili sul sito di Premafin www.premafin.it

Rapporti con gli Azionisti

Annalisa Romano

Tel. +39 02-66.704.829

affari.societari@premafihp.it

Ad Hoc Communication Advisor

Sara Balzarotti

Mob. +39 335-1415584

Pietro Cavalletti

Mob. +39 335-1415577

PREMAFIN FINANZIARIA – S.p.A. HOLDING DI PARTECIPAZIONI

Sede Legale: Via Guido d'Arezzo 2 – 00198 Roma – Tel. 06.8412627 – Fax 06.8412631 – Sede Secondaria: Via Daniele Manin 37 – 20121 Milano – Tel. 02.667041 – Fax 02.66704832

Cap. Soc. €410.340.220 int. vers. – N. Registro Imprese e Codice Fiscale 07416030588 – P. IVA 01770971008 – R.E.A. n. 611016



GRUPPO LIGRESTI

EDOARDO RICCI
 — AVVOCATI —

AVV. PROF. EDOARDO RICCI
 SOCIO FONDATORE

AVV. ALESSANDRO DELLA CHIA LL.M.

AVV. ROBERTO MARINONI

AVV. NICCOLÒ NISIVOCIA

AVV. GIOVANNI RICCI

AVV. MATTEO SPATARO

AVV. FRANCESCA KING

AVV. VERONICA CASCAVILLA

AVV. GABRIELE PRENNA

AVV. GIULIA CORSI

AVV. CESARINA CERBONI

AVV. VALENTINA GISMONDI

AVV. GIACOMO DONATI

AVV. SIMONETTA VINCRE

RA SABINE REINELT

AVV. SALVATORE BRUNO AMATO

AVV. GIULIA DI BELLA

AVV. ROSALBA D'ANGELO

AVV. GIUSEPPE VALVO (*)

AVV. STEFANO BONA (*)

Milano, 29 giugno 2012

Anticipata per telefax

02-66704832

Segue raccomandata a.r.

Gentile Signora
 Giulia Maria Ligresti
 Presidente del Consiglio di
 Amministrazione
 c/o Premafin Finanziaria S.p.A.
 Via Daniele Manin 37
20121 Milano

Anticipata per telefax

02-66704832

Segue raccomandata a.r.

Gentili Signori
 Carlo Amisano, Giuseppe Colombo,
 Giuseppe de Santis, Riccardo Flora,
 Filippo Garbagnati, Gualtiero
 Giombini, Antonino Geronimo La
 Russa, Giuseppe Lazzaroni, Samanta
 Libro, Luigi Reale,
 Ernesto Vitiello, Mario Zanone Poma
 Consiglieri di Amministrazione
 c/o Premafin Finanziaria S.p.A.
 Via Daniele Manin 37
20121 Milano

Anticipata per telefax

02-66704832

Segue raccomandata a.r.

Spettabile

Premafin Finanziaria S.p.A.
Via Daniele Manin 37
20121 Milano

Alla c.a. del Presidente
del Consiglio di Amministrazione

Anticipata per telefax
02-6555502
Segue raccomandata a.r.

Egr. sig.
Dott. Vittorio De Cesare
Presidente del Collegio Sindacale di
Premafin Finanziaria S.p.A.
Viale Tunisia 29
20124 Milano

Anticipata per telefax
06-5914282
Segue raccomandata a.r.

Egr. sig.
Dott. Antonino D'Ambrosio
Sindaco di Premafin Finanziaria S.p.A.
Via del Caucaso 49
Roma

Anticipata per telefax
06-5914282
Segue raccomandata a.r.

Egr. sig.
Dott. Stefano Conticello
Sindaco di Premafin Finanziaria S.p.A.
Via del Caucaso 49
Roma

Oggetto: Relazione conseguente alla richiesta di convocazione di assemblea

Gentili Signori,

scrivo la presente nella mia qualità di custode giudiziale delle azioni Premafin Finanziaria intestate direttamente ed indirettamente al *The Heritage Trust* (pari al 12,149% del capitale sociale) ed al *The Ever Green Security Trust* (pari al 7,845% del capitale sociale), sottoposte a sequestro preventivo penale in data 19 aprile 2012, a fronte della mia nomina intervenuta in data 21 giugno 2012.

Faccio seguito alla mia precedente comunicazione in data 26 giugno 2012, con la quale è stata richiesta la convocazione dell'assemblea straordinaria della Società per trasmettere, incorporandola nel testo della presente, la relazione sulla proposta concernente la materia da trattare, vale a dire:

“1) riesame ed eventuale revoca della delibera di aumento di capitale assunta dall'assemblea straordinaria di Premafin Finanziaria s.p.a. in data 12 giugno 2012”.

1.- Nella richiesta di convocazione il sottoscritto ha fatto presente che, in presenza di due offerte aventi ad oggetto la ricapitalizzazione del Gruppo (una presentata da Unipol Gruppo Finanziario (Unipol) e l'altra dalla cordata “Sator-Palladio” (Sator)), non constava che l'assemblea del 12 giugno 2012 fosse stata posta nelle condizioni di effettuare una comparazione tra le due offerte nella prospettiva della migliore valorizzazione della partecipazione di Premafin in FonSai (ed in ogni caso nella prospettiva della migliore valorizzazione della partecipazione di ciascun azionista in Premafin). Dal punto di vista strutturale (semplificando con ciò enormemente un'operazione assai complessa e quindi con tutti i limiti di una tale semplificazione), l'offerta Unipol proponeva una ricapitalizzazione diretta di Premafin (sia pure con mezzi successivamente destinati a FonSai), mentre l'offerta Sator prevedeva una ricapitalizzazione di FonSai e dunque un effetto di prospettica valorizzazione indiretta di Premafin, tramite l'auspicato apprezzamento della partecipazione in FonSai. Al sottoscritto non consta che siano stati (quantomeno adeguatamente) comparati gli effetti delle due offerte *tout court* per gli azionisti di FonSai, determinandone quindi le ricadute su Premafin.

Il sottoscritto ha preso atto che, in data 28 giugno 2012, l'offerta Sator (in precedenza scaduta) è stata reiterata. Il tema della comparabilità delle offerte non si pone dunque più dal punto di vista solo teorico, al fine di apprezzare (se del caso) eventuali responsabilità e/o vizi della deliberazione, ma anche dal punto di vista pratico, potendosi oggi nuovamente considerare quale delle due alternative sia concretamente preferibile per gli azionisti di Premafin.

Il sottoscritto ha ricevuto nel frattempo un documento proveniente dal consulente finanziario Vitale & Associati, datato 25 giugno 2012 ed allegato alla presente relazione (“Opinione”). L'Opinione (pur nella consapevolezza che è stata commissionata da Sator) conclude, con sufficiente chiarezza, nel senso della sostanziale preferibilità per gli azionisti FonSai dell'offerta Sator. Non consta che gli azionisti Premafin siano stati adeguatamente ragguagliati sulle ragioni, per le quali l'offerta Unipol sarebbe stata per i medesimi preferibile; ed in ogni caso pare necessario e comunque opportuno che ciò avvenga. E' quindi opinione del sottoscritto che il riesame della deliberazione precedentemente assunta sia ampiamente giustificato dalla reiterazione dell'offerta Sator, anche alla luce delle argomentazioni contenute nell'Opinione. Si ritiene infatti che i soci di Premafin non abbiano in precedenza potuto esprimere un consenso sufficientemente informato (anche in ragione dell'esistenza di possibili conflitti di interessi, su cui brevemente *infra*); e si ritiene necessario e comunque opportuno che possano esprimerlo adesso.

In estrema sintesi, secondo quanto prospettato nell'Opinione, l'offerta Sator (oggi nuovamente attuale) consentirebbe:

- a) l'incameramento di un premio di controllo in favore di tutti gli azionisti FonSai;
- b) un assetto azionario di FonSai contendibile, con conseguenti maggiori possibilità di realizzo della partecipazione di Premafin in FonSai, a vantaggio dei creditori e dei soci di quest'ultima;
- c) una ridotta dimensione degli impegni finanziari richiesti agli azionisti di FonSai rispetto all'offerta Unipol;
- d) un minore fattore di diluizione degli azionisti FonSai;
- e) l'eliminazione di una serie di potenziali conflitti di interesse presenti nell'offerta Unipol per via della coesistenza di attività in competizione all'interno ed all'esterno della operazione sottoposte al controllo della stessa Unipol;
- f) l'eliminazione delle implicazioni negative collegate alla necessità, imposta dall'autorità *antitrust*, di procedere a dismissioni di rilevanti attività.

Ad avviso del sottoscritto non consta che i profili sopra indicati siano stati adeguatamente considerati nel contesto della precedente deliberazione assembleare. Tali profili, singolarmente considerati ed ancor più a fronte della reiterazione dell'offerta Sator, rendono opportuno il riesame della delibera adottata in data 12 giugno 2012, nella prospettiva della tutela del patrimonio sociale di Premafin nell'interesse di creditori e soci della medesima.

2.- Il sottoscritto, nella richiesta di convocazione, ha fatto riferimento a possibili profili di invalidità della delibera adottata, attinenti in particolare alla circostanza che si è trattato di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. La rilevanza di questi profili sembra suggerire un riesame della delibera a prescindere dalle considerazioni *sub* 1, in virtù delle considerazioni che seguono:

- a) il prezzo di emissione delle nuove azioni è duplice. Esso è fissato a € 0,195 per azione nel caso di sottoscrizione nel contesto dell'offerta Unipol, ma in un intervallo da € 0,195 a € 0,305 in ipotesi di sottoscrizione da parte di altri investitori. La struttura della delibera rende esplicito che l'offerta Unipol è prevista a forte sconto rispetto all'ambito di prezzo ipotizzato per altri investitori: in sostanza, mentre il prezzo potrebbe raggiungere € 0,305 per altri investitori, Unipol viene (almeno apparentemente) favorita mediante un prezzo prefissato a € 0,195. Ad avviso del sottoscritto, la delibera – così configurata – pare violare il principio di parità di trattamento previsto dall'art. 92 TUF. Anche assumendo che tale principio sia derogabile, non si riesce comunque a comprendere le ragioni della deroga (mancando una disamina del tema).
- b) L'art. 2441, sesto comma, ultimo capoverso, cod. civ., prevede che la valutazione delle azioni di nuova emissione debba essere effettuata tenendo conto anche della media delle quotazioni di borsa dell'ultimo semestre. Nella relazione degli amministratori sulle motivazioni per l'esclusione del diritto di opzione, nella quale vengono evidenziati i

metodi di calcolo del prezzo di esercizio dell'opzione (media semestre semplice, pari a € 0,26 e media ponderata, pari a € 0,36), la motivazione del mancato utilizzo del criterio dell'andamento delle quotazioni sarebbe giustificata con l'allegata eccessiva volatilità delle quotazioni e con la bassa liquidità del titolo Premafin. Questi elementi, tuttavia, non paiono sufficienti a derogare la previsione legislativa, oltretutto se a sostegno di un prezzo inferiore rispetto a quello risultante dalla media. Si tratta infatti di tratti largamente caratteristici del mercato borsistico italiano (ed a maggior ragione di quello attuale, che risente dell'incertezza del quadro macroeconomico). Oltretutto, rispetto al segmento di mercato cui appartiene, Premafin può essere considerata una società a bassa capitalizzazione, come tale comunque caratterizzata da scarsa liquidità del titolo e conseguente elevata volatilità dei prezzi. In questa prospettiva, in sostanza, la scelta di prescindere dalle medie con una valutazione al ribasso sembra penalizzare gli azionisti Premafin; e non pare che questa penalizzazione trovi adeguata giustificazione (a maggior ragione a fronte del maggior prezzo ipotizzato per l'ingresso di altri investitori).

- c) In forza degli accordi assunti, Unipol si sarebbe vincolata (tra l'altro) a non deliberare azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di Premafin.). Considerata la struttura dell'azionariato di Premafin, può ipotizzarsi che la delibera sia stata presa in una situazione di conflitto di interessi rilevante (anche in relazione alla deliberazione adottata dal consiglio di amministrazione di Premafin quanto al prezzo di emissione).
- d) Potenzialmente viziata pare anche la decisione di qualificare come scindibile l'aumento di capitale. Tale caratteristica dell'aumento ne consentirebbe la sottoscrizione non integrale. Tuttavia, gli amministratori di Premafin assumono che occorran € 350 milioni per mantenere il controllo di FonSai (sia pure con una quota ridotta del 30% rispetto all'attuale 35%), nell'ambito del programmato aumento di capitale di € 1.100 milioni di FonSai. Dunque non si spiega l'attribuzione a Unipol della facoltà di non sottoscrivere integralmente l'aumento sino alla quota di € 350 milioni. Infatti, Unipol potrebbe con un esborso decisamente ridotto assumere il controllo di Premafin senza peraltro conferire in Premafin i mezzi finanziari sufficienti a realizzare la ricapitalizzazione di FonSai nella misura ritenuta necessaria.
- e) Non è dato comprendere se il prezzo di € 0,195 concordato con Unipol sia effettivamente coerente con i valori fondamentali di calcolo del capitale economico di Premafin. Su questo punto, come noto, sono stati espressi rilievi critici; e la circostanza che il prezzo di emissione possa giungere a € 0,305, per l'ipotesi in cui l'investitore sia soggetto diverso da Unipol, autorizza interrogativi in proposito.

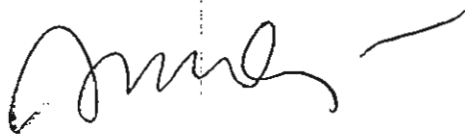
3.- Ad avviso del sottoscritto, il riesame si rende opportuno anche per una ulteriore ragione. E' noto che Unipol ha condizionato la sua partecipazione all'operazione all'ottenimento di una esenzione dall'obbligo di promuovere l'OPA altrimenti necessaria; ed è altresì noto che tale esenzione non sembrerebbe possibile a fronte della manleva concessa agli amministratori. Pare (da notizie di stampa) che tale manleva sia stata successivamente revocata proprio per questa ragione (benché apparentemente irrevocabile), ma che nel frattempo alcuni beneficiari avrebbero dichiarato di volerne profittare o comunque di non intendere rinunciarvi. E' lecito chiedersi se la circostanza che i beneficiari possano attivare una pretesa risarcitoria verso Unipol per aver revocato la manleva sia equiparabile – quanto agli effetti – alla manleva. Se così fosse, l'operazione di Unipol sarebbe posta in discussione sul piano della percorribilità perché la

condizione dell'esenzione dall'OPA non potrebbe verificarsi (a meno che Unipol non vi rinunciaste). E' questo un tema delicato, sul quale non sembra esistere ancora una posizione chiara; e che pare - sotto un diverso profilo - giustificare il riesame della delibera precedentemente adottata, a maggior ragione in presenza di una reiterazione della offerta Sator, a tutela del patrimonio sociale di Premafin nell'interesse di creditori e soci della medesima.

Confido di aver illustrato con sufficiente chiarezza le ragioni che giustificano la richiesta già presentata.

Con i migliori saluti

Alessandro Della Chà



VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

Spettabili

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

Alla cortese attenzione dell'Amministratore Delegato, dottor Roberto Meneguzzo

e

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

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

Milano, 25 giugno 2012

Egregi Signori,

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

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

VIA S. PAOLO 7 - 20121 MILANO - TELEFONO: +39.02.0200121 - TELEFAX: +39.02.02001220

CAP. SOC. EURO 1.000.000 - REG. IMP. DI MILANO E ODD. FISC. / P. IVA 12703870157

SOCIETÀ SOGGETTA A DIREZIONE E COORDINAMENTO DI VITALE & ASSOCIATI HOLDING S.P.A.

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

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

* * *

L'Opinione si articola nei seguenti ulteriori paragrafi:

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

1. Sintesi della Proposta UGF

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

2. Sintesi della Proposta Sator-Palladio

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

3. Analisi in ottica comparativa dei principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario delle Proposte per gli azionisti di Fondiaria SAI**3.1 L'approccio di riferimento**

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

- omogeneità di trattamento nella selezione dei profili e termini di confronto e adozione di quelle ipotesi o assunzioni (esplicitate nel seguito) volte ad assicurare coerenza logica in ottica comparativa;
- trasparenza delle informazioni impiegate e dei passaggi logici seguiti per la conduzione delle analisi e la derivazione delle considerazioni conseguenti;
- assenza per quanto possibile¹ di ipotesi discrezionali o stime soggettive per quanto attiene alle grandezze economico-finanziarie impiegate ai fini delle analisi effettuate.

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

Allo scopo di considerare congiuntamente l'impatto dei diversi fenomeni indicati si è condotta un'analisi dell'impatto delle operazioni contemplate sul valore dell'azione ordinaria Fondiaria SAI² (e conseguentemente, *ceteris paribus*, sui possibili prezzi di mercato degli stessi). L'analisi compiuta, cosiddetta anche di *Accretion - Dilution*, pone a raffronto il valore di mercato attuale delle azioni Fondiaria SAI con il valore di mercato ottenibile sommando al suddetto valore delle azioni Fondiaria SAI il valore di mercato attuale delle altre attività coinvolte nelle rispettive Proposte (in sintesi, la cassa in relazione agli aumenti di capitale, il valore di mercato delle azioni delle compagnie coinvolte nei processi di fusione, ove previsti, le passività nette apportate da Premafin qualora inclusa nel perimetro dell'Operazione e il valore attuale delle sinergie ipotizzate, nei casi considerati), dividendo il tutto per la quota di partecipazione riferibile ai medesimi azionisti di Fondiaria SAI ad esito delle operazioni previste nelle Proposte.

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

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

- i valori di mercato attuali delle compagnie coinvolte nelle Proposte sono stati posti pari, come detto, alle capitalizzazioni di borsa delle stesse, calcolate sulla base dei prezzi medi di mercato dell'ultimo mese antecedente la data della presente, così da disporre di riferimenti sufficientemente recenti in relazione ai fattori di contesto attuali, ma anche di sterilizzare lungo un arco temporale sufficientemente esteso eventuali andamenti contingenti;
- per ragioni di maggiore comparabilità e linearità di calcolo, si è assunto l'integrale esercizio dei diritti di opzione di spettanza degli attuali azionisti di Fondiaria SAI. Le ulteriori implicazioni connesse ad ipotesi di mancato esercizio integrale di tali diritti sono commentate separatamente al paragrafo 3.3;
- i termini di ripartizione degli aumenti di capitale Fondiaria SAI in opzione tra gli azionisti ordinari e gli azionisti di risparmio sono stati assunti in proporzione alle incidenze della capitalizzazione di mercato delle rispettive categorie di azioni sul totale della capitalizzazione di mercato di Fondiaria SAI (e quindi implicitamente assumendo un rapporto di opzione e uno sconto di emissione rispetto al Theoretical Ex Right Price - TERP omogenei tra le due categorie, in linea, ad esempio; con quanto verificatosi nel precedente aumento di capitale di Fondiaria SAI;
- la sottoscrizione della quota di pertinenza degli aumenti di capitale di Fondiaria SAI da parte di azionisti diversi dai proponenti comporta un impegno di investimento diverso nelle due Proposte (circa Euro 585 mln nel caso della Proposta UGF³, circa Euro 200-215 mln nel caso della Proposta Sator-Palladio⁴). L'analisi effettuata - oltre che tener naturalmente conto di tale fattore in sede di confronto tra il valore attuale ante (che include il valore della cassa depositata, oltre che il valore delle azioni detenute) e post operazione degli attivi posseduti dagli azionisti Fondiaria SAI - riporta anche un calcolo del ritorno sul "new money" investito nelle diverse

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

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

3.3 Altri profili rilevanti

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

Contendibilità e premi di controllo

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

Impegni finanziari richiesti

Come detto, le due proposte si caratterizzano, per le ragioni già esposte, per impegni finanziari richiesti agli azionisti di Fondiaria SAI significativamente differenti (circa Euro 585 mln nel caso della Proposta UGF⁶, circa Euro 200-215 mln nel caso della Proposta Sator-Palladio⁷).

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

Fattore di diluizione

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

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

Confronto margini di solvibilità

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

La maggior patrimonializzazione evidenziata ad esito delle operazioni previste nella Proposta UGF (circa Euro 250 mln di margine di solvibilità in più⁸) tende a rappresentare peraltro un riflesso diretto della più ampia dimensione della ricapitalizzazione ipotizzata per cassa e quindi del più elevato l'impegno finanziario richiesto agli azionisti di Fondiaria SAI, la cui misura appare anzi eccedente rispetto a tale maggiore patrimonializzazione. Infatti, le analisi effettuate mostrano che il maggior impegno finanziario richiesto dalla Proposta UGF agli azionisti Fondiaria SAI (compreso tra circa Euro 475 mln e Euro 490 mln⁹) resta superiore al suddetto importo dell'ipotetico ulteriore incremento di capitale che si renderebbe idealmente necessario per condurre ad una equalizzazione del margine di solvibilità di Fondiaria SAI tra le due Proposte. Parte di tale eccedenza nell'impegno finanziario richiesto, pertanto, è idealmente allocabile a fattori diversi rispetto alla ricapitalizzazione della compagnia assicurativa e che pure incidono sull'economia complessiva dell'operazione.

Potenziati conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

Cessioni forzose di attività del gruppo risultante

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

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

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

Rischi connessi alla diversa composizione dell'attivo

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

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

4. Considerazioni conclusive

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

- evidenza di un premio di controllo corrisposto a pronti a tutti gli azionisti di Fondiaria SAI nella **Proposta di Sator-Palladio** e quantificabile in un **incremento (Accretion) di valore al termine delle operazioni di ricapitalizzazione compreso tra il 23,1% e il 28,8%**, con un ritorno sul "new money" investito dagli azionisti di Fondiaria SAI, inclusa Premafin, diversi da Sator e Palladio compreso tra il 60 e 70%, a fronte di una **riduzione (Dilution) di valore per gli azionisti Fondiaria SAI connessa all'attuazione della Proposta UGF, pari al 31% ante considerazione delle sinergie ipotizzate e allo 0,7% post considerazione di tali sinergie¹⁰**;
- **assetto azionario risultante** (sia in termini di percentuali di possesso che di natura del nuovo azionista di controllo) **contendibile nel caso della Proposta Sator-Palladio e invece consolidato intorno ad un soggetto strategico con controllo di diritto nel caso della Proposta UGF** con, conseguentemente, implicazioni diverse in termini di potenziale maturazione successiva di premi di controllo corrisposti da eventuali acquirenti di Fondiaria SAI, finanziari o strategici;

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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

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

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

Distinti saluti.

VITALE & ASSOCIATI S.p.A.

*Da: S. Sella
Felice Antella*

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

Allegato 1

Riepilogo dell'analisi di Accretion/(Dilution) nella Proposta UGF

Dati in € mln


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

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

Allegato 2

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

Spett. le
PREMAFIN FINANZIARIA S.p.A. Holding di Partecipazioni
Via Guido d'Arezzo n. 2
00198 ROMA



Spett. le
PREMAFIN FINANZIARIA S.p.A. Holding di Partecipazioni
Via Daniele Manin n. 37
20121 MILANO

Alla cortese attenzione del Direttore Generale

Raccomandata a.r., anticipata via email

Roma, 28 giugno 2012

Oggetto: Comunicato stampa 26 giugno 2012; convenzione di ristrutturazione sottoscritta in data 13 giugno 2012

Egregi Signori,

facciamo riferimento:

1. alla convenzione di ristrutturazione di debiti (la "Convenzione di Ristrutturazione") sottoscritta, in data 13 giugno 2012, tra Premafin e i Creditori Finanziari (come *ivi* definiti), in esecuzione di quanto previsto nel piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d) l. fall. approvato, in data 30 marzo 2012, dal consiglio di amministrazione di Premafin, asseverato dall'esperto il 16 aprile 2012 e integrato dall'*addendum* approvato in data 17 maggio 2012, incentrato sull'integrazione fra il Gruppo Premafin Fondiaria-SAI e UGF (il "Piano di Risanamento");
2. al comunicato stampa della Vostra società del 26 giugno 2012 in cui avete rappresentato di aver ricevuto - da parte del custode giudiziale (il "Custode") delle azioni Premafin intestate direttamente ed indirettamente a *The Heritage Trust* e a *The Ever Green Security Trust*, sottoposte a sequestro preventivo penale in data 19 aprile 2012 - richiesta di

85

convocare con urgenza un'assemblea straordinaria Premafin con ordine del giorno "1) *mesame ed eventuale revoca della delibera di aumento di capitale assunta dall'assemblea straordinaria di Premafin Finanziaria S.p.A. in data 12 giugno 2012*" (il "Comunicato");

3. al fax del Custode allegato al Comunicato, in cui sono spiegate le ragioni della richiesta di convocazione dell'assemblea straordinaria di Premafin (la "Richiesta").

Rammentiamo che ai sensi della Convenzione di Ristrutturazione i Creditori Finanziari hanno acconsentito a sospendere l'esercizio di qualunque rimedio di legge ovvero di contratto ad essi spettante ai sensi dei Documenti Finanziari (come *ivi* definiti) e del Contratto di *Equity Swap* (come *ivi* definito) come conseguenza del verificarsi di alcuni Eventi Rilevanti (come *ivi* definiti): ciò al solo fine di consentirVi di dare attuazione al Piano di Risanamento, il cui presupposto essenziale è rappresentato dall'Aumento di Capitale Premafin (come definito nella Convenzione di Ristrutturazione).

Rammentiamo, altresì, che la Convenzione di Ristrutturazione prevede alcune condizioni sospensive, nonché alcune condizioni risolutive, al mancato verificarsi o, rispettivamente, al verificarsi delle quali, essa perde efficacia, tornando esercitabili i rimedi contrattuali e legali spettanti ai Creditori Finanziari.

In particolare, la Convenzione di Ristrutturazione prevede:

- (a) il diritto dei Creditori Finanziari di recedere dalla Convenzione di Ristrutturazione nel caso in cui l'Aumento di Capitale Premafin (come *ivi* definito) non sia sottoscritto e versato da UGF entro il 20 luglio 2012;
- (b) la risoluzione della Convenzione di Ristrutturazione nel caso in cui, prima della sottoscrizione da parte di UGF dell'Aumento di Capitale Premafin, si verificino circostanze tali per cui il Piano di Risanamento non sia attuabile nelle modalità da esso previste;
- (c) la possibilità, in qualunque momento, per i Creditori Finanziari di accertare in buona fede che, con riferimento ad una certa data, una o più delle condizioni sospensive della Convenzione di Ristrutturazione non possano più avverarsi con le modalità e/o nei tempi *ivi* previsti per ciascuna di esse.

In considerazione di quanto sopra, in qualità di Agente dei Creditori Finanziari e per conto degli stessi, Vi significhiamo la nostra più viva preoccupazione per le potenziali conseguenze - anche in termini di impatto sulla tempistica dell'attuazione del Piano di Risanamento - derivanti dalle decisioni che i Vostri organi societari potrebbero dover assumere con riferimento all'iniziativa del

Custode, specie in considerazione della richiesta di riesame e di eventuale revoca della delibera di aumento di capitale assunta dalla Vostra assemblea del 12 giugno scorso come presidio essenziale della Vostra continuità aziendale.

Vi chiediamo di darci al più presto un' informativa completa delle iniziative, delle attività e dei contatti che intendete intraprendere in risposta alla Richiesta del Custode, anche in relazione al Vostro consiglio di amministrazione di domani, tenendoci costantemente e tempestivamente informati riguardo ad ogni sviluppo possibile.

Vi chiediamo, inoltre, di valutare la trasmissione della presente comunicazione anche al Custode.

Si fa espressa riserva di ogni diritto e di ogni prerogativa spettante ai Creditori Finanziari in base ai Documenti Finanziari, al Contratto di *Equity Swap* e alla legge.

Distinti saluti.



UNICREDIT S.P.A.



Data/Date 29 giugno 2012

A/To: **Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni**
Via Manin, 37
20121 Milano
All'attenzione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale

FAX 02 66 70 48 32

Da/From: Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.
Segreteria di Presidenza

Fax 051 507 66 00

Oggetto/Subject: Riscontro Vostra comunicazione del 26 giugno 2012

Note/Notes

Seguirà l'originale per Raccomandata A/R.
Cordiali saluti

La Segreteria di Presidenza

N. pagine compresa la seguente/ nr. of pages including this cover sheet **12**

Se la trasmissione è illeggibile o incompleta, si prega di telefonare al seguente numero **051/507 7204**

If copy is unreadable or incomplete, please call this number **+39 051/507 7204**

Al sensi del D.Lgs. 196/03 precisiamo che: le informazioni contenute in questo facsimile sono riservate e per uso esclusivo del destinatario – persona diversa dal destinatario non possono copiare o consegnare il facsimile a terzi. Se ricevete questo facsimile per errore Vi preghiamo di informarci immediatamente per telefono. Grazie per la collaborazione.

Under the terms of D.Lgs. 196/03 we remind you that: this fax contains information that are strictly confidential and are intended solely for the above mentioned addressee – person other than the addressee cannot copy, distribute or transmit this fax to third parties. If you have received this fax in error, please notify the sender immediately by telephone. We thank you for your kind cooperation.

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.

Sede Legale via Stalingrado, 45 - 40128 Bologna (Italia) - tel. +39 051 5076111 - fax +39 051 5076666



Bologna, 29 giugno 2012

Spettabile
**Premafin Finanziaria S.p.A. –
Holding di Partecipazioni**
Via Manin n. 37
20121 Milano

Alla cortese attenzione del Consiglio di
Amministrazione e del Collegio
Sindacale

Raccomandata A.R.
Anticipata via telefax al n. 02 66704832

Oggetto: Riscontro Vostra comunicazione del 26 giugno 2012.

Spettabile Società,

facciamo riferimento alla Vostra comunicazione del 26 giugno 2012 con cui ci avete trasmesso quanto in pari data ricevuto dal "custode giudiziale delle azioni Premafin intestate direttamente e indirettamente al The Heritage Trust e al The Ever Green Security Trust" (il "Custode Giudiziale").

Con la propria comunicazione, anch'essa in data 26 giugno 2012 (la "**Comunicazione del Custode Giudiziale**"), il Custode Giudiziale, dopo aver premesso di essere stato nominato in data 21 giugno 2012, nell'ambito del procedimento penale meglio identificato nell'atto di nomina allegato alla Comunicazione del Custode Giudiziale, ed aver evidenziato (i) che "[d]a informazioni assunte (nella disponibilità del pubblico e pubblicate da organi di stampa) risulta che, nel tempo, si sono contese il campo per la ricapitalizzazione del Gruppo due offerte, una presentata da Unipol Gruppo Finanziario [...] e l'altra dalla cordata "Sator-Palladio" (ii) che "[r]isulta altresì che il Consiglio di Premafin Finanziaria abbia espresso il proprio gradimento per la prima offerta, proponendo di conseguenza all'assemblea sociale la deliberazione di un aumento di capitale a pagamento e con rinuncia al diritto di opzione, nell'ambito di una più complessa operazione" e (iii) che "[r]isulta infine che, in data 12 giugno 2012, l'assemblea straordinaria della società abbia favorevolmente deliberato [.....]" sul predetto aumento di capitale "optando per l'offerta UGF", ha fatto presente che (aa) "la

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.

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



partecipazione oggetto di sequestro ed affidata alla custodia giudiziale non ha espresso il proprio voto”, (bb) che “[n]on consta, tuttavia (e quantomeno da ciò che può desumersi dalla lettura dell’estratto della deliberazione), che l’assemblea sia stata posta nelle condizioni di effettuare una comparazione tra le due offerte nella prospettiva della migliore valorizzazione della partecipazione di Premafin in FonSai (ed in ogni caso nella prospettiva della migliore valorizzazione della partecipazione di ciascun azionista in Premafin)”; e (cc) che *“pare altresì che possano configurarsi profili di invalidità delle deliberazioni adottate”.*

Alla luce di quanto precede, il Custode Giudiziale, richiamando il disposto degli artt. 2352, comma 6 e 2367, comma 1 cod civ., ha chiesto *“la convocazione urgente dell’assemblea straordinaria di [Premafin] con il seguente ordine del giorno: «1) riesame ed eventuale revoca della delibera di aumento di capitale assunta dall’assemblea straordinaria di Premafin Finanziaria s.p.a. in data 12 giugno 2012»”, segnalando “che la relazione sulla proposta concernente la materia da trattare sarà trasmessa al più presto, in modo da poter essere allegata all’avviso di convocazione”, con l’avvertimento che “[c]onsiderata l’importanza della questione e la provenienza della richiesta [...]”, in caso di mancata convocazione, “verrà richiesta la convocazione giudiziale [...] e con il suggerimento che “nelle more e per quanto occorrer possa” non venga data “esecuzione alla delibera del 12 giugno 2012”.*

* * * * *

Con la presente, Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (“UGF”) intende, per un verso richiamare Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni (“Premafin”) al rispetto degli obblighi contrattualmente assunti nei confronti di UGF stessa con il contratto stipulato in data 29 gennaio 2012 (l’**“Accordo di Investimento”**), come da ultimo ribaditi anche con gli accordi intercorsi mediante scambio di corrispondenza commerciale in data 23-25 giugno 2012 (nel seguito meglio specificati), e, per altro verso, invitare la Vostra Società a fornire al Custode Giudiziale un quadro informativo completo tale da consentirgli di comprendere come, nelle circostanze, (i) la posizione di UGF e quella della cordata “Sator-Palladio” non siano tra loro in alcun modo comparabili, e (ii) l’eventuale differimento da parte Vostra dei tempi per procedere al completamento dell’operazione concordata sia idoneo ad arrecare a UGF e a Premafin danni gravissimi ed irreparabili.

Come premessa generale, è utile ribadire che UGF e Premafin sono contrattualmente legate dall’Accordo di Investimento, avente a oggetto i reciproci impegni assunti con

A handwritten signature or mark in the bottom left corner of the page.



riguardo alla realizzazione del progetto di integrazione che prevede anche la partecipazione di Fondiaria Sai S.p.A. ("**Fondiaria Sai**"), di Unipol Assicurazioni S.p.A. ("**Unipol Assicurazioni**"), e di Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**"), e che ha l'obiettivo di realizzare un'operazione diretta al salvataggio e al rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fondiaria Sai e alla creazione di un operatore nazionale di primario rilievo nel settore delle imprese di assicurazione, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti nazionali ed europei e di creare valore per tutti i propri azionisti (il "**Progetto di Integrazione**"). Come noto, le fasi essenziali del Progetto di Integrazione sono state e rimangono:

- (i) la predisposizione da parte di Premafin di un piano di risanamento della propria esposizione debitoria e di riequilibrio della propria situazione finanziaria, ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 67, comma 3, lett. d) della Legge Fallimentare (il "**Piano di Risanamento**");
- (ii) la dotazione da parte di UGF di risorse finanziarie in favore di Premafin, per un ammontare di massimi Euro 400.000.000, attraverso la partecipazione ad un aumento di capitale riservato a UGF deliberato da Premafin ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2441, comma 5 e 6, cod. civ. (l' "**Aumento di Capitale Premafin**");
- (iii) l'utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dal suddetto Aumento di Capitale Premafin al fine di consentire l'integrale sottoscrizione, da parte sua e della sua controllata Finadin S.p.A., per le quote di rispettiva pertinenza, del nuovo aumento di capitale di Fondiaria Sai per l'ammontare di Euro 1.100 milioni (l' "**Aumento di Capitale Fondiaria Sai**");
- (iv) la fusione per incorporazione in Fondiaria Sai di Unipol Assicurazioni, Premafin e Milano Assicurazioni (la "**Fusione**").

In esecuzione di quanto previsto dall'Accordo di Investimento, in data 19 marzo 2012, l'Assemblea Straordinaria di Fondiaria Sai ha deliberato l'Aumento di Capitale Fondiaria Sai, e cioè un aumento di capitale a pagamento ed in via scindibile, per un importo complessivo massimo di Euro 1.100 milioni, comprensivo degli eventuali sovrapprezzi, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2012, mediante emissione di azioni ordinarie ed azioni di risparmio di nuova categoria, entrambe aventi godimento regolare, da offrirsi in opzione, rispettivamente, agli azionisti titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari di azioni di risparmio già in circolazione, ai sensi dell'art. 2441, primo, secondo e terzo comma, del codice civile. A fini prudenziali, la suddetta deliberazione è stata di nuovo assunta dall'Assemblea Straordinaria di Fondiaria Sai in data 27 giugno 2012.

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'B'.



Nel contesto del Progetto di Integrazione, lo stesso 19 marzo 2012, l'Assemblea Straordinaria di UGF ha deliberato di attribuire, ai sensi dell'art. 2443 cod. civ., la delega al proprio Consiglio di Amministrazione per aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte entro il 31 dicembre 2012, per un importo complessivo massimo di Euro 1.100 milioni, comprensivo degli eventuali sovrapprezzi (l'"Aumento di Capitale UGF"), funzionale all'acquisizione delle risorse finanziarie e dei mezzi patrimoniali per realizzare il Progetto di Integrazione.

Sempre in esecuzione di quanto previsto dall'Accordo di Investimento:

- in data 30 marzo 2012, il Consiglio di Amministrazione di Premafin, stante la situazione di crisi in cui versava – e versa ancora – la Società ha approvato il Piano di Risanamento, trasmettendolo al Dott. Ezio Maria Simonelli, incaricato dell'attestazione della ragionevolezza ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 67, comma 3, lett. d) della Legge Fallimentare. Il Dott. Ezio Maria Simonelli, ha provveduto al rilascio della relazione di attestazione sul Piano di Risanamento in data 16 aprile 2012;
- lo stesso 16 aprile 2012, il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha approvato i termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale Premafin, convocando l'Assemblea Straordinaria per deliberare un aumento di capitale sociale a pagamento e in forma scindibile, per un importo complessivo massimo di Euro 400 milioni da attuarsi, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del codice civile, mediante emissione di un numero di azioni ordinarie non superiore a 2.051.282.051 aventi godimento regolare e gli stessi diritti delle azioni ordinarie Premafin in circolazione alla data di emissione, riservate in sottoscrizione a UGF, ovvero, nel caso in cui risulti con certezza che una o più delle condizioni sospensive previste dall'Accordo di Investimento non possano realizzarsi o considerarsi realizzate, ad altri operatori del settore assicurativo e/o investitori istituzionali, o società da essi controllate, italiani o esteri, individuando il prezzo di emissione, anche con il supporto dei propri *advisors*, nell'intervallo compreso tra Euro 0,195 ed Euro 0,305 per ogni nuova azione ordinaria di Premafin;
- lo stesso 16 aprile 2012, UGF ha inviato a Premafin una lettera con la quale ha informato Premafin che il Consiglio di Amministrazione di UGF – anch'esso tenutosi in tale data – ha ritenuto che, per essere considerato congruo "*secondo correnti metodologie valutative, anche in ragione degli obiettivi perseguiti da*

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'B'.



UGF con il Progetto di Integrazione" (come previsto dall'Accordo di Investimento), il prezzo di emissione dell'Aumento di Capitale Premafin non dovesse essere superiore a Euro 0,195 per azione;

- a seguito del confronto negoziale tra le parti coinvolte nel Progetto di Integrazione, assistite dai rispettivi *advisors*, a seguito di uno scambio di corrispondenza avviato alla fine di aprile e concluso in data 13 giugno 2012, UGF, Unipol Assicurazioni, Premafin, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni hanno convenuto i valori economici essenziali della Fusione e, in particolare, di procedere alle ulteriori attività relative alla predisposizione del progetto di Fusione sulla base delle seguenti partecipazioni al capitale sociale ordinario di Fondiaria Sai, in circolazione alla data di efficacia della Fusione: (i) UGF 61%, (ii) azionisti ordinari di Fondiaria Sai diversi da Premafin 27,45%, (iii) azionisti ordinari di Milano Assicurazioni, diversi da Fondiaria Sai 10,70% e (iv) azionisti di Premafin diversi da UGF 0,85% (l'**"Accordo sui Valori Essenziali della Fusione"**).

Con provvedimenti in data 22 e 24 maggio 2012, la Consob ha risposto al quesito formulate in data 20 febbraio 2012 da UGF per avere conferma dell'insussistenza degli – e comunque dell'esenzione dagli – obblighi di offerta pubblica di acquisto ("**OPA**") in relazione alle operazioni di acquisizione, da parte di UGF, del controllo di Premafin, Fondiaria Sai e Milano Assicurazioni, indicando:

- (i) che, in relazione al superamento da parte di UGF, in esito alla sottoscrizione da parte della stessa dell'Aumento di Capitale Premafin, della soglia rilevante ai fini dell'OPA su Premafin, sia da ritenere applicabile l'esenzione a condizione (*aa*) che vengano revocati i benefici concessi da UGF a favore di azionisti della stessa Premafin mediante l'accordo raggiunto nel contesto dell'Accordo di Investimento e finalizzato a tenere indenni gli stessi dai rischi di responsabilità sociale assunti in conseguenza delle cariche ricoperte nel gruppo Premafin (l'**"Accordo di Manleva"**) e (*bb*) che agli azionisti di riferimento Premafin che abbiano concorso alle operazioni previste dal Progetto di Integrazione non spetti il diritto di recesso nel contesto della Fusione;
- (ii) che, in relazione all'acquisto del controllo indiretto di Fondiaria Sai conseguente alla sottoscrizione da parte di UGF dell'Aumento di Capitale Premafin, sia applicabile l'esenzione;
- (iii) di avere necessità di un quadro informativo più completo, per poter valutare la sussistenza dell'eventuale esenzione dall'obbligo di OPA a « cascata » su Milano Assicurazioni; e



- (iv) che non sussista un obbligo di OPA su Fondiaria Sai a seguito della Fusione, a condizione che ISVAP, in sede di autorizzazione della Fusione, ritenga tale operazione parte integrante del soddisfacimento delle richieste da essa formulate.

In data 12 giugno 2012, l'Assemblea Straordinaria di Premafin ha approvato l'Aumento di Capitale Premafin, deliberando di aumentare il capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, per un importo complessivo massimo di Euro 400 milioni, da attuarsi, entro il 31 dicembre 2012, mediante emissione di un numero di azioni ordinarie non superiore a 2.051.282.051, aventi godimento regolare e gli stessi diritti delle azioni ordinarie in circolazione alla data di emissione, riservate in sottoscrizione (i) a UGF, ovvero (ii), nel caso in cui risulti con certezza che una o più delle condizioni sospensive previste dall'Accordo di Investimento non possano realizzarsi o considerarsi realizzate ai sensi dell'Accordo, ad altri operatori del settore assicurativo e/o investitori istituzionali, o società da essi controllate, italiani o esteri e quindi, in ogni caso, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del codice civile, ad un prezzo di emissione (i) pari ad Euro 0,195 per il caso di sottoscrizione da parte di UGF, ovvero (ii) compreso tra Euro 0,195 ed Euro 0,305, per il caso di sottoscrizione da parte di altro operatore del settore assicurativo e/o investitore istituzionale, o società da essi controllate, italiani o esteri.

In data 13 giugno 2012, a seguito della sopra richiamata deliberazione assembleare e solo in conseguenza della stessa, Premafin (i) ha potuto approvare il bilancio chiuso al 31 dicembre 2011 in regime di continuità aziendale, e (ii) ha potuto sottoscrivere – in attuazione del Piano di Risanamento – la convenzione di ristrutturazione del proprio indebitamento finanziario con le banche finanziatrici (la "**Convenzione**"). La Convenzione è risolutivamente condizionata al verificarsi di circostanze che evidenzino l'impossibilità di dare attuazione al Piano di Risanamento.

Inoltre, nel caso in cui entro il 20 luglio 2012, l'Aumento di Capitale di Premafin non sia stato sottoscritto e versato da UGF, le banche finanziatrici di Premafin avranno diritto di recedere dalla Convenzione medesima e di escutere il pegno gravante su tutte le azioni Fondiaria Sai di proprietà di Premafin con evidenti conseguenze sul progetto di integrazione, che non potrebbe più trovare attuazione.

Alla data odierna, il Progetto di Integrazione è stato approvato da tutte le competenti Autorità di Vigilanza. In particolare:

A handwritten signature or mark, possibly initials, located in the bottom left corner of the page.



- (i) con provvedimento del 19 giugno 2012, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha rilasciato il suo nulla osta all'operazione di concentrazione ai sensi dell'art. 6 della L. n. 287 del 1990;
- (ii) con provvedimento n. 539212 del 20 giugno 2012, la Banca d'Italia ha rilasciato la sua autorizzazione ai sensi dell'art. 19 del D. Lgs. n. 385 del 1993 e il suo nulla osta ai sensi dell'art. 15 del D. Lgs. n. 58 del 1998;
- (iii) con provvedimento n. 2986 del 20 giugno 2012, l'ISVAP ha rilasciato la sua autorizzazione ai sensi dell'art. 68 del D. Lgs. 209 del 2005; e
- (iv) in precedenza, con separati provvedimenti, l'operazione era stata già autorizzata dalle competenti autorità di Vigilanza e Antitrust Serbe e dalla competente autorità di Vigilanza Irlandese.

Con riguardo a quanto indicato dalla Consob in relazione all'esenzione dall'OPA su Premafin e dall'OPA a cascata su Milano Assicurazioni, sono state poste in essere le seguenti attività:

- (aa) con accordi conclusi mediante scambio di corrispondenza commerciale in data 23-25 giugno 2012 (gli "Accordi Integrativi"), UGF e Premafin hanno convenuto (i) di modificare l'Accordo di Manleva al fine di prevedere che lo stesso si applichi soltanto agli amministratori e sindaci di Premafin, Fondiaria Sai, Milano Assicurazioni e delle rispettive controllate in carica nel periodo 2007-2011 che alla data del 29 gennaio 2012 non detenessero, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, azioni Premafin, e (ii) di condividere che, in sede di Fusione, sia prevista la limitazione del diritto di recesso, sicché – in conformità con quanto disposto dalla Consob – tale diritto di recesso non competa agli azionisti di riferimento di Premafin; e
- (bb) nel medesimo contesto UGF ha comunicato alla Consob (i) l'Accordo sui Valori Essenziali della Fusione, chiedendo la conferma dell'esenzione dall'OPA a «cascata» su Milano Assicurazioni prima dell'avvio dell'Aumento di Capitale UGF e (ii) l'accordo con Premafin per limitare la portata dell'Accordo di Manleva e per limitare il diritto di recesso nel contesto della Fusione, sicché lo stesso non competa agli azionisti di riferimento di Premafin.

Tenuto anche conto di quanto convenuto tra UGF e Premafin nel contesto degli Accordi Integrativi, quasi tutte le condizioni sospensive previste dall'Accordo di Investimento si sono oggi verificate.

A handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized monogram or initials.



Si segnala inoltre che, a seguito della delibera assembleare di Premafin del 12 giugno u.s., UGF:

- in data 14 giugno 2012, UGF ha provveduto a depositare presso la Consob il prospetto informativo riguardante l'Aumento di Capitale UGF, al fine di consentire alla Commissione di pronunciarsi in via definitiva sul medesimo nel corso dei prossimi giorni, al fine di consentire l'avvio di detto aumento di capitale entro il prossimo 9 luglio, data oltre la quale – tenuto conto dei tempi richiesti alle società quotate dalla regolamentazione vigente e dai mercati finanziari – verrebbe meno la possibilità di effettuare detto aumento di capitale entro il mese di luglio 2012 e, quindi, in tempi compatibili per dare esecuzione all'Accordo di Investimento;
- in data 21 giugno 2012, il Consiglio di Amministrazione di UGF, in esecuzione della delega al medesimo attribuita, ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, dall'Assemblea Straordinaria dei Soci del 19 marzo 2012, ha tra l'altro deliberato di aumentare il capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, per un importo complessivo massimo di Euro 1.100 milioni, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie e privilegiate senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, da offrirsi in opzione agli Azionisti in proporzione al numero di azioni dagli stessi detenute;
- in data 22 giugno 2012, UGF ha provveduto a presentare il "progetto di integrazione Unipol-Gruppo Fondiaria Sai" alla comunità finanziaria;
- successivamente è stato effettuato il c.d. *road-show* con investitori istituzionali nazionali e internazionali propedeutico all'avvio dell'Aumento di Capitale UGF;
- in queste ore sono in corso di definizione i contratti di garanzia con le banche che formano il c.d. "consorzio di garanzia" dell'Aumento di Capitale UGF.

Tutte le suddette attività sono poste in essere al fine (i) di consentire a UGF di dare corso alla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin entro il termine del 20 luglio 2012, dando esecuzione, così, a quanto pattuito con l'Accordo di Investimento e consentendo, al contempo, a Premafin di portare a compimento quanto previsto dal Piano di Risanamento e dalla Convenzione, nonché (ii) di dotare la stessa Premafin delle risorse finanziarie necessarie per sottoscrivere la quota di competenza propria e della controllata Finadin S.p.A. dell'Aumento di Capitale Fondiaria Sai, ai fini del ripristino del margine di solvibilità di Fondiaria Sai e, conseguentemente, delle

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'M' followed by a loop.



condizioni fondamentali per lo svolgimento da parte della stessa dell'attività assicurativa.

* * * * *

Come a Voi noto, a fronte delle suddette rilevantissime attività, poste in essere da UGF e da Premafin sulla base di precisi impegni contrattuali e nel costante e rispettoso confronto con tutte le Autorità di Vigilanza e Regolatorie competenti, Sator Capital Limited ("Sator") e Palladio Finanziaria S.p.A. ("Palladio") si sono contraddistinte per iniziative caratterizzate (i) dalla presentazione di diverse e tra loro contraddittorie proposte, variamente articolate e non precisate nei dettagli, inclusi quelli relativi ai mezzi finanziari a cui le due richiamate società avrebbero fatto ricorso per fronteggiare gli impegni derivanti dalle operazioni prospettate, (ii) dalla genericità e mancanza di trasparenza su numerosi aspetti essenziali nel contesto di un'operazione di mercato, e (iii) dal mancato avvio degli *iter* autorizzativi nei confronti delle competenti Autorità di Vigilanza necessari al fine di poter effettuare qualsivoglia operazione sul Gruppo Fondiaria Sai.

In ogni caso e per quanto occorrer possa, si precisa che alla data del 12 giugno 2012 non esisteva alcuna proposta di Sator e Palladio oggetto di un possibile esame da parte dell'Assemblea Straordinaria di Premafin, in quanto alla medesima data non esisteva alcuna proposta alternativa diretta a Premafin per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin. Più precisamente, la proposta di Sator e Palladio in essere alla data del 12 giugno 2012 era innanzitutto indirizzata a Fondiaria Sai e aveva per oggetto un aumento di capitale di Fondiaria Sai e non di Premafin, limitandosi a prevedere la possibilità per Premafin di partecipare a detto aumento facendo ricorso ad ulteriori finanziamenti, che avrebbero peraltro aggravato l'esposizione finanziaria della medesima.

* * * * *

Alla luce di tutto quanto precede è innanzitutto evidente che:

1. stante quanto disposto dalla disciplina codicistica in proposito applicabile, UGF ha già acquistato il diritto a far parte della società Premafin e ad ottenere le relative azioni in dipendenza della delibera di approvazione dell'Aumento di Capitale Premafin; la revoca della delibera non risulta, dunque, neppure possibile poiché non potrebbe in ogni caso eliminare i diritti acquistati da UGF sulla base della stessa;

A handwritten signature in dark ink, appearing to be a stylized monogram or initials, located in the bottom left corner of the page.



2. la sospensione del Progetto di Integrazione in attesa che sia convocata e tenuta una nuova assemblea di Premafin per il *“riesame ed eventuale revoca della delibera di aumento di capitale assunta dall'assemblea straordinaria di Premafin Finanziaria s.p.a. in data 12 giugno 2012”* è incompatibile – anche tenuto conto dei tempi di legge per la pubblicazione del relativo avviso di convocazione (pari ad almeno 35 giorni) – con le scadenze pattuite e previste dall'Accordo di Investimento, dal Piano di Risanamento e dalla Convenzione, che – si ripete – prevedono come condizione essenziale la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin da parte di UGF entro e non oltre il 20 luglio 2012.

Al riguardo, si segnala che:

- qualora le condizioni sospensive di cui all'Accordo di Investimento non dovessero verificarsi o essere debitamente rinunziate entro il 20 luglio 2012, l'Accordo di Investimento dovrà intendersi definitivamente risolto e privo di efficacia, con tutte le conseguenze pregiudizievoli sopra illustrate, anche nei confronti di tutti gli azionisti di Premafin;
- l'eventuale inadempimento da parte di Premafin a quanto previsto dall'Accordo di Investimento imporrebbe alla scrivente Società di agire – anche nell'interesse dei propri azionisti – nei Vostri confronti per i danni conseguenti all'inadempimento dell'Accordo di Investimento.

Infine, ad avviso della scrivente, la convocazione di un'assemblea chiamata – seppure eventualmente – a revocare una delibera sulla base di circostanze esistenti e conosciute alla data dell'adunanza assembleare oggetto della richiesta di revoca, oltreché contraria ai principi generali in materia di revoca degli atti, è incompatibile con il divieto menzionato dall'art. 2367, comma 3 cod. civ. In ogni caso, gli argomenti che precedono, a parere di UGF, costituiscono giustificati motivi per non dare corso a tale richiesta anche ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2367, comma 2 cod. civ.

* * * * *

Sulla base di quanto contenuto nella presente comunicazione, UGF invita il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale di Premafin, anche al fine di tutelare l'interesse sociale della stessa Premafin, a dare corso a quanto previsto dall'Accordo di Investimento e portare a compimento l'Aumento di Capitale Premafin deliberato dall'Assemblea Straordinaria del 12 giugno u.s. – che esplica pienamente i propri effetti



verso UGF anche in caso di convocazione di una nuova assemblea – consentendo così l'esecuzione dell'Impegno di Ricapitalizzazione a cura di UGF. Si ribadisce che la mancata esecuzione dell'Aumento di Capitale Premafin, per fatti imputabili alla Vostra società, costituirà un grave inadempimento a quanto previsto nell'Accordo di Investimento, dando luogo alle conseguenze pregiudizievoli in precedenza richiamate.

Vi autorizziamo a comunicare la presente al Custode Giudiziale, confidando che alla luce delle considerazioni sopra illustrate e delle ulteriori spiegazioni e chiarimenti che Premafin vorrà fornire allo stesso, quest'ultimo possa disporre di tutti gli elementi utili per riconsiderare la richiesta avanzata.

Distinti saluti.

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.

(L'Amministratore Delegato)

A handwritten mark or signature in the bottom left corner of the page, consisting of a stylized, cursive letter 'B'.