



Comunicato Stampa

Milano, 21 luglio 2018

Vittoria Assicurazioni S.p.A.

Vittoria Assicurazioni è una compagnia indipendente costituita a Milano nel 1921. La società opera in tutti i Rami Danni e Vita sull'intero territorio nazionale attraverso una capillare organizzazione commerciale. Vittoria Assicurazioni si propone come l'assicuratore delle famiglie e delle piccole e medie imprese.

Vittoria Assicurazioni S.p.A.

www.vittoriaassicurazioni.com

Via Ignazio Gardella, 2
20149 Milano, Italia
T +39 02 48219.1
F +39 02 48203693

Iscritta All'Albo Imprese di Assicurazione e Riassicurazione Sezione I n.1.00014.
Società facente parte del Gruppo Vittoria Assicurazioni iscritto all'Albo dei Gruppi assicurativi n.008.
Soggetta all'attività di direzione e coordinamento della Capogruppo Yafa S.p.A.

Investor Relations

Carlo Cavazzoni
Responsabile Divisione Finanza

T + 39 02 48 219 206

ir@vittoriaassicurazioni.it

Media Relations

Alberto Marsaglia

T + 39 02 48 219 206

UfficioStampa@vittoriaassicurazioni.it

Offerta Pubblica di Acquisto e di scambio su Azioni di Vittoria Assicurazioni S.p.A.

Diffusione del Comunicato dell'Emittente

In seguito all'approvazione di CONSOB, con delibera n. 20531 del 20 luglio 2018, del Documento di Offerta, viene diffuso il Comunicato dell'Emittente approvato dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni in data 5 luglio 2018 ai sensi dell'art. 103 del TUF.

Il Comunicato, (comprensivo dei relativi allegati) costituisce altresì allegato al Documento di Offerta.

Allegato: Comunicato dell'Emittente del 5 luglio 2018

**COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI
VITTORIA ASSICURAZIONI S.p.A.**

*ai sensi dell'art. 103, comma 3, d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato e integrato (il TUF) e dell'art. 39 del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato e integrato (il **Regolamento Emittenti**) relativo alla*

**OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA
PROMOSSA DA Vittoria Capital S.p.A.**

1. PREMESSA

In data 16 maggio 2018 Vittoria Capital S.p.A. (**Vittoria Capital** o l'**Offerente**) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (l'**Offerta** o l'**OPAS**), ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e ss. del TUF, avente ad oggetto massime n. 27.464.524 azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni S.p.A. dal valore nominale di Euro 1,00 cadauna (ciascuna, una **Azione Vittoria Assicurazioni**) di Vittoria Assicurazioni S.p.A. (**Vittoria Assicurazioni** o l'**Emittente**), negoziate sul Mercato Telematico Azionario (**MTA**) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (**Borsa Italiana**), pari alla totalità delle azioni dedotte, oltre alle n. 34.464.400 azioni dell'Emittente detenute direttamente da Vittoria Capital, le n. 5.450.000 azioni dell'Emittente detenute da Yafa Holding, rappresentative complessivamente del 59,24% del capitale sociale.

In data 5 giugno 2018 l'Offerente ha presentato a Consob, ai sensi dell'articolo 102 comma 3 del D.Lgs n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato (il "TUF") e dell'articolo 37 – *ter* del Regolamento adottato da Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971 ("Il Regolamento Emittenti"), il documento d'offerta ("Il Documento di Offerta") relativo all'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria ("L'Offerta"), ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del TUF sulla totalità degli azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni S.p.A. ("Le azioni"), quotate sul Mercato telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

L'Offerente contestualmente alla presentazione del documento di offerta, ha rivolto apposita istanza a Consob per l'emissione del giudizio di equivalenza, ai sensi dell'articolo 34 – *ter*, comma 1, lettera j) del Regolamento Emittenti.

In data 22 giugno 2018 Consob ha comunicato all'Offerente la sospensione dei termini dell'istruttoria ai sensi dell'articolo 102, comma 4 del TUF, per un periodo non superiore a 15 giorni a far data dal 22 giugno (e, quindi, sino al 6 luglio incluso). La suddetta sospensione è stata richiesta a fronte di talune richieste di integrazione del documento di Offerta.

2. CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'EMITTENTE

2.1. Riunione del Consiglio di Amministrazione

In data 5 luglio 2018 il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni ha esaminato il contenuto dell'OPAS ed approvato il presente comunicato di cui all'art. 103, comma 3, del TUF e



all'art. 39 del Regolamento Emittenti (il **Comunicato OPAS**), conferendo all'Amministratore Delegato Cesare Caldarelli l'incarico e i poteri di procedere alla finalizzazione del relativo testo e a ogni relativo adempimento pubblicitario. Alla riunione hanno partecipato, di persona o mediante collegamento in audio-conferenza, i seguenti membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale dell'Emittente:

Consiglio di Amministrazione

Presidente emerito Carlo ACUTIS,

Presidente Andrea ACUTIS

Vice Presidente Roberto GUARENA

Amministratore Delegato Cesare CALDARELLI

Consiglieri: Adriana ACUTIS BISCARETTI DI RUFFIA, Maria Antonella MASSARI, Giuseppe SPADAFORA, Roberta URBAN, Marco BRIGNONE, Giorgio MARSIAJ, Marzia MORENA, Giorgio Roberto COSTA e Luca PAVERI FONTANA. Ha giustificato l'assenza Lorenza GUERRA SERÀGNOLI.

Sindaci Giuseppe CERATI (Presidente), Giovanni MARITANO, Francesca SANGIANI

2.2. Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'OPAS

Nel contesto della riunione, anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del codice civile e all'articolo 39 comma 1 lett) b del Regolamento Emittenti, i seguenti componenti del Consiglio di Amministrazione hanno dato notizia agli altri amministratori e al Collegio Sindacale di essere portatori di un interesse proprio o di terzi relativo all'Offerta, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata:

- Carlo ACUTIS è il soggetto che controlla l'Offerente, in quanto soggetto posto al vertice della catena partecipativa del Gruppo di cui fa parte l'Offerente stessa. Il Signor Carlo ACUTIS detiene infatti la proprietà di n. 8.249.994 azioni rappresentative del 54,99% del capitale sociale della Capogruppo Yafa e ha l'usufrutto vitalizio con diritto di voto su n. 6.750.000 azioni rappresentative del 45% del capitale sociale della medesima Yafa S.p.A. In quanto membro del Consiglio di Amministrazione di Yafa S.p.A., è altresì dirigente con responsabilità strategiche dell'Offerente;
- Andrea ACUTIS ha la nuda proprietà di n. 3.375.000 azioni rappresentative del 22,5% del capitale sociale di Yafa. In quanto membro del Consiglio di Amministrazione di Yafa S.p.A., è altresì dirigente con responsabilità strategiche dell'Offerente. Detiene inoltre 117.730 azioni dell'Emittente;
- Adriana ACUTIS ha la nuda proprietà di n. 3.375.000 azioni rappresentative del 22,5 % del capitale sociale della Capogruppo Yafa. E' altresì membro del Consiglio di Amministrazione dell'Offerente e della Capogruppo Yafa S.p.A. Detiene inoltre 64.750 azioni dell'Emittente;
- Roberto GUARENA e Luca PAVERI FONTANA detengono, rispettivamente, una azione di Yafa S.p.A.

In ragione di quanto precede, i Signori Carlo Acutis, Andrea Acutis e Adriana Acutis hanno ritenuto opportuno astenersi dal prendere parte attiva alla discussione riguardante l'OPAS, oltre che dall'esprimere il proprio voto nella relativa delibera dell'Emittente.



Inoltre, i seguenti Amministratori hanno dichiarato di detenere azioni dell'Emittente:

- Roberto GUARENA detiene, tramite coniuge, di n. 50.000 azioni Vittoria Assicurazioni;
- Cesare CALDARELLI detiene, tramite coniuge, di n. 11.500 azioni Vittoria Assicurazioni;
- Marco BRIGNONE detiene n. 20.000 azioni Vittoria Assicurazioni;
- Giorgio Roberto COSTA detiene n. 43.000 azioni Vittoria Assicurazioni;
- Giorgio MARSIAJ detiene n. 344.644 azioni Vittoria Assicurazioni;
- Luca PAVERI FONTANA n. 69.000 azioni Vittoria Assicurazioni.

2.3. Documentazione esaminata

Il Consiglio di Amministrazione, al fine di esprimere la sua valutazione circa l'OPAS e, in particolare, circa il corrispettivo offerto da Vittoria Capital (il **Corrispettivo OPAS**, nelle due forme del Corrispettivo in Denaro ovvero del Corrispettivo Alternativo, come *infra* meglio specificato) agli azionisti dell'Emittente che aderiranno all'OPAS (ciascuno, un **Aderente all'OPAS**), ha esaminato la seguente documentazione:

- 1) la comunicazione effettuata in data 16 maggio 2018 dall'Offerente ai sensi dell'art. 102 del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, con la quale Vittoria Capital ha reso nota la propria intenzione di promuovere l'OPAS ed ha illustrato gli elementi essenziali della stessa (il **Comunicato 102**);
- 2) il documento di offerta relativo all'OPAS depositato da Vittoria Capital presso Consob in data 5 giugno 2018 ai sensi degli artt. 102, comma 3, del TUF e 37-ter del Regolamento Emittenti, come successivamente modificato e integrato fino alla data del presente Comunicato OPAS nel corso dell'istruttoria compiuta da Consob ai sensi delle applicabili disposizioni normative e regolamentari (il **Documento di Offerta**); in particolare è stata esaminata la versione aggiornata del Documento di Offerta fatto pervenire dall'Offerente in data 4 luglio 2018 ed in corso di deposito presso Consob;
- 3) il verbale relativo all'Aumento di Capitale (l'**Aumento di Capitale OPAS**) deliberato dall'Assemblea Straordinaria dell'Offerente in data 15 giugno 2018, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte e anche in più tranches, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 46.080.328 azioni Vittoria Capital del valore nominale pari ad Euro 1,00, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione a cui sono allegati la relazione illustrativa redatta dagli amministratori dell'Offerente ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile (che reca in allegato, oltre al Comunicato 102, le valutazioni dell'Offerente in merito agli elementi economico-finanziari elaborate con il supporto di UBS Investment Bank) ed il parere espresso in data 6 marzo 2017 dal Collegio Sindacale dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile;
- 4) la relazione rilasciata in data 12 giugno 2018, con riferimento al 31 marzo 2018, a cura dell'esperto BDO Italia S.p.A., ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile avente ad oggetto la valutazione delle Azioni Vittoria Assicurazioni da conferirsi in liberazione dell'aumento di capitale si cui al punto 3) che precede (la **Relazione Esperto**);



- 5) la *fairness opinion* resa in data 4 giugno 2018 da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (**PWC**), in qualità di esperto indipendente incaricato a questo fine dagli Amministratori Indipendenti dell'Emittente ai sensi dell'articolo 39 – bis, comma 2, lett. d), del Regolamento Emittenti, accluso *sub* allegato A al presente Comunicato OPAS (**l'Opinion PWC**);
- 6) la *fairness opinion* resa in data 4 giugno 2018 da Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa (**Mediobanca**), in qualità di esperto indipendente ai sensi dell'art. 39, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti incaricato a questo fine dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, acclusa *sub* Allegato B al presente Comunicato OPAS (**l'Opinion Mediobanca**);
- 7) il parere reso in data 5 luglio 2018 a cura degli amministratori indipendenti dell'Emittente signori Marco BRIGNONE, Lorenza GUERRA SERAGNOLI, Giorgio MARSIAJ, Maria Antonella MASSARI, Marzia MORENA, Giuseppe SPADAFORA e Roberta URBAN (i quali non rientrano nella definizione di parti correlate dell'Offerente a termini del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato), ai sensi dell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti, contenente le valutazioni sull'Offerta e sulla congruità del Corrispettivo OPAS, accluso *sub* Allegato C al presente Comunicato OPAS.

2.4. Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione

All'esito dell'esame della sopra elencata documentazione, al fine di fornire agli azionisti dell'Emittente e al mercato ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPAS, nonché la propria valutazione motivata sulla stessa e sulla congruità del Corrispettivo OPAS, il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, dopo approfondita discussione, ha approvato all'unanimità (salva la già menzionata astensione dei Signori Carlo Acutis, Adriana Acutis e Andrea Acutis) i contenuti del Comunicato OPAS e conferito all'Amministratore Delegato Cesare Caldarelli ogni più ampio potere al fine di procedere alla sua finalizzazione, compiendo inoltre tutti gli atti richiesti per dar seguito alla trasmissione del Comunicato OPAS a Consob e alla sua pubblicazione nelle forme, nei modi e nei tempi di legge, con facoltà di apportare allo stesso ogni modifica o integrazione di carattere non sostanziale che dovesse essere ritenuta opportuna così come qualsiasi modifica che dovesse essere espressamente richiesta da Consob o da ogni altra competente autorità ovvero che dovesse rendersi comunque utile al fine di rispettare le vigenti disposizioni di legge o regolamentari.

Il Collegio Sindacale dell'Emittente ha preso atto della deliberazione assunta dal Consiglio di Amministrazione, senza formulare alcun rilievo.

Il presente Comunicato OPAS (comprensivo dei relativi allegati) viene diffuso contestualmente e congiuntamente con il Documento di Offerta oggetto di pubblicazione, quale allegato al medesimo.

3. **DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OFFERTA**

3.1. Elementi essenziali dell'Offerta



Al fine di permettere agli azionisti di Vittoria Assicurazioni un corretto apprezzamento dell'Offerta, vengono nel seguito ricapitolate sinteticamente alcune delle principali informazioni ad essa relative, come riportate nel Documento d'Offerta.

L'Offerta ha natura volontaria, nella forma di acquisto e scambio di azioni, ai sensi dell'art. 102 del TUF.

Come indicato in precedenza, l'Offerta ha ad oggetto n. 27.464.524 azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni S.p.A. dal valore nominale di Euro 1,00 cadauna.

Il perfezionamento dell'Offerta è condizionato al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi:

a) che le Adesioni all'Offerta abbiano ad oggetto un numero complessivo di Azioni tale da consentire all'Offerente di venire a detenere una partecipazione complessiva - tenuto anche conto della partecipazione dallo stesso direttamente o indirettamente detenuta - pari ad almeno il 95% del capitale dell'Emittente (la "Condizione sulla Soglia"); e

b) al mancato verificarsi, entro il primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione di (i) eventi a livello nazionale o internazionale comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sull'Emittente, ovvero (ii) fatti o situazioni relativi all'Emittente non già resi noti al mercato alla data del Comunicato 102, tali da alterare in modo sostanzialmente pregiudizievole il profilo patrimoniale, economico o finanziario dell'Emittente (l'"Evento MAC").

Per le ulteriori informazioni fornite dall'Offerente in proposito si rinvia alla Sezione A, Paragrafo A.1 del Documento di Offerta.

Secondo quanto indicato nella Sezione E del Documento di Offerta, l'Offerente riconoscerà a ciascun aderente all'Offerta:

(i) il Corrispettivo in Denaro pari a Euro 14,0 per ogni azione Vittoria Assicurazioni portata in adesione all'Offerta; ovvero, in alternativa

(ii) il Corrispettivo Alternativo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta, non quotate per n. 1,0 azioni Vittoria Assicurazioni portate in adesione all'Offerta.

Gli aderenti all'Offerta potranno esercitare l'opzione di ricevere il pagamento del Corrispettivo Alternativo in luogo del Corrispettivo in Denaro esclusivamente al momento dell'adesione all'Offerta e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le (e, dunque, non solo a una parte delle) Azioni portate in adesione.

Si precisa che - così come riportato nel verbale dell'assemblea straordinaria di Vittoria Capital del 15 giugno u.s. che ha deliberato sull'Aumento di Capitale - detenendo gli azionisti di Vittoria Assicurazioni diversi da Vittoria Capital complessivamente n. 32.914.524 Azioni e potendo essere conferite in Vittoria Capital massime n. 32.914.520, Yafa Holding ha comunicato la propria disponibilità a non procedere al conferimento del quantitativo di Azioni, ricompreso tra 1 e 9, eventualmente necessario ai fini della quadratura dell'operazione nel suo complesso, ovvero sia 4 nel caso di conferimento della totalità delle Azioni.

Sempre secondo quanto indicato nella Sezione E del Documento di Offerta, il Corrispettivo dell'Offerta è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente sulla base delle proprie analisi e considerazioni sul valore del capitale economico di Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital, svolte con la consulenza e il supporto del Consulente Finanziario (UBS) sulla



base delle metodologie di valutazione generalmente applicate per società operanti nello stesso settore di Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital.

In particolare, i metodi principali utilizzati sono stati il metodo del Dividend Discount Model (DDM), il metodo dei Multipli di Mercato ed il metodo della Regressione.

Inoltre, al fine di determinare il Corrispettivo sono stati considerati anche i premi pagati in Italia nel contesto di offerte pubbliche volontarie comparabili negli ultimi dieci anni al fine di riconoscere agli azionisti di minoranza un congruo riconoscimento a fronte dell'adesione all'Offerta.

I risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi sopra elencati sono stati anche confrontati con le quotazioni del titolo Vittoria Assicurazioni nel corso dell'ultimo anno (metodo delle Quotazioni di Mercato) e con gli obiettivi di prezzo di Vittoria Assicurazioni pubblicati dai principali analisti di ricerca italiani ed internazionali a seguito della pubblicazione dei risultati annuali di Vittoria Assicurazioni il 15 maggio 2018 (Equita SIM, Banca IMI, KBW e Intermonte).

Posto che l'Aumento di Capitale OPAS è già stato deliberato, l'Offerente non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta, per quanto attiene alla componente costituita dallo scambio azionario.

Per le ulteriori informazioni fornite dall'Offerente in proposito, si rinvia alla Sezione E del Documento di Offerta.

3.2. Motivazioni dell'Offerta

L'Offerta costituisce uno strumento di attuazione del programma dell'Offerente volto a promuovere la revoca delle quotazioni (delisting) dal Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie dell'Emittente mediante l'acquisto della totalità delle azioni ordinarie ad oggi non riconducibili all'Offerente e alle Persone che Agiscono di Concerto con il medesimo o mediante la conversione di queste in Azioni non quotate Vittoria Capital di nuova emissione.

Le motivazioni dell'Offerta risiedono principalmente nella volontà dell'Offerente di perseguire la semplificazione dell'assetto societario e della governance a livello di Gruppo, allo scopo di semplificare la catena di controllo e di meglio valorizzare una visione industriale di medio-lungo periodo di Vittoria Assicurazioni.

Promuovendo l'Offerta, l'Offerente intende altresì concedere agli attuali Azionisti di Vittoria Assicurazioni un'opportunità di disinvestire agevolmente le loro azioni Vittoria Assicurazioni e a condizioni più favorevoli di quelle registrate nei mesi scorsi sul mercato, fermo restando, in ogni caso, il diritto di tali Azionisti di optare per la consegna del Corrispettivo Alternativo e, dunque, di continuare a partecipare, sia pure indirettamente, al capitale dell'Emittente per il tramite di Vittoria Capital.

L'Offerta consentirà al Gruppo facente capo a Yafa S.p.A. di integrare pienamente le proprie attività attraverso una semplificazione della struttura proprietaria di Vittoria Assicurazioni. Ciò consentirà un più efficiente e completo coordinamento degli obiettivi e delle strategie del Gruppo, anche in funzione del conseguimento dei richiamati obiettivi.

In tale contesto, dopo il completamento dell'Offerta, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla fusione dell'Offerente nell'Emittente medesimo (c.d. fusione inversa). Inoltre,



l'Offerente non esclude di poter valutare, a sua discrezione, in futuro l'opportunità di realizzare – in aggiunta o in alternativa alla Fusione Inversa – eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e di business che si ritenessero opportune in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, nonché con gli obiettivi di crescita e sviluppo di Vittoria Assicurazioni.

3.3. Delisting di Vittoria Assicurazioni all'esito dell'Offerta

Nel caso in cui, ad esito dell'Offerta, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati dall'Offerente o dalle Persone che Agiscono di Concerto al di fuori della medesima ai sensi della normativa applicabile, entro il termine del Periodo di Adesione (come eventualmente esteso) e/o a seguito dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF, l'Offerente (congiuntamente alle Persone che Agiscono di Concerto) venisse a detenere una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente ha dichiarato l'intenzione di avvalersi del diritto di acquistare le rimanenti Azioni in circolazione, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 111 del TUF (ossia del Diritto di Acquisto).

Ai sensi dell'articolo 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, nel caso di esercizio del Diritto di Acquisto, Borsa Italiana disporrà la sospensione e/o la revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione nel MTA, tenendo conto dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Acquisto.

Inoltre, nel caso in cui, al termine dell'Offerta, l'Offerente (congiuntamente alle Persone che Agiscono di Concerto) - previa rinuncia alla Condizione sulla Soglia - venisse a detenere una partecipazione superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente emesso a tale data, tenendo in considerazione anche gli acquisti effettuati dall'Offerente sul mercato, l'Offerente ha dichiarato l'intenzione di non ricostituire il flottante e di adempiere all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF nei confronti di qualunque azionista che ne faccia richiesta.

A norma dell'articolo 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, laddove si realizzino le condizioni di cui all'articolo 108, comma 2, del TUF, le azioni saranno revocate dalla quotazione a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF.

3.4 Eventuale Fusione inversa all'esito dell'Offerta e del Delisting

Come anticipato, dopo il completamento dell'Offerta, subordinatamente al Delisting, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla Fusione Inversa, fermo restando che, alla data odierna, non risulta all'Emittente essere stata assunta alcuna decisione formale da parte degli organi competenti dell'Emittente e/o dell'Offerente.

Nel caso in cui la Fusione Inversa venisse approvata dall'Assemblea dei Soci delle rispettive società coinvolte, e conseguentemente perfezionata, l'indebitamento complessivo residuo gravante in capo alle società partecipanti alla Fusione Inversa confluirebbe nell'Emittente, che avrebbe un livello di indebitamento superiore a quello ante Fusione Inversa.

In dipendenza dell'indebitamento che sarà assunto dall'Offerente ai fini dell'Offerta, ove la Fusione Inversa fosse realizzata, tenuto conto che il patrimonio di Vittoria Assicurazioni



verrebbe a costituire garanzia generica del rimborso del suddetto finanziamento, la Fusione Inversa sarà attuata - anche a fini cautelativi - in ossequio alla disciplina di cui all'articolo 2501-bis del Codice Civile (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento). Pertanto, sarà necessario che: (i) il progetto di fusione (di cui all'articolo 2501-ter del Codice Civile) indichi le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione (articolo 2501-bis, comma 2, del Codice Civile); (ii) la relazione dell'organo amministrativo (di cui all'articolo 2501-quinquies del Codice Civile) indichi le ragioni che giustificano l'operazione e contenga un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere (articolo 2501-bis, comma 3, del Codice Civile); (iii) la relazione degli esperti (di cui all'articolo 2501-sexies del Codice Civile) attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del secondo comma dell'articolo 2501-bis del Codice Civile (articolo 2501-bis, comma 4, del Codice Civile); e (iv) al progetto di fusione sia allegata una relazione della società di revisione (dell'incorporante o dell'incorporanda) che contenga un'attestazione in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni che sono contenute nel progetto di fusione, con particolare riferimento alle modalità che sono previste per il rimborso del finanziamento (articolo 2501-bis, comma 5, del Codice Civile).

4. VALUTAZIONE MOTIVATA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULL'OFFERTA E SULLA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO OPAS

Il Consiglio di Amministrazione, alla luce di tutto quanto precede, esprime le seguenti valutazioni.

4.1. Valutazioni di natura industriale e aziendale

Il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni ha avuto modo di esaminare i programmi futuri dell'Offerente e ha valutato positivamente gli effetti della revoca delle quotazioni (delisting) dal Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie dell'Emittente mediante l'acquisto della totalità delle azioni ordinarie e i benefici derivanti dalla semplificazione dell'assetto societario e della governance a livello di Gruppo, nonché dalla integrazione delle relative attività.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione ha:

- esaminato i programmi futuri dell'Offerente illustrati nella Sezione G – Paragrafo G.2 del Documento di Offerta;
- preso atto della decisione dell'Offerente di subordinare l'OPAS alla Condizione di Efficacia dell'OPAS e della sua intenzione di non ripristinare il flottante di Vittoria Assicurazioni, avvalendosi degli artt. 108 e/o 111 del TUF, con conseguente *delisting*;
- preso atto che, dopo il completamento dell'Offerta, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla fusione dell'Offerente nell'Emittente medesimo (c.d. fusione inversa).

Il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, alla luce di quanto precede, valuta i programmi e gli obiettivi di sviluppo sottesi all'Offerta coerenti con la strategia imprenditoriale intrapresa e con il posizionamento del Gruppo nel mercato di riferimento, ritenendo inoltre che



essi possano attribuire all'Emittente e, più in generale, al Gruppo una concreta opportunità di perseguimento dei propri obiettivi strategici di medio-lungo periodo, in un'ottica di accrescimento di valore nell'interesse di tutti gli *stakeholders*.

4.2. Valutazioni sui termini finanziari dell'Offerta

4.2.1. *Principali informazioni sul Corrispettivo OPAS contenute nel Documento di Offerta*

Ad avviso del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, e come confermato dall'Opinion PWC e dall'Opinion Mediobanca, le valutazioni attribuite a Vittoria Assicurazioni e a Vittoria Capital nel contesto dell'OPAS e ai fini del concambio azionario previsto dal Corrispettivo OPAS appaiono essere frutto dell'applicazione di metodi e criteri adeguati, in linea con la migliore prassi nazionale e internazionale per questo genere di transazioni.

Il Corrispettivo dell'Offerta è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente sulla base delle proprie analisi e considerazioni sul valore del capitale economico di Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital, svolte con la consulenza e il supporto del Consulente Finanziario (UBS) sulla base delle metodologie di valutazione generalmente applicate per società operanti nello stesso settore di Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital.

In particolare, i metodi principali utilizzati sono stati il metodo del Dividend Discount Model (DDM), il metodo dei Multipli di Mercato ed il metodo della Regressione.

Inoltre, al fine di determinare il Corrispettivo sono stati considerati anche i premi pagati in Italia nel contesto di offerte pubbliche volontarie comparabili negli ultimi dieci anni al fine di riconoscere agli azionisti di minoranza un congruo riconoscimento a fronte dell'adesione all'Offerta.

I risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi sopra elencati sono stati anche confrontati con le quotazioni del titolo Vittoria Assicurazioni nel corso dell'ultimo anno (metodo delle Quotazioni di Mercato) e con gli obiettivi di prezzo di Vittoria Assicurazioni pubblicati dai principali analisti di ricerca italiani ed internazionali a seguito della pubblicazione dei risultati annuali di Vittoria Assicurazioni il 15 maggio 2018 (Equita SIM, Banca IMI, KBW e Intermonte).

In considerazione della natura duplice del Corrispettivo dell'Offerta, rappresentato da contanti o da Azioni non quotate Vittoria Capital di nuova emissione offerte in scambio a fronte di Azioni Vittoria Assicurazioni portate in adesione all'Offerta, le analisi valutative sottostanti alla determinazione del Corrispettivo dell'Offerta sono state effettuate dall'Offerente allo scopo di esprimere sia una stima della valutazione adeguata del capitale economico di Vittoria Assicurazioni, nel caso di Corrispettivo in Denaro, che una stima comparativa dei valori economici di Vittoria Assicurazioni e di Vittoria Capital, nel caso di Corrispettivo Alternativo.

Pertanto, nell'approccio valutativo dell'Offerente è stato privilegiato il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati, allo scopo di individuare intervalli di valori relativi omogenei e confrontabili tra Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital. Le stime di valore del capitale economico di Vittoria Assicurazioni e Vittoria Capital sottostanti alla determinazione del Corrispettivo Alternativo assumono quindi significato esclusivamente in termini relativi.

Le analisi valutative svolte dall'Offerente ai fini della determinazione del Corrispettivo Alternativo tengono in conto del fatto che Vittoria Capital sia una pura holding finanziaria il cui bilancio è



quasi per la totalità composto dalla partecipazione detenuta in Vittoria Assicurazioni (51,15%). Pertanto il valore di Vittoria Capital è una funzione del valore di Vittoria Assicurazioni.

4.2.2. L'Opinion PWC

L'esperto PWC ha fondato il proprio giudizio di congruità, quale riflesso nell'Opinion, sulla base dei seguenti criteri metodologici:

- metodo del cd. Dividend Discount Model, nella variante dell'Excess of Capital ("DDM"): rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina e prassi, soprattutto con riferimento al settore assicurativo. Tale metodologia consente di tenere conto dell'attuale consistenza patrimoniale di Vittoria Assicurazioni rispetto ai requisiti di vigilanza e delle sue prospettive reddituali riflesse nelle proiezioni;
- metodo delle Transazioni Comparabili, che si fonda sull'analisi dei prezzi espressivi di valori negoziati nell'ambito di operazioni ritenute comparabili. In particolare sono stati analizzati i premi mediamente riconosciuti nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie avvenute nel mercato italiano nel periodo 2012-2018 ed aventi ad oggetto pacchetti azionari di minoranza;
- metodo dell'Analisi di Regressione, che determina il valore economico di un'azienda tramite la correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione significativo di società quotate comparabili europee, esistente tra una variabile, che esprime la redditività in genere prospettica, e un multiplo, che esprime invece la valorizzazione di mercato.

L'esperto PWC ha rilevato che l'analisi valutativa presenta alcune limitazioni intrinseche delle metodologie utilizzate e alcune criticità riguardanti le specifiche caratteristiche dell'Emittente. In particolare:

- complessità delle metodiche della valutazione e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati: le metodiche della valutazione utilizzate hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative. Le stime effettuate risentono, dunque, dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati;
- uso di dati previsionali: le metodiche della valutazione adottate, oltre a fare riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate, laddove applicabile, sulle Proiezioni economiche e patrimoniali della Compagnia. I Dati Prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- volatilità dei mercati finanziari: la situazione congiunturale caratterizzata da notevole incertezza, è all'origine di un'accentuata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari italiani.

Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo effettuate, sebbene con le limitazioni sopra illustrate, l'esperto PWC ha concluso che il Corrispettivo in Denaro e il Corrispettivo



Alternativo offerti da Vittoria Capital possono essere ritenuti congrui da un punto di vista finanziario per i titolari delle azioni cui l'Offerta è rivolta.

Per ulteriori informazioni, si rinvia all'Opinion PWC (qui acclusa *sub* Allegato A).

4.2.3. L'Opinion MEDIOBANCA

L'esperto Mediobanca ha fondato il proprio giudizio di congruità, quale riflesso nell'Opinion, sulla base dei seguenti criteri metodologici:

- Premi pagati in precedenti offerte pubbliche: prassi valutativa utilizzata nel caso di società quotata in Borsa oggetto di offerta pubblica, che prevede l'applicazione ai prezzi di mercato prima dell'annuncio, calcolati in intervalli di tempo ritenuti significativi, i premi pagati in precedenti offerte pubbliche similari.
- Multipli di Mercato – Price/Earning ("P/E") e Regressione Lineare: metodologia basata sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione della metodologia si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato. Mediante la Regressione si stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente sul mercato tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dall'attesa del Return on Average Tangible Equity o "RoATE") di un campione significativo di società comparabili e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto tangibile delle stesse società. Tale correlazione, rappresentata tramite l'equazione di una regressione lineare, è applicata alla redditività e al patrimonio netto tangibile della società oggetto di valutazione.
- Dividend Discount Model, nella variante cosiddetta dell'Excess Capital ("DDM").

L'esperto Mediobanca ha rilevato che l'analisi valutativa presenta alcune limitazioni intrinseche delle metodologie utilizzate e alcune criticità riguardanti le specifiche caratteristiche dell'Emittente. In particolare:

- le proiezioni economico-finanziarie, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;
- i precedenti di offerte pubbliche di acquisto e scambio volontarie fanno riferimento a un campione di società non strettamente comparabile a Vittoria Assicurazioni (e.g. per settore, dimensione, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, struttura finanziaria, liquidità del titolo azionario);
- esiste un numero limitato di compagnie di assicurazioni quotate comparabili (e.g. per dimensione, business mix, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, tipologia di operatività, struttura finanziaria, liquidità del titolo azionario e copertura da parte degli analisti di ricerca) a Vittoria Assicurazioni tali da essere prese come riferimento nell'applicazione della metodologia di valutazione dei Multipli di Mercato;



- alla data dell'opinione non era disponibile la bozza del Documento di Offerta predisposto dall'Offerente e pertanto non erano disponibili informazioni ulteriori sull'Offerta ed in particolare sul corrispettivo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital rispetto a quelle indicate nel Comunicato dell'Offerente. In particolare, alla data dell'opinione vi erano limitate informazioni disponibili su Vittoria Capital per valutare compiutamente le relative azioni ordinarie.

Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo effettuate, sebbene con le limitazioni sopra illustrate, l'esperto Mediobanca ha concluso che nel contesto dell'Offerta il Corrispettivo Offerito risulta congruo da un punto di vista finanziario.

Per ulteriori informazioni, si rinvia all'Opinione Mediobanca (qui acclusa *sub* Allegato B).

5. IL PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI AI SENSI DELL'ART. 39-BIS DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

Tenuto conto del fatto che l'OPAS è promossa da Vittoria Capital, soggetto titolare di una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1, del TUF, trova applicazione al caso di specie l'art. 39-*bis*, comma 1, lett. a), punto 1), del Regolamento Emittenti.

Pertanto, prima dell'approvazione del presente Comunicato OPAS, gli amministratori indipendenti dell'Emittente hanno reso un parere motivato contenente le proprie valutazioni sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

Gli amministratori indipendenti, ai sensi del citato art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti, si sono avvalsi a questo fine dell'ausilio dell'esperto indipendente PWC.

In particolare, gli amministratori indipendenti, esaminati (i) i contenuti del Documento di Offerta e della ulteriore documentazione relativa all'OPAS e (ii) l'Opinione, all'unanimità hanno espresso una valutazione positiva dell'Offerta e hanno giudicato il Corrispettivo OPAS congruo, dal punto di vista finanziario, per i possessori delle Azioni Vittoria Assicurazioni oggetto dell'OPAS.

Per ulteriori informazioni, si rinvia al parere degli amministratori indipendenti sull'OPAS (qui accluso *sub* Allegato C).

6. INDICAZIONE IN MERITO ALLA PARTECIPAZIONE DEI MEMBRI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ALLE TRATTATIVE PER LA DEFINIZIONE DELL'OFFERTA

La promozione dell'Offerta non è stata preceduta da alcuna trattativa tra l'Offerente e l'Emittente.

Il Presidente Emerito Carlo ACUTIS, quale soggetto che detiene una partecipazione di controllo in Yafa S.p.A., controllante dell'Offerente, e l'Amministratore Adriana ACUTIS BISCARETTI DI RUFFIA, quale Amministratore dell'Offerente, hanno partecipato alla definizione dei termini dell'Offerta.

7. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO NON INDICATI NELL'ULTIMA SITUAZIONE CONTABILE PERIODICA PUBBLICATA



Ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente precisa che non si sono verificati fatti di rilievo successivamente all'ultimo bilancio di esercizio della società, pubblicato in data 29 marzo 2018 e alla Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2018 pubblicato in data 10 maggio 2018.

8. INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO RECENTE E SULLE PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE

Relativamente alle informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni rinvia a quanto riportato dall'Offerente nella Sezione B – Paragrafo B.2.7 del Documento di Offerta.

9. EFFETTI DELL'EVENTUALE SUCCESSO DELL'OPAS SUI LIVELLI OCCUPAZIONALI DI VITTORIA ASSICURAZIONI E SULLA LOCALIZZAZIONE DEI SITI PRODUTTIVI

Laddove l'OPAS abbia successo il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni non si attende alcun impatto negativo dell'Offerta sui livelli occupazionali del Gruppo, considerato che l'Offerta viene lanciata dall'attuale azionista di maggioranza in ottica di continuità e consolidamento degli attuali obiettivi di medio – lungo periodo.

10. ALTRE INFORMAZIONI

In considerazione del fatto che l'Offerente detiene la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'Emittente, ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 3, del TUF all'OPAS non trovano applicazione gli artt. 102, commi 2 e 5, e 103, comma 3-*bis*, del TUF e ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti.

11. CONCLUSIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni,

- (i) esaminati i contenuti del Documento di Offerta e dell'ulteriore documentazione relativa all'OPAS;
- (ii) esaminate l'Opinion PWC, l'Opinion Mediobanca ed il parere degli amministratori indipendenti;
- (iii) ritenuto di condividere le conclusioni raggiunte dagli amministratori indipendenti e dagli esperti PWC e Mediobanca in merito al Corrispettivo OPAS,

esprime all'unanimità (fatta salva l'astensione motivata di Carlo Acutis, Andrea Acutis e Adriana Acutis Biscaretti di Ruffia) una valutazione positiva sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

* * *



Il Consiglio di Amministrazione precisa che il presente Comunicato OPAS è redatto esclusivamente ai fini e per gli effetti dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti e non intende sostituire in alcun modo il Documento di Offerta. Pertanto la convenienza economica dell'adesione all'Offerta dovrà essere valutata da ciascun azionista di Vittoria Assicurazioni all'atto dell'eventuale adesione, tenuto conto dell'andamento del titolo e delle dichiarazioni dell'Offerente contenute nel Documento di Offerta.

Il presente Comunicato OPAS contiene tutti gli elementi prescritti dall'art. 39 del Regolamento Emittenti. Qualora, successivamente alla data del presente Comunicato OPAS, si dovessero verificare fatti di rilievo ai sensi dell'art. 39, comma 4, del Regolamento Emittenti, ne verrà data tempestiva informativa tramite la diffusione di apposito comunicato di aggiornamento.

Il presente Comunicato OPAS e i relativi allegati verranno resi disponibili anche sul sito internet dell'Emittente.

Allegati:

- A) Opinion PWC;
- B) Opinion Mediobanca
- C) Parere motivato redatto ai sensi dell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti dagli amministratori indipendenti dell'Emittente.

Milano, 5 luglio 2018

Per il Consiglio di Amministrazione
L'Amministratore Delegato
Cesare Caldarelli



Vittoria Assicurazioni SpA

FAIRNESS OPINION A BENEFICIO DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI IN MERITO ALLA CONGRUITA' DA UN PUNTO DI VISTA FINANZIARIO DEL CORRISPETTIVO IN DENARO E DEL CORRISPETTIVO ALTERNATIVO IN AZIONI VITTORIA CAPITAL S.P.A (“VITTORIA CAPITAL” O L’“OFFERENTE”) NELL’AMBITO DELL’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E DI SCAMBIO VOLONTARIA PROMOSSA DA VITTORIA CAPITAL SULLA TOTALITÀ DELLE AZIONI ORDINARIE DI VITTORIA ASSICURAZIONI S.P.A (“VITTORIA”, LA “COMPAGNIA” O L’“EMITTENTE”), DEDOTTE LE AZIONI VITTORIA DETENUTE DA VITTORIA CAPITAL E LE AZIONI VITTORIA DETENUTE DA YAFA HOLDING S.P.A.

Milano, 4 giugno 2018

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp.Milano n° 03230150967 - Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 Fax 0461239077 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



Milano, 4 giugno 2018

Spettabile
Vittoria Assicurazioni S.p.A.
Via Ignazio Gardella, 2
20149 Milano

Alla cortese attenzione degli Amministratori Indipendenti di Vittoria Assicurazioni S.p.A.

Con riferimento alla nostra lettera di incarico datata 25 maggio 2018, alleghiamo il nostro parere (di seguito "Parere" o "*Fairness Opinion*") in merito alla congruità da un punto di vista finanziario del corrispettivo in denaro e del corrispettivo alternativo offerto ai titolari delle azioni Vittoria nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e di scambio volontaria promossa da Vittoria Capital sulla totalità delle azioni ordinarie della Compagnia, dedotte le azioni Vittoria detenute direttamente da Vittoria Capital e le azioni della Compagnia detenute da Yafa Holding S.p.A (l'"Offerta").

Il Parere è a beneficio esclusivo degli Amministratori Indipendenti di Vittoria, a supporto delle proprie determinazioni di competenza nell'ambito dell'Offerta promossa da Vittoria Capital con particolare riguardo all'emissione del parere previsto dall'articolo 39 bis, comma 2, del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato ("Regolamento Emittenti").

Vi invitiamo a leggere con attenzione alcune importanti note relative all'oggetto e alle modalità di svolgimento del lavoro contenute nel presente Parere.

Cordiali saluti

PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.


Gian Luca Di Martino

(Partner)


Maria Pia Carnicelli

(Director)

INDICE DEI CONTENUTI

1.	Introduzione	4
1.1	Oggetto e scopo dell'Incarico	4
1.2	Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta	5
1.3	Documentazione e informazioni utilizzate	7
1.4	Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto	8
1.5	Restrizioni all'uso della presente Fairness Opinion	9
1.6	Principali difficoltà di valutazione	9
2.	Analisi valutativa	10
2.1	Premessa	10
2.2	I criteri valutativi adottati ai fini della stima del fair value delle azioni Vittoria	11
2.3	I criteri valutativi adottati ai fini della stima del fair value delle azioni Vittoria Capital	12
2.4	L'applicazione delle metodiche della valutazione e la stima del fair value delle azioni Vittoria	12
2.5	L'applicazione delle metodiche della valutazione e la stima del fair value delle azioni Vittoria Capital	15
2.6	Sintesi dei risultati ottenuti	15
3.	Conclusioni	17

1. Introduzione

1.1 Oggetto e scopo dell'Incarico

In data 16 maggio 2018, Vittoria Capital ha comunicato, ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del D.Lgs 24 febbraio 1998, n.58. come successivamente modificato ed integrato (il "TUF") e dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, di aver assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie della Compagnia (n. 67.378.924) dedotte, oltre alle azioni Vittoria detenute direttamente da Vittoria Capital, pari a n. 34.464.400, anche le azioni della Compagnia detenute da Yafa Holding S.p.A., pari a n. 5.450.000.

L'Offerta promossa da Vittoria Capital è rivolta a tutti gli azionisti ordinari dell'Emittente. In particolare, Vittoria Capital offrirà a ciascun aderente:

- un corrispettivo in denaro pari ad Euro 14 per ogni azione Vittoria portata in adesione all'Offerta ("Corrispettivo in Denaro"); ovvero, in alternativa
- un corrispettivo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital non quotate per ogni n. 1 azione Vittoria portata in adesione all'Offerta ("Corrispettivo Alternativo").

Gli aderenti all'Offerta potranno esercitare l'opzione di ricevere il pagamento del corrispettivo in azioni in luogo del corrispettivo in denaro esclusivamente al momento dell'adesione all'Offerta e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le azioni portate in adesione. Le azioni Vittoria Capital che saranno eventualmente offerte in scambio agli azionisti Vittoria avranno godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie Vittoria Capital già in circolazione.

Il corrispettivo dell'Offerta (in denaro e alternativo, pari a 1,4 azioni Vittoria Capital non quotate per ogni azione Vittoria portata in adesione all'Offerta) incorpora un premio pari a circa il 20% rispetto al prezzo ufficiale unitario delle azioni Vittoria registrato in data 15 maggio 2018 (giorno antecedente il 16 maggio 2018, data della comunicazione da parte di Vittoria Capital dell'intenzione di promuovere l'Offerta).

In tale contesto, gli Amministratori Indipendenti di Vittoria ci hanno chiesto di emettere una *Fairness Opinion* avente ad oggetto la congruità da un punto di vista finanziario del Corrispettivo in Denaro e del Corrispettivo Alternativo offerto ai titolari delle azioni Vittoria nell'ambito dell'Offerta promossa da Vittoria Capital (di seguito i "Servizi").

I risultati dei Servizi saranno utilizzati dagli Amministratori Indipendenti come una delle informazioni di supporto ai fini dell'emissione del parere previsto dall'articolo 39 bis, comma 2 del Regolamento Emittenti.

Per le finalità del presente incarico, riteniamo di possedere i necessari requisiti di obiettività e di non trovarci in situazioni di conflitto di interesse.

Vi confermiamo che PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ("PwC") non intrattiene relazioni economiche, patrimoniali e/o finanziarie con Vittoria, con i soggetti che la controllano, con le società da essa controllate nonché con le altre società soggette a comune controllo con quest'ultima e con gli Amministratori della Compagnia, tali da compromettere la nostra indipendenza.

1.2 Descrizione di sintesi dei termini e dei razionali dell'Offerta

Vittoria è una società per azioni di diritto italiano costituita a Milano nel 1921 e quotata nel 1988 alla Borsa Valori di Milano. Dal novembre del 2001 la Compagnia fa parte del segmento STAR del Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Alla data del presente Parere, il capitale sociale dell'Emittente è pari ad Euro 67.378.924, integralmente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 67.378.924 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Vittoria Capital è una società per azioni di diritto italiano che possiede attualmente n. 34.464.400 azioni ordinarie di Vittoria, rappresentative del 51,15% del capitale sociale della Compagnia. L'82% del capitale sociale di Vittoria Capital è detenuto, a sua volta, da Yafa Holding S.p.A ("Yafa Holding"). Yafa Holding è, altresì, titolare di n. 5.450.000 azioni della Compagnia, rappresentative dell'8,09% del capitale sociale di quest'ultima.

L'Offerta promossa da Vittoria Capital ha ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie della Compagnia dedotte le azioni detenute dall'Offerente e le azioni detenute da Yafa Holding. L'Offerta è, dunque, rivolta ai titolari di n. 27.464.524 azioni ordinarie dell'Emittente, rappresentative del 40,76% del capitale sociale di Vittoria.

Tenuto conto del Corrispettivo in Denaro, pari ad Euro 14 per ogni azione Vittoria portata in adesione all'Offerta, l'esborso massimo complessivo dell'Offerente calcolato in caso di adesione totalitaria all'Offerta da parte di tutti i destinatari della stessa e assumendo che tutti gli aderenti esercitino l'opzione di ricevere il corrispettivo in *cash*, sarà pari ad Euro 385 milioni. Per far fronte a tale esborso, l'Offerente farà ricorso ad un finanziamento bancario concesso da uno o più primari istituti di credito.

Per quanto concerne il Corrispettivo Alternativo, costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital non quotate per ogni n. 1 azione Vittoria portata in adesione all'Offerta, il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Capital, in data 15 maggio 2018, ha deliberato di sottoporre all'assemblea

ordinaria degli azionisti (convocata per il giorno 15 giugno 2018, in prima convocazione, e per il giorno 18 giugno 2018, in seconda convocazione) la proposta di aumento di capitale, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte e anche in più *tranche*, mediante emissione di massime n. 46.080.333,60 azioni ordinarie Vittoria Capital, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo del c.c., da liberarsi mediante conferimento in natura di massime n. 32.914.524 azioni portate in adesione all'Offerta e detenute da Yafa Holding ed eventualmente conferite.

I razionali sottostanti l'Offerta sono i seguenti:

- promuovere il *delisting* dal Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A delle azioni ordinarie dell'Emittente;
- perseguire, conseguentemente, la semplificazione della *governance* a livello di gruppo e valorizzare una visione di medio-lungo periodo di Vittoria;
- consentire al Gruppo facente capo a Yafa S.p.A., controllante di Yafa Holding, di integrare pienamente le proprie attività, attraverso una semplificazione della struttura proprietaria di Vittoria.

In tale contesto, a seguito del completamento dell'Offerta, Vittoria Capital valuterà l'opportunità di procedere alla fusione nella Compagnia (c.d. fusione inversa).

Per effetto dell'Offerta, inoltre, gli azionisti di minoranza avranno l'opportunità di disinvestire le azioni Vittoria a condizioni più favorevoli di quelle registrate nei mesi scorsi sul mercato, fermo restando, in ogni caso, il diritto di tali azionisti di optare per l'ottenimento del Corrispettivo Alternativo e, dunque, di continuare a partecipare al capitale della Compagnia, seppur indirettamente per il tramite di Vittoria Capital.

Il perfezionamento dell'Offerta è condizionato al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi:

- che le adesioni abbiano ad oggetto un numero complessivo di azioni Vittoria tale da consentire a Vittoria Capital di raggiungere una quota partecipativa nella Compagnia pari ad almeno il 95% del capitale sociale di Vittoria;
- al mancato verificarsi, entro il primo giorno di Borsa aperta successivo al termine del periodo di adesione di (a) eventi a livello nazionale o internazionale comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla Compagnia, ovvero (b) fatti o situazioni relativi all'Emittente non noti alla data della comunicazione effettuata da Vittoria Capital in data 16 maggio 2018 avente ad oggetto l'Offerta, tali da alterare in modo sostanzialmente pregiudizievole il profilo patrimoniale, economico o finanziario della Compagnia.

1.3 Documentazione e informazioni utilizzate

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dal management di Vittoria i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. In particolare, il nostro esame ha comportato, tra l'altro, l'analisi della seguente documentazione:

- Documenti interni predisposti dal management di Vittoria descrittivi dell'operazione allo studio;
- Documento approvato dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria il 24 gennaio 2018, contenente il Budget 2018 e le proiezioni 2019-2020 (le "Proiezioni" o i "Dati Prospettici");
- Bilancio Consolidato di Vittoria al 31.12.2017 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 15 marzo 2018 corredato della Relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. emessa in data 29 marzo 2018;
- Bilancio d'Esercizio di Vittoria Capital S.p.A. al 31.12.2017 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 16 marzo 2018 corredato della Relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. emessa in data 13 aprile 2018;
- Resoconto Intermedio di Gestione di Vittoria al 31 marzo 2018, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 4 maggio 2018;
- Situazione economica e patrimoniale di Vittoria Capital al 31 marzo 2018;
- Relazione *Own Risk and Solvency Assessment* ("ORSA"), predisposta secondo gli *standard Solvency II* e approvata dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria in data 4 maggio 2018;
- *Risk Appetite Statement*, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria in data 4 maggio 2018;
- Informazioni di dettaglio in merito al calcolo degli *Own Funds* e al *Solvency Capital Requirement* di Vittoria al 31 marzo 2018;
- Relazione periodica all'IVASS per l'esercizio 2017, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 4 maggio 2018;
- Relazione relativa alla Solvibilità e alla Condizione Finanziaria per l'esercizio 2017, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria in data 4 maggio 2018,
- Informazioni pubblicamente disponibili in merito a (i) società comparabili e a (ii) premi mediamente riconosciuti nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie avvenute in Italia nel periodo 2012-2018 e aventi ad oggetto pacchetti azionari di minoranza;
- Ulteriori dettagli ed informazioni di natura contabile, gestionale e statistica ritenuti utili ai fini dello svolgimento del presente incarico.

Abbiamo, inoltre, ottenuto una lettera di attestazione nella quale gli Amministratori di Vittoria, si dichiarano consapevoli delle ipotesi e limiti del nostro Incarico, e confermano l'inesistenza di elementi e informazioni diverse da quelle contenute nella documentazione sopra elencata che, qualora portati a conoscenza di PwC, avrebbero potuto modificare sensibilmente le conclusioni raggiunte.

1.4 Ipotesi e limitazioni del lavoro svolto

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di Vittoria né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità dell'Offerta;
- il presente Parere è stato predisposto ad esclusivo beneficio degli Amministratori Indipendenti di Vittoria come una delle informazioni di supporto ai fini dell'emissione del parere previsto dall'articolo 39 bis, comma 2 del Regolamento Emittenti, in accordo con i termini della nostra Lettera di Incarico e non è destinato ad essere utilizzato per altri scopi;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Non esistendo un unico valore, è prassi presentare le conclusioni delle analisi all'interno di un intervallo di valori;
- nel corso del lavoro sono state svolte alcune analisi di sensitività con riferimento agli esercizi valutativi in generale. Tali sensitività non rappresentano l'applicazione di metodologie valutative ma esclusivamente esercizi al fine di verificare l'impatto sui risultati al variare di alcuni parametri;
- la data di riferimento della valutazione è il 31 maggio 2018, data cui fanno riferimento i parametri valutativi utilizzati (la "Data di Riferimento"). Non sono stati portati a nostra conoscenza eventi successivi alla data del 31 marzo 2018, data di riferimento delle ultime situazioni patrimoniali ed economiche di Vittoria e di Vittoria Capital disponibili, che abbiano un impatto rilevante sulle conclusioni del nostro lavoro. Fermo restando quanto sopra, per le finalità del nostro incarico, le analisi condotte in merito alle quotazioni borsistiche del titolo Vittoria considerano il prezzo puntuale alla data del 15 maggio 2018 ovvero diversi orizzonti temporali di osservazione antecedenti la data del 15 maggio 2018 (giorno antecedente la data della comunicazione effettuata da Vittoria Capital, ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del TUF e dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, avente ad oggetto l'Offerta);
- le analisi del *fair value* delle azioni Vittoria e Vittoria Capital sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e "stand alone";
- l'Emittente e l'Offerente sono state esaminate nelle condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Parere;
- le nostre analisi sono state svolte nell'ipotesi di mantenimento della attuale direzione e gestione del *business* della Compagnia e dell'Offerente. La presente analisi dovrebbe essere rivista in caso di variazioni;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dal management della Compagnia (il "Management") nel corso del lavoro; data la natura del nostro Incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete al

Management; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva;

- l'incarico è stato svolto facendo riferimento, oltreché alle ultime situazioni patrimoniali ed economiche disponibili di Vittoria e di Vittoria Capital, anche alle Proiezioni economiche e patrimoniali della Compagnia per il periodo 2018-2020. In particolare, le analisi si basano sul presupposto che Vittoria implementi nelle prospettate tempistiche i Dati Prospettici forniti coerentemente con le ipotesi sottostanti. I Dati Prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni della Compagnia, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Data la natura dell'incarico e la finalità del nostro lavoro, compete al Management di Vittoria la responsabilità della preparazione dei Dati Prospettici e della formulazione delle ipotesi poste alla base della redazione degli stessi;
- i Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci dell'Emittente e dell'Offerente o su qualsiasi altra informazione finanziaria (incluse le informazioni finanziarie prospettiche), o sui controlli operativi o interni di Vittoria e di Vittoria Capital;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

1.5 Restrizioni all'uso della presente Fairness Opinion

La *Fairness Opinion* e/o il suo contenuto, non potrà essere in alcun modo utilizzata per scopi diversi da quanto descritto nel paragrafo 1 "Oggetto e scopo dell'Incarico".

1.6 Principali difficoltà di valutazione

L'analisi del *fair value* delle azioni ordinarie di Vittoria e di Vittoria Capital nel contesto dell'Offerta e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso del nostro lavoro:

- Complessità delle metodiche della valutazione e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati: le metodiche della valutazione utilizzate hanno richiesto l'applicazione

di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative. Le stime effettuate risentono, dunque, dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati;

- Uso di dati previsionali: le metodiche della valutazione adottate, oltre a fare riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate, laddove applicabile, sulle Proiezioni economiche e patrimoniali della Compagnia forniteci. I Dati Prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- Volatilità dei mercati finanziari: la situazione congiunturale caratterizzata da notevole incertezza, è all'origine di un'accentuata volatilità dei valori di mercato dei titoli azionari italiani.

2. Analisi valutativa

2.1 Premessa

Per quanto concerne la scelta delle metodiche della valutazione, la dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la selezione dei criteri valutativi risulti in funzione della finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività in cui essa opera e della quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

Le metodiche della valutazione si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- Metodi basati sui flussi di cassa/redditi che l'azienda è in grado di generare nel futuro (Metodo dei Flussi di Cassa Attualizzati, Metodo del *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital* e Metodo Reddituale);
- Metodi basati sul valore patrimoniale odierno (Metodo Patrimoniale);
- Metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale);
- Metodi basati sulle Quotazioni Borsistiche e sui Prezzi Obiettivo;
- Metodi basati sull'analisi comparativa di aziende simili (Metodo dei Multipli di Borsa e dell'Analisi di Regressione);
- Metodi basati sull'analisi dei multipli pagati in occasione di transazioni aventi ad oggetto aziende comparabili (Metodo delle transazioni comparabili).

Si riepilogano nel prosieguo i metodi valutativi individuati ai fini della stima del *fair value* delle azioni Vittoria e Vittoria Capital.

2.2 I criteri valutativi adottati ai fini della stima del *fair value* delle azioni Vittoria

Coerentemente con la finalità del Parere ed in linea con quanto previsto dalla migliore prassi valutativa nazionale ed internazionale, nella determinazione del *fair value* delle azioni Vittoria, si è fatto riferimento, avuto riguardo alle caratteristiche distintive della Compagnia, al mercato di riferimento in cui opera e al contesto complessivo di riferimento, nonché alle informazioni rese disponibili, alle seguenti metodiche della valutazione:

- **Metodo del *Dividend Discount Model*, nella variante dell'*Excess of Capital* (“DDM”):** rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina e prassi, soprattutto con riferimento al settore assicurativo. Tale metodologia consente di tenere conto dell’attuale consistenza patrimoniale di Vittoria rispetto ai requisiti di vigilanza e delle sue prospettive reddituali riflesse nelle Proiezioni;
- **Metodo delle *Transazioni Comparabili*.** Il metodo valutativo delle transazioni comparabili si fonda sull’analisi dei prezzi espressivi di valori negoziati nell’ambito di operazioni ritenute comparabili. In particolare, nel caso di specie, sono stati analizzati i premi mediamente riconosciuti nell’ambito di offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie avvenute nel mercato italiano nel periodo 2012-2018 ed aventi ad oggetto pacchetti azionari di minoranza;
- **Metodo dell’*Analisi di Regressione*.** Il metodo in parola determina il valore economico di un’azienda tramite la correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione significativo di società quotate comparabili, esistente tra una variabile, che esprime la redditività in genere prospettica, e un multiplo, che esprime invece la valorizzazione di mercato.

Al fine di ottenere un conforto sui risultati ottenuti attraverso l’applicazione delle metodologie sopra elencate, è stato utilizzato il metodo dei Multipli di Borsa. Il metodo in parola si fonda sull’analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Laddove applicabile, i metodi suddetti sono stati sviluppati con riferimento alle Proiezioni fornite dal Management.

Si rappresenta, inoltre, che:

- tenuto conto della circostanza che il titolo Vittoria risulta non adeguatamente coperto da studi di case di investimento nazionali e/o internazionali, si è ritenuto non applicabile il metodo del *target price* degli analisti;
- in considerazione della non disponibilità della stima attuariale del valore del portafoglio in essere (*Value of In Force Business* o “VIF”) riconducibile al *business life* della Compagnia, non è stato utilizzato il metodo della Somma delle Parti.

2.3 I criteri valutativi adottati ai fini della stima del fair value delle azioni Vittoria Capital

Per quanto concerne Vittoria Capital, stante la natura della società di *holding* di partecipazioni, la metodologia utilizzata è rappresentata dal metodo del patrimonio netto rettificato (“ANAV”). Tale metodo è solitamente utilizzato per la determinazione del valore economico di *holding* di partecipazioni e di società di investimento il cui valore è strettamente riconducibile al portafoglio delle partecipazioni detenute.

Alla luce della non disponibilità di proiezioni economiche e patrimoniali riferibili all’Offerente e in considerazione del fatto che le azioni Vittoria Capital non sono quotate, le metodiche della valutazione basate sull’attualizzazione dei flussi di cassa/reddito e i metodi delle Quotazioni Borsistiche e dei Prezzi Obiettivo risultano, di fatto, non applicabili.

2.4 L’applicazione delle metodiche della valutazione e la stima del fair value delle azioni Vittoria

Si riporta nel prosieguo la descrizione dell’applicazione delle metodiche della valutazione sopra menzionate e le conclusioni delle nostre analisi in merito alla stima del *fair value* delle azioni Vittoria.

Metodo del *Dividend Discount Model*, nella variante dell’*Excess of Capital* (“DDM”)

Il DDM assume che il valore del capitale economico di una compagnia sia pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell’orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza incidere sul livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso; e
- Valore attuale del “Valore Terminale”, ovvero il valore della compagnia al termine del periodo di previsione analitica dei flussi.

La metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una compagnia sulla base della seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- W: rappresenta il valore della compagnia oggetto di valutazione;
- DIVa: rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VTa: rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della compagnia.

La metodologia del DDM è stata applicata sulla base dei Dati Prospettici forniti dal Management.

In relazione alla distribuzione di dividendi, si è assunto un *Solvency II ratio target* in linea con il *Risk Appetite Statement* della Compagnia.

La metodologia del DDM prevede le seguenti fasi:

Fase 1. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2018-2020 e del calcolo dell'eccedenza patrimoniale lungo l'orizzonte della previsione, si è fatto riferimento alle Proiezioni.

Fase 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi ("costo del capitale proprio") corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio (K_e) ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f : rappresenta il "*risk-free rate*", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;
- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato);
- $R_m - R_f$: rappresenta il "*market premium*", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free*.

Fase 3. Calcolo del Valore Terminale

Il Valore Terminale è stato calcolato attraverso l'applicazione della formula di *Gordon-Shapiro*, ipotizzando un tasso di crescita in linea con il tasso di inflazione atteso nel lungo termine dal Fondo Monetario Internazionale ed il K_e sopra menzionato.

Sulla base dei parametri descritti precedentemente e in funzione delle analisi di sensitività effettuate con riguardo al tasso di attualizzazione e al tasso di crescita di lungo termine, nonché al *Solvency II ratio target* ed al *Loss Ratio*, è stato determinato un intervallo di valori per azione compreso tra Euro 12,9 – Euro 14,8.

Metodo delle Transazioni Comparabili – Analisi dei premi mediamente riconosciuti nell’ambito di operazioni comparabili

La metodica della valutazione in parola si fonda sull’analisi dei prezzi espressivi di valori negoziati nell’ambito di operazioni comparabili. In particolare, per le finalità del nostro incarico, sono stati analizzati i premi mediamente riconosciuti nell’ambito di offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie avvenute nel mercato italiano nel periodo 2012-2018. Le analisi condotte evidenziano premi riconosciuti inclusi nell’intervallo 10,9%-23,7%.

Tenuto conto, dunque:

- delle osservazioni relative ai prezzi di Borsa del titolo Vittoria e, in particolare:
 - del prezzo puntuale alla data del 15 maggio 2018;
 - delle medie dei prezzi di chiusura ponderati per i rispettivi volumi scambiati alternativamente, nel mese, nei 3 mesi, nei 6 mesi e nei 12 mesi antecedenti la data del 16 maggio 2018, e
- dell’intervallo dei premi mediamente riconosciuti nell’ambito di operazioni comparabili sopra illustrato,

è stato determinato un intervallo di valori per azione compreso nell’intervallo Euro 13 – Euro 15,2.

Metodo dell’Analisi di Regressione (“Value Map”)

Il metodo dell’analisi di regressione stima il capitale economico dell’azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto (o al patrimonio netto tangibile) per un campione di società comparabili quotate. Nello specifico, in considerazione delle specificità operative e di *business* di Vittoria, la *Value Map* è stata applicata ponendo in relazione, alternativamente, il P/BV (*Price/Book Value*) con il ROE (*Return on Equity*) e il P/TBV (*Price/Tangible Book Value*) con il ROTE (*Return on Tangible Equity*).

L’applicazione della metodica in parola si è articolata nelle seguenti principali fasi:

- Calcolo del P/TBV e P/BV e del ROTE/ROE per le società comparabili, corrispondenti alle compagnie selezionate ai fini della stima del tasso di attualizzazione;

- Individuazione della retta di regressione e valutazione della significatività statistica dei parametri della stessa;
- Individuazione del ROTE/ROE e del patrimonio netto contabile e tangibile di Vittoria;
- Applicazione dei parametri della regressione ai fini della determinazione del *fair value* delle azioni Vittoria.

In considerazione della disponibilità di previsioni economico patrimoniali future relative alle società comparabili selezionate, la retta di regressione è stata costruita prendendo a riferimento il ROTE/ROE ed il P/TBV e P/BV prospettici.

Attraverso il metodo della *Value Map* è stato determinato un valore per azione compreso tra Euro 13,2 – Euro 14,2.

2.5 L'applicazione delle metodiche della valutazione e la stima del fair value delle azioni Vittoria Capital

Per quanto concerne l'analisi del *fair value* delle azioni Vittoria Capital, la metodica della valutazione utilizzata è l'ANAV. Il metodo in parola si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi dell'attivo (rappresentato, essenzialmente, da investimenti azionari, di controllo o meno) e del passivo, con emersione anche di eventuali poste non iscritte a bilancio. Il metodo assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

In considerazione della composizione della situazione patrimoniale al 31 marzo 2018 dell'Offerente, l'applicazione del metodo dell'ANAV è consistito esclusivamente nella rivalutazione al *fair value* della partecipazione detenuta in Vittoria, ritenendo, al contempo, il valore di carico delle altre poste dell'attivo e del passivo rappresentativo del rispettivo *fair value*.

Sulla base dell'applicazione della metodica della valutazione dell'ANAV e in funzione dell'intervallo di *fair value* di Vittoria riportato nei paragrafi precedenti, considerato pro-quota in funzione dell'interessenza detenuta da Vittoria Capital, è stato determinato un intervallo di valori per azione pari a Euro 9,1 – Euro 10,8.

2.6 Sintesi dei risultati ottenuti

L'applicazione delle metodologie valutative descritte nei paragrafi precedenti, ha condotto all'individuazione dei seguenti intervalli di *fair value* delle azioni Vittoria e Vittoria Capital:

Sintesi dei risultati
€ per azione
Vittoria

Dividend Discount Model	12,9	14,8
Transazioni Comparabili	13,0	15,2
Regressione	13,2	14,2

Vittoria Capital

Prezzo per azione	9,1	10,8
-------------------	-----	------

Rapporto di cambio
1,4

Si evidenzia che l'intervallo di *fair value* delle azioni Vittoria determina un *Price/Earnings* ("P/E") 2017 e 2020 implicito nella valutazione di Vittoria, incluso, rispettivamente, nei seguenti intervalli:

- P/E implicito 2017: 11,2x – 13,2x;
- P/E implicito 2020: 9,3x – 11x.

I multipli impliciti sopra evidenziati risultano in linea con i rispettivi multipli P/E 2017 e 2020 del campione delle società comparabili selezionate ai fini della stima del tasso di attualizzazione e dello sviluppo della *Value Map*.

Gli intervalli di *fair value* delle azioni Vittoria e di Vittoria Capital sopra evidenziati conducono, inoltre, ad un rapporto di cambio di 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital per ogni azione ordinaria Vittoria portata in adesione all'Offerta.

3. Conclusioni

Tenuto conto delle finalità dell'incarico riportate al paragrafo 1.1, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.4, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.6 ed in considerazione dei risultati raggiunti con l'applicazione dei metodi sopra illustrati, riteniamo che, alla data di riferimento del presente Parere, il Corrispettivo in Denaro e il Corrispettivo Alternativo offerti da Vittoria Capital possano essere ritenuti congrui da un punto di vista finanziario per i titolari delle azioni cui l'Offerta è rivolta.



MEDIOBANCA
Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 4 giugno 2018

Spettabile
Vittoria Assicurazioni S.p.A.
Via Ignazio Gardella, 2
20149 MILANO

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

In data 16 maggio 2018 Vittoria Capital S.p.A. ("**Vittoria Capital**" o l'"**Offerente**") ha emesso un comunicato ai sensi dell'art. 102 del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (il "**Testo Unico**") e dell'art 37, comma 1, del Regolamento approvato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato, (il "**Regolamento**") (il "**Comunicato dell'Offerente**"), relativo alla promozione di un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria (l'"**Offerta**") avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni S.p.A. ("**Vittoria Assicurazioni**" o la "**Società**" o l'"**Emittente**"), dedotte, oltre alle n. 34.464.400 azioni dell'Emittente detenute direttamente da Vittoria Capital, le n. 5.450.000 azioni dell'Emittente detenute da Yafa Holding SpA ("**Yafa Holding**").

Il comunicato dell'Offerente riassume i termini e gli elementi essenziali dell'Offerta rimandando alla bozza del documento di Offerta (il "**Documento di Offerta**") che verrà depositata presso la Consob nei modi e nei termini previsti dalla vigente normativa.

Secondo quanto indicato nel Comunicato dell'Offerente, l'Offerta prevede un corrispettivo di (i) 14,0 Euro per ogni azione portata in adesione all'Offerta ovvero, in alternativa (ii) un corrispettivo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital non quotate per ogni azione dell'Emittente portata in adesione all'Offerta (il "**Corrispettivo dell'Offerta**").

La Società ha richiesto a primari consulenti finanziari l'emissione di un parere relativo alla congruità dal punto di vista finanziario del Corrispettivo dell'Offerta, così come rappresentato nel Comunicato dell'Offerente, da portare all'esame del proprio Consiglio di Amministrazione convocato per il 4 giugno 2018.

In tale ambito l'Emittente ha conferito a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**") un incarico di consulenza finanziaria (l'"**Incarico**") per l'emissione di una *fairness opinion* (il "**Parere**") a favore del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario del Corrispettivo dell'Offerta.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società nell'ambito del processo decisionale preliminare relativo al Corrispettivo dell'Offerta sulla base degli elementi informativi rappresentati nel Comunicato dell'Offerente ex art. 102 del Testo Unico e si basa sull'assunto che l'Offerta venga posta in essere secondo termini e condizioni non significativamente difforni da quelli in esso rappresentati. Il Parere è basato sulle assunzioni riportate al Paragrafo 2.2.

Il Parere è stato redatto da Mediobanca a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza nei limiti e termini contenuti nel presente Parere. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso, salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero ove ciò sia richiesto da leggi o regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti, mercato o altra autorità competente, fermo restando che è autorizzata sin da ora esclusivamente la pubblicazione di una copia integrale (e non per estratto) del presente Parere quale allegato del



Comunicato dell'Emittente; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi, ivi inclusi gli azionisti di Vittoria Assicurazioni, sulla bontà e convenienza dell'Offerta rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza. In particolare, il presente Parere non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società al compimento dell'Offerta e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa.

Si precisa che Mediobanca opera in qualità di consulente finanziario e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione consulenziale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, attuariale, contabile, fiscale, industriale, ambientale, tecnica. È espressamente escluso un qualsiasi potere del consulente finanziario di vincolare o condizionare in alcun modo il Consiglio di Amministrazione della Società nelle proprie decisioni in relazione all'Offerta e il Parere si basa sul presupposto che l'Offerta e i termini e condizioni della stessa vengano valutati dai membri del Consiglio di Amministrazione della Società in autonomia di giudizio.

Mediobanca riceverà ai sensi dell'Incarico una remunerazione fissa al rilascio del Parere non condizionata al completamento dell'Offerta. Si precisa inoltre che Mediobanca fa parte di un primario gruppo bancario che svolge, tra l'altro, attività di *investment banking*, servizi di consulenza finanziaria, attività di negoziazione titoli e attività di finanziamento per varie tipologie di soggetti e istituzioni. Nel corso del normale esercizio di tali attività, Mediobanca potrebbe in certe occasioni effettuare operazioni e detenere posizioni in strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) delle società coinvolte nell'Offerta e/o delle loro controllate o collegate, per conto proprio o per conto dei propri clienti. Per completezza, si segnala che, alla data della presente Vittoria Assicurazioni aderisce all'accordo per la partecipazione al capitale di Mediobanca, detenendo una percentuale del capitale sociale di Mediobanca inferiore all'1%.

Le valutazioni condotte sono riferite alla situazione economico patrimoniale di Vittoria Assicurazioni come identificate nelle informazioni messe a disposizione di Mediobanca dal *management* della Società e contenenti proiezioni economico-patrimoniali lungo l'arco di piano 2018-2020 (il "**Set Informativo**") su cui Mediobanca non ha svolto alcuna autonoma verifica. Stante i criteri di valutazioni utilizzati, il Parere è necessariamente riferito alle condizioni economiche e di mercato alla data del 31 maggio 2018. Mediobanca ha basato le proprie analisi sul fatto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili e la data del Parere non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario di Vittoria Assicurazioni. In ogni caso, a tal proposito, è inteso che modifiche o sviluppi successivi del contesto politico e/o normativo e/o regolamentare, nelle condizioni di mercato così come in tutte le Informazioni (come di seguito definite) utilizzate nei termini e condizioni dell'Offerta, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'errata interpretazione, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. In particolare, il presente Parere e le conclusioni in esso contenute non configurano la prestazione di servizi e attività di investimento, ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato. Il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.



Sulla base di quanto riportato nel Comunicato dell'Offerente, l'Offerta è finalizzata a promuovere il *delisting* delle azioni ordinarie dell'Emittente mediante l'acquisto della totalità delle azioni ad oggi non riconducibili all'Offerente e alle persone che agiscono di concerto al medesimo. Le motivazioni dell'Offerta risiedono principalmente nella volontà dell'Offerente di perseguire la semplificazione della *governance* e della struttura proprietaria e in tale contesto, dopo il completamento dell'Offerta, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla fusione dell'Offerente nell'Emittente (la "**Fusione Inversa**"), fermo restando che, alla data del presente Parere, non sono state assunte decisioni formali da parte degli organi competenti delle società che potrebbero essere coinvolte in merito all'eventuale Fusione Inversa. A tal proposito si rappresenta che le valutazioni esposte nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern* pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi dell'Offerta e/o della Fusione Inversa. Inoltre il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Mediobanca anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni come infra definite.

Inoltre, va rilevato che le analisi valutative sono state effettuate al solo scopo di valutare la congruità del Corrispettivo dell'Offerta. Pertanto, con il presente Parere, Mediobanca non esprime alcun giudizio circa: (i) il valore economico e/o il prezzo di mercato pre o post Offerta, che Vittoria Assicurazioni potrebbe avere in futuro o in un contesto diverso rispetto a quello in esame, ivi incluso in ipotesi di realizzazione dell'Offerta con termini e condizioni diversi rispetto a quelli ad oggi rappresentati nel Comunicato dell'Offerente, né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di Vittoria Assicurazioni; o (ii) la situazione finanziaria e/o la solvibilità di Vittoria Assicurazioni. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o parziale delle informazioni contenute nel Parere.

1. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico e nell'elaborazione del Parere, Mediobanca ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle varie metodologie valutative selezionate, a documenti, dati ed informazioni forniti dalla Società, anche nel corso di incontri con il management (complessivamente, le "**Informazioni**"), tra cui la seguente documentazione (la "**Documentazione Rilevante**"):

- a) il Comunicato dell'Offerente diffuso in data 16 maggio 2018 ai sensi dell'art. 102 del Testo Unico e dell'art 37, comma 1, del Regolamento;
- b) bilanci civilistici e consolidati di Vittoria Assicurazioni relativi agli esercizi 2016 e 2017 e al 1Q2018;
- c) bilanci civilistici di Vittoria Capital relativi agli esercizi 2016 e 2017 e situazione contabile al 1Q2018;
- d) presentazione preparata dal management di Vittoria Assicurazioni datata 24 maggio 2018 che illustra i principali termini e la tempistica dell'operazione;
- e) Budget 2018 e le proiezioni 2019-2020 (le "**Proiezioni 2018-2020**") redatto secondo i principi contabili italiani e internazionali e esaminato e approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 24 gennaio 2018 in sede di approvazione dei primi dati relativi al 2017;
- f) *Own Risk and Solvency Assessment Supervisory Report* – valutazione interna dei rischi e della solvibilità attuale (esercizio 2017) e prospettica (triennio 2018-2020) approvata dal Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni in data 4 maggio 2018 (il "**Report ORSA**");
- g) per un campione di compagnie assicurative quotate, dati di mercato da Bloomberg e Factset e informazioni relative a dati economici e patrimoniali attuali e report degli analisti di ricerca (c.d. *consensus*);
- h) per un campione di precedenti offerte pubbliche di acquisto e scambio volontarie ritenute comparabili con quella in esame, informazioni pubblicamente disponibili da Mergermarket,



Dealogic, comunicati stampa e presentazioni alla comunità finanziaria disponibili sui siti internet delle società coinvolte nelle operazioni precedentemente avvenute;

- i) informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

Sono stati inoltre realizzati incontri di approfondimento con il *management* dell'Emittente finalizzati ad ottenere chiarimenti sulle principali *assumptions* sottostanti le proiezioni economico-patrimoniali contenute nella Documentazione Rilevante, sulle metodologie di reportistica contabile e sulle attese relativamente all'andamento dell'Emittente e del settore di riferimento.

Nell'espletamento dell'Incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha:

- confidato (a) sulla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate, ivi inclusi la Documentazione Rilevante, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi, e (b) sul fatto che non vi siano dati, informazioni o fatti non rivelati la cui omissione renda ingannevoli le Informazioni;
- fatto affidamento (a) sugli aspetti legali, contabili, fiscali, attuariali e tecnici dell'Offerta così come riportati nelle Informazioni e nella Documentazione Rilevante, (b) sul fatto che le proiezioni economico-patrimoniali relative all'Emittente ricevute da Mediobanca siano state preparate sulla base di assunzioni ragionevoli e che riflettano le stime più accurate possibili effettuate dal *management* in relazione allo sviluppo futuro del *business* e dei risultati economico-patrimoniali della Società e (c) sulle limitate informazioni disponibili su Vittoria Capital per valutare le azioni ordinarie non quotate della stessa, come meglio descritto al par. 2.2, lett. c).

Mediobanca non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura del Parere.



2. Principali difficoltà e limiti della valutazione e assunzioni sottostanti il Parere

2.1 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) le proiezioni economico-finanziarie, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;
- 2) i precedenti di offerte pubbliche di acquisto e scambio volontarie fanno riferimento a un campione di società non strettamente comparabile a Vittoria Assicurazioni (e.g. per settore, dimensione, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, struttura finanziaria, liquidità del titolo azionario);
- 3) esiste un numero limitato di compagnie di assicurazioni quotate comparabili (e.g. per dimensione, business mix, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, tipologia di operatività, struttura finanziaria, liquidità del titolo azionario e copertura da parte degli analisti di ricerca) a Vittoria Assicurazioni tali da essere prese come riferimento nell'applicazione della metodologia di valutazione dei Multipli di Mercato;
- 4) alla data del presente Parere non è disponibile la bozza del Documento di Offerta predisposto dall'Offerente e pertanto non sono disponibili informazioni ulteriori sull'Offerta ed in particolare sul corrispettivo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital rispetto a quelle indicate nel Comunicato dell'Offerente. In particolare, alla data del presente Parere vi sono limitate informazioni disponibili su Vittoria Capital per valutare compiutamente le relative azioni ordinarie, come meglio descritto al par. 2.2, lett. c).

2.2 Principali assunzioni sottostanti il Parere

In relazione a quanto sopra riportato, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate le seguenti principali assunzioni:

- a) la capacità di Vittoria Assicurazioni di realizzare le proiezioni economico patrimoniali rappresentate nelle Proiezioni 2018-2020;
- b) non è stata ipotizzata la realizzazione di sinergie derivanti dal completamento dell'Offerta;
- c) è previsto che il Corrispettivo dell'Offerta venga corrisposto alternativamente in denaro o in azioni ordinarie Vittoria Capital non quotate. Sulla base delle limitate informazioni ad oggi disponibili su Vittoria Capital, tra le quali l'ultimo bilancio approvato, si segnala che (i) gli attivi patrimoniali sono rappresentati prevalentemente dalla partecipazione detenuta in Vittoria Assicurazioni e (ii) i passivi patrimoniali sono prevalentemente costituiti da patrimonio netto. In assenza di ulteriori informazioni per valutare le azioni ordinarie Vittoria Capital, quali - tra le altre - le strategie future, le proiezioni economico patrimoniali e le ulteriori informazioni che potrebbero essere disponibili nel Documento Informativo, il valore di tali strumenti è stato calcolato utilizzando quale principale elemento valutativo il valore delle azioni detenute in Vittoria Assicurazioni, al netto degli altre componenti patrimoniali attive e passive di entità non significativa. Sulla base di tale assunzione, il rapporto tra il valore delle azioni ordinarie di Vittoria Capital e il valore delle azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni è in sostanza pari al rapporto tra il numero di azioni ordinarie detenute da Vittoria Capital in Vittoria Assicurazioni e le azioni ordinarie componenti il capitale sociale di Vittoria Capital, ossia pari a circa 1,4. Si segnala che nel caso in cui le assunzioni utilizzate per tale valutazione dovessero cambiare anche a seguito della messa a disposizione di ulteriori informazioni su Vittoria Capital, quale - tra gli altri - il



Documento Informativo, le conclusioni sul corrispettivo in azioni potrebbero modificarsi anche in maniera significativa;

- d) Nell'applicazione della metodologia del Dividend Discount Model, ai fini del calcolo del Terminal Value, si è proceduto alla normalizzazione dell'utile netto di lungo termine per tenere in considerazione la ciclicità del business in cui opera Vittoria Assicurazioni.

Occorre pertanto segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si manifestino modifiche rispetto a quanto sopra ipotizzato, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Mediobanca, come già indicato in premessa, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

3. Individuazione del percorso valutativo condotto e della congruità del corrispettivo della cessione

3.1 Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal Parere stesso nella sua interezza.

3.2 Il percorso valutativo

3.2.1 Metodologie valutative

Tenuto conto, oltre che delle Informazioni disponibili, della tipologia di Offerta, del settore di riferimento in cui opera Vittoria Assicurazioni, delle caratteristiche specifiche delle stesse e della loro tipologia di operatività, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, le metodologie valutative individuate sono le seguenti:

- a) Premi pagati in precedenti offerte pubbliche;
- b) Multipli di Mercato – Price/Earning ("**P/E**") e Regressione Lineare;
- c) *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital* ("**DDM**").

a) Premi pagati in precedenti offerte pubbliche

Nel caso di società quotata in Borsa oggetto di offerta pubblica, la prassi valutativa suggerisce di applicare ai prezzi di mercato prima dell'annuncio, calcolati in intervalli di tempo ritenuti significativi, i premi pagati in precedenti offerte pubbliche similari.

In particolare, nel caso specifico tale metodologia è stata applicata adottando i seguenti criteri: (i) la data ultima per il calcolo dei prezzi di borsa di Vittoria Assicurazioni è stata fissata al 15 maggio 2018, ossia al giorno di Borsa aperta antecedente il 16 maggio 2018, data in cui è stata annunciata l'Offerta, (ii) i prezzi di mercato utilizzati sono stati il prezzo al 15 maggio 2018 e le medie aritmetiche dei prezzi ponderate per i volumi utilizzando come periodo di riferimento 1 mese, 3 mesi, 6 mesi e un anno. Ai prezzi così individuati si sono applicati i premi pagati in precedenti offerte pubbliche concluse con esito positivo e avvenute nel corso degli ultimi dieci anni, ossia offerte pubbliche di



acquisto e scambio volontarie promosse su società quotate in Borsa da azionisti che detenevano la maggioranza del capitale sociale prima della promozione dell'offerta.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dei premi pagati in precedenti offerte pubbliche si ottiene un range di valori compreso tra Euro 13,5 ed Euro 14,5 per azione di Vittoria Assicurazioni.

b) Multipli di Mercato e Regressione Lineare

Multipli di Mercato: tale metodologia è basata sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione della metodologia si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

L'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato si articola nelle seguenti fasi:

- 1) selezione del campione di riferimento e verifica della sua rappresentatività;
- 2) determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa;
- 3) identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi per il settore oggetto di analisi;
- 4) determinazione dei Multipli di Mercato per le società incluse nel campione e conseguente determinazione del valore teorico attribuito dal mercato alla target.

Una delle ipotesi fondamentali alla base di tale metodologia è l'affinità fra la società oggetto di valutazione e le società selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione.

La scelta dei multipli avviene in base alle caratteristiche del settore nel quale l'azienda da valutare opera. Per quanto concerne l'identificazione del valore economico di Vittoria Assicurazioni è stato utilizzato il rapporto Price/Earning. L'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato è stata effettuata prendendo a riferimento le stime di utile netto per il periodo 2018 -2020 contenute nelle Proiezioni 2018-2020.

Al fine di definire il range di valutazione di seguito evidenziato sono stati utilizzati i multipli Price/Earning del campione selezionato per gli anni 2018 e 2020.

Dall'applicazione della Metodologia dei Multipli di Mercato si ottiene un range di valori compreso tra Euro 11,5 ed Euro 13,6 per azione di Vittoria Assicurazioni.

Regressione Lineare: tale metodologia stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente sul mercato tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dall'attesa del Return on Average Tangible Equity o "RoATE") di un campione significativo di società comparabili e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto tangibile delle stesse società. Tale correlazione, rappresentata tramite l'equazione di una regressione lineare, è applicata alla redditività e al patrimonio netto tangibile della società oggetto di valutazione.

Al fine di mantenere una coerenza con la Metodologia dei Multipli di Mercato è stato utilizzato il medesimo campione di società paragonabili.

Al fine di definire il range di valutazione di seguito evidenziato è stata utilizzata la regressione lineare esistente tra il multiplo Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile con il RoATE 2018, 2019 e 2020.



Dall'applicazione della metodologia della Regressione Lineare si ottiene un range di valori compreso tra Euro 11,1 ed Euro 13,7 per azione di Vittoria Assicurazioni.

c) Dividend Discount Model, nella variante cosiddetta dell'Excess Capital

Come metodologia di valutazione principale ai fini della valorizzazione di Vittoria Assicurazioni è stato selezionato il DDM. Tale metodologia è riconosciuta dalla dottrina e dalla prassi internazionale come la metodologia più analitica per la valutazione di società assicurative operanti prevalentemente nel segmento danni e l'unico, fra i metodi selezionati, in grado di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie messe a disposizione di Mediobanca.

La metodologia del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*, si fonda sull'assunto che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- Flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso
- Terminal Value calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo ("**g**").

Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività della Società.

Ai fini del presente Parere si è utilizzato quale periodo esplicito l'arco temporale 2018-2020 sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali fornite dal management della Società.

In termini sintetici, la formalizzazione di quanto sopra esposto si può rappresentare nel modo seguente:

$$W = DIV_a + VT_a$$

dove:

- "**W**" rappresenta il valore economico della compagnia oggetto di valutazione
- "**DIV_a**" rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un determinato periodo esplicito nel rispetto del livello minimo di patrimonializzazione Solvency II individuato sulla base delle indicazioni del Report ORSA
- "**VT_a**" rappresenta il valore attuale del Terminal Value ed è stato stimato con la formula del cd. Gordon Growth Model:

$$\text{Terminal Value} = \frac{(\text{RoTE}_n - g)}{(K_e - g)} \times \text{Patrimonio Netto Tangibile}$$

dove:

- "**RoTE_n**" rappresenta il ritorno normalizzato sul Patrimonio Netto Tangibile di lungo termine
- "**K_e**" rappresenta il costo opportunità del capitale stimato applicando la formula del Capital Asset Pricing Model



Al fine di definire il range di valutazione di seguito evidenziato si è effettuata un'analisi di sensitività per la Società sulla posizione di capitale target (c.d. Solvency II), sul costo del capitale e sul tasso di crescita di lungo periodo.

Dall'applicazione della metodologia del DDM si ottiene pertanto un range di valori compreso tra Euro 12,6 ed Euro 15,0 per azione di Vittoria Assicurazioni.

4. Conclusioni

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, tenuto conto delle difficoltà e dei limiti delle valutazioni adottate e delle assunzioni sottostanti si ritiene che nel contesto dell'Offerta il Corrispettivo Offerto sia congruo da un punto di vista finanziario.

L'emissione del presente Parere è stata specificatamente approvata dal Comitato Fairness Opinion di Mediobanca.

MEDIOBANCA

Francesco Canzonieri
Co-Head of Corporate &
Investment Banking,
Italy Country Head

Egidio Imbrogno
Managing Director

**PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI DI
VITTORIA ASSICURAZIONI S.p.A.**

*ai sensi dell'art. 39-bis del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971 come successivamente modificato e integrato (il **Regolamento Emittenti**), relativo alla*

**OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA
PROMOSSA DA Vittoria Capital S.p.A.**

1. PREMESSA

In data 16 maggio 2018 Vittoria Capital S.p.A. (**Vittoria Capital** o l'**Offerente**) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (l'**Offerta** o l'**OPAS**), ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e ss. del TUF, avente ad oggetto massime n. 27.464.524 azioni ordinarie di Vittoria Assicurazioni S.p.A. dal valore nominale di Euro 1,00 cadauna (ciascuna, una **Azione Vittoria Assicurazioni**) di Vittoria Assicurazioni S.p.A. (**Vittoria Assicurazioni** o l'**Emittente**), negoziate sul Mercato Telematico Azionario (**MTA**) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (**Borsa Italiana**), pari alla totalità delle azioni dedotte, oltre alle n. 34.464.400 azioni dell'Emittente detenute direttamente da Vittoria Capital, le n. 5.450.000 azioni dell'Emittente detenute da Yafa Holding, rappresentative complessivamente del 59,24% del capitale sociale.

Ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni è tenuto a diffondere un comunicato (il **Comunicato dell'Emittente**) contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPAS e la propria valutazione sulla medesima e sulla congruità del corrispettivo offerto da Vittoria Capital per ogni Azione apportata all'OPAS (il **Corrispettivo OPAS**, nelle due forme del Corrispettivo Originario ovvero dal Corrispettivo Alternativo, come *infra* meglio specificato).

Tenuto conto del fatto che l'OPAS è promossa da Vittoria Capital, soggetto titolare di una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1, del TUF, trova applicazione nel caso di specie l'art. 39-bis, comma 1, lett. a), punto 1), del Regolamento Emittenti.

Prima dell'approvazione del Comunicato dell'Emittente, gli amministratori di Vittoria Assicurazioni, indipendenti ai sensi dell'art. 147-ter, comma 4, del TUF e dell'art. 3 del Codice di Autodisciplina predisposto dal comitato per la *corporate governance* per le società quotate di Borsa Italiana (gli **Amministratori Indipendenti**) sono quindi chiamati a redigere un parere motivato contenente le valutazioni sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS ai sensi dell'art. 39-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti (il **Parere**).

Il Parere intende contribuire all'assunzione - da parte degli azionisti di Vittoria Assicurazioni Spa - di una scelta informata in relazione all'OPAS dal punto di vista della congruità del Corrispettivo sopra descritto.

Gli Amministratori Indipendenti precisano che il presente Parere viene redatto esclusivamente ai fini e per gli effetti dell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti e non sostituisce in alcun modo il Comunicato dell'Emittente né il Documento di Offerta. Pertanto, il presente Parere non costituisce, né può essere inteso come, una raccomandazione di adesione all'Offerta né sostituisce la valutazione di ciascun azionista di Vittoria Assicurazioni in merito alla convenienza economica di tale eventuale adesione.

2. ATTIVITA' DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

2.1. Amministratori Indipendenti che hanno partecipato alla redazione del Parere

Alla predisposizione ed approvazione del presente Parere hanno concorso gli Amministratori Indipendenti Marco Brignone, Lorenza Guerra Seràgnoli, Giorgio Marsiaj, Maria Antonella Massari, Marzia Morena, Giuseppe Spadafora e Roberta Urban, i quali hanno dichiarato di non trovarsi in alcuna situazione di correlazione con l'Offerente ai sensi del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato e integrato.

2.2. Riunioni degli Amministratori Indipendenti

Ai fini della predisposizione del presente Parere gli Amministratori Indipendenti si sono riuniti tre volte:

- 24 maggio 2018, per una prima valutazione dell'Offerta nel suo complesso sulla base di quanto indicato nel comunicato dell'Offerente del 16 maggio 2018 e per il conferimento dell'incarico ad un esperto indipendente ai sensi dell'art. 39-bis comma 2, come precisato al successivo punto 2.3, incarico che è stato quindi conferito a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (**PWC**). Hanno partecipato alla riunione gli Amministratori Indipendenti Giorgio Marsiaj, Lorenza Guerra Seràgnoli, Maria Antonella Massari, Marzia Morena, Giuseppe Spadafora, Roberta Urban;
- 4 giugno 2018, per l'esame delle risultanze delle valutazioni svolte sulla congruità del corrispettivo dell'Offerta. Hanno partecipato alla riunione gli Amministratori Indipendenti Marco Brignone, Giorgio Marsiaj, Lorenza Guerra Seràgnoli, Maria Antonella Massari, Marzia Morena, Giuseppe Spadafora, Roberta Urban;
- 5 luglio 2018, al fine della redazione del presente parere, alla luce dell'ulteriore documentazione esaminata ed elencata al successivo punto 2.4. Hanno partecipato alla riunione gli Amministratori Indipendenti Marco Brignone, Giorgio Marsiaj, Lorenza Guerra Seràgnoli, Maria Antonella Massari, Marzia Morena, Giuseppe Spadafora, Roberta Urban.

2.3. Nomina degli Esperti Indipendenti

Ai fini della predisposizione del Parere, gli Amministratori Indipendenti hanno convenuto di avvalersi dell'ausilio PricewaterhouseCoopers Advisory Spa (**PWC**) quale advisor per la valutazione della congruità del corrispettivo dell'OPAS ai sensi dell'art. 39-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti.

La selezione dell'*advisor* è avvenuta nel corso della riunione degli Amministratori Indipendenti tenutasi in data 24 maggio 2018, sulla base di offerte fatte pervenire al Lead Independent Director, Giuseppe Spadafora, il quale ha esperito, su mandato degli Amministratori Indipendenti, le attività propedeutiche all'individuazione dei potenziali *advisor*.

Nella medesima data il Consiglio di Amministrazione, su proposta degli Amministratori Indipendenti, ha altresì conferito un incarico a Mediobanca Banca di Credito Finanziario Spa (**Mediobanca**) per il rilascio di una ulteriore *opinion* a supporto delle valutazioni che il Consiglio stesso è chiamato a svolgere.

Nel presente Parere PWC e Mediobanca sono indicati, congiuntamente, gli **Esperti**.

2.4. Documentazione esaminata

Al fine di esprimere la propria valutazione circa l'OPAS e, in particolare, circa il Corrispettivo OPAS offerto agli azionisti dell'Emittente che aderiranno all'Offerta (ciascuno, un **Aderente all'OPAS**), gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato la seguente documentazione:

- 1) la comunicazione effettuata in data 16 maggio 2018 dall'Offerente ai sensi dell'art. 102 del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, con la quale Vittoria Capital ha reso nota la propria intenzione di promuovere l'OPAS ed ha illustrato gli elementi essenziali della stessa;
- 2) il documento di offerta relativo all'OPAS depositato da Vittoria Capital presso Consob in data 5 giugno 2018 ai sensi degli artt. 102, comma 3, del TUF e 37-ter del Regolamento Emittenti, come successivamente modificato e integrato fino alla data del presente Parere nel corso dell'istruttoria compiuta da Consob ai sensi delle applicabili disposizioni normative e regolamentari (il **Documento di Offerta**);
- 3) il verbale relativo all'Aumento di Capitale (l'**Aumento di Capitale OPAS**) deliberato dall'Assemblea Straordinaria dell'Offerente in data 15 giugno 2018, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte e anche in più tranche, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 46.080.328 azioni Vittoria Capital del valore nominale pari ad Euro 1,00, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione a cui sono allegati la relazione illustrativa redatta dagli amministratori dell'Offerente ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile ed il parere espresso in data 6 marzo 2017 dal Collegio Sindacale dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile;
- 4) la relazione rilasciata in data 12 giugno 2018 a cura dell'esperto BDO Italia S.p.A., ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile avente ad oggetto la valutazione delle Azioni Vittoria Assicurazioni da conferirsi in liberazione dell'aumento di capitale di cui al punto 3) che precede;
- 5) la *fairness opinion* resa in data 4 giugno da PWC, in qualità di esperto indipendente incaricato a questo fine dagli Amministratori Indipendenti dell'Emittente ai sensi dell'art. 39-bis, comma 2, lett. d), del Regolamento Emittenti;

- 6) la *fairness opinion* resa in data 4 giugno da Mediobanca, in qualità di esperto indipendente incaricato a questo fine dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ai sensi dell'art. 39, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti.

3. LINEAMENTI ESSENZIALI DELL'OFFERTA

3.1. L'OPAS

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta:

- l'OPAS ha natura volontaria, nella forma di acquisto e scambio di azioni, ai sensi dell'art. 102 del TUF;
- le Azioni portate in adesione all'Offerta dovranno essere liberamente trasferibili all'Offerente e libere da vincoli e gravami di ogni genere e natura, siano essi reali, obbligatori o personali;
- il numero delle Azioni di Vittoria Assicurazioni oggetto dell'Offerta potrebbe variare in diminuzione qualora durante il Periodo di Adesione, l'Offerente acquistasse Azioni al di fuori dell'Offerta, nel rispetto di quanto disposto dagli articoli 41, comma 2, e 42, comma 2, del Regolamento Emittenti;
- l'Offerta è rivolta, indistintamente e a parità di condizioni, a tutti i titolari delle Azioni.
- il perfezionamento dell'Offerta è condizionato al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi:
 - a) che le Adesioni all'Offerta abbiano ad oggetto un numero complessivo di Azioni tale da consentire all'Offerente di venire a detenere una partecipazione complessiva - tenuto anche conto della partecipazione dallo stesso direttamente o indirettamente detenuta - pari ad almeno il 95% del capitale dell'Emittente (la "Condizione sulla Soglia"); e
 - b) al mancato verificarsi, entro il primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione di (i) eventi a livello nazionale o internazionale comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sull'Emittente, ovvero (ii) fatti o situazioni relativi all'Emittente non già resi noti al mercato alla data del Comunicato 102, tali da alterare in modo sostanzialmente pregiudizievole il profilo patrimoniale, economico o finanziario dell'Emittente (l'"Evento MAC").

3.2. Finalità e motivazioni dell'OPAS

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta, l'Offerta costituisce uno strumento di attuazione del programma dell'Offerente volto a promuovere la revoca delle quotazioni (delisting) dal Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie dell'Emittente mediante l'acquisto della totalità delle azioni ordinarie ad oggi non riconducibili all'Offerente e alle Persone che Agiscono di Concerto con il medesimo o mediante la conversione di queste in Azioni non quotate Vittoria Capital di nuova emissione. Infatti:

- (i) nel caso in cui, ad esito dell'Offerta, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati dall'Offerente o dalle Persone che Agiscono di

Concerto al di fuori della medesima ai sensi della normativa applicabile, entro il termine del Periodo di Adesione (come eventualmente esteso) e/o a seguito dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF, l'Offerente (congiuntamente alle Persone che Agiscono di Concerto) venisse a detenere una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente ha dichiarato l'intenzione di avvalersi del diritto di acquistare le rimanenti Azioni in circolazione, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 111 del TUF (ossia del Diritto di Acquisto). Ai sensi dell'articolo 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, nel caso di esercizio del Diritto di Acquisto, Borsa Italiana disporrà la sospensione e/o la revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione nel MTA, tenendo conto dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Acquisto;

- (ii) inoltre, nel caso in cui, al termine dell'Offerta, l'Offerente (congiuntamente alle Persone che Agiscono di Concerto) - previa rinuncia alla Condizione sulla Soglia - venisse a detenere una partecipazione superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente emesso a tale data, tenendo in considerazione anche gli acquisti effettuati dall'Offerente sul mercato, l'Offerente ha dichiarato l'intenzione di non ricostituire il flottante e di adempiere all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF nei confronti di qualunque azionista che ne faccia richiesta. A norma dell'articolo 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, laddove si realizzino le condizioni di cui all'articolo 108, comma 2, del TUF, le azioni saranno revocate dalla quotazione a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del TUF.

Promuovendo l'Offerta, l'Offerente intende concedere agli attuali Azionisti di Vittoria Assicurazioni un'opportunità di disinvestire agevolmente le loro azioni Vittoria Assicurazioni e a condizioni più favorevoli di quelle registrate nei mesi scorsi sul mercato, fermo restando, in ogni caso, il diritto di tali Azionisti di optare per la consegna del Corrispettivo Alternativo e, dunque, di continuare a partecipare, sia pure indirettamente, al capitale dell'Emittente per il tramite di Vittoria Capital.

Secondo quanto indicato nel Documento d'Offerta (punto 2 delle Premesse) le motivazioni dell'Offerta risiedono principalmente nella volontà dell'Offerente di perseguire la semplificazione della governance a livello di gruppo, allo scopo di meglio valorizzare una visione industriale di medio-lungo periodo di Vittoria Assicurazioni.

L'Offerta consentirà al gruppo facente capo a Yafa di integrare pienamente le proprie attività, attraverso una semplificazione della struttura proprietaria di Vittoria Assicurazioni.

In tale contesto, dopo il completamento dell'Offerta, subordinatamente al Delisting, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla Fusione Inversa. Inoltre, l'Offerente non esclude di poter valutare, a sua discrezione, in futuro l'opportunità di realizzare – in aggiunta o in alternativa alla Fusione Inversa – eventuali ulteriori operazioni straordinarie e/o di riorganizzazione societaria e di business che si ritenessero opportune in linea con gli obiettivi e le motivazioni dell'Offerta, nonché con gli obiettivi di crescita e sviluppo di Vittoria Assicurazioni.

3.3. Corrispettivo OPAS

Secondo quanto indicato nella Sezione E del Documento di Offerta, ciascun Aderente all'OPAS avrà facoltà di optare, con riferimento a ciascuna Azione portata in adesione all'Offerta, tra due forme alternative di corrispettivo, di valore tra loro equivalente. In particolare, gli Aderenti all'OPAS avranno quindi la facoltà di scegliere tra:

(i) il Corrispettivo in Denaro pari a Euro 14,0 per ogni azione Vittoria Assicurazioni portata in adesione all'Offerta; ovvero, in alternativa

(ii) il Corrispettivo Alternativo costituito da n. 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta, non quotate per n. 1,0 azioni Vittoria Assicurazioni portate in adesione all'Offerta.

Il Corrispettivo in Denaro esprime un premio implicito di circa il 13,9% rispetto al prezzo medio di mercato delle azioni Vittoria Assicurazioni rilevato nei 6 mesi antecedenti la data in cui l'Operazione è stata annunciata al mercato.

L'equivalenza del valore espresso dal Corrispettivo Originario e dal Corrispettivo Alternativo, così come la conformità del Corrispettivo Alternativo al disposto dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile, sono state confermate anche dalla Relazione resa da BDO Italia S.p.A.

Posto che l'Aumento di Capitale OPAS è già stato deliberato, l'Offerente non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta, per quanto attiene alla componente costituita dallo scambio azionario.

Con riferimento al Corrispettivo OPAS si rinvia alla Sezione E, Paragrafi da E.1 a E.7 del Documento di Offerta.

4. **LE OPINION**

4.1. L'Opinion di PWC

Nella riunione degli Amministratori Indipendenti del 4 giugno 2018 i rappresentanti di PWC hanno illustrato le metodologie utilizzate e gli esiti per la valutazione del corrispettivo dell'OPAS, come rappresentati nella relativa Fairness Opinion rilasciata in pari data.

Per quanto concerne la valutazione del Corrispettivo in Denaro, ai fini degli scopi della analisi PWC ha utilizzato i sotto menzionati metodi generalmente riconosciuti per le valutazioni della specie e cioè :

- metodo del cd. Dividend Discount Model, nella variante dell'Excess of Capital ("DDM"): rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina e prassi, soprattutto con riferimento al settore assicurativo. Tale metodologia consente di tenere conto dell'attuale consistenza patrimoniale di Vittoria Assicurazioni rispetto ai requisiti di vigilanza e delle sue prospettive reddituali riflesse nelle proiezioni;
- metodo delle Transazioni Comparabili, che si fonda sull'analisi dei prezzi espressivi di valori negoziati nell'ambito di operazioni ritenute comparabili. In particolare sono stati analizzati i premi mediamente riconosciuti nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto e di scambio volontarie avvenute nel mercato

italiano nel periodo 2012-2018 ed aventi ad oggetto pacchetti azionari di minoranza;

- metodo dell'Analisi di Regressione, che determina il valore economico di un'azienda tramite la correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione significativo di società quotate comparabili europee, esistente tra una variabile, che esprime la redditività in genere prospettica, e un multiplo, che esprime invece la valorizzazione di mercato.

La tabella che segue riassume i risultati delle analisi:

Metologia	Valore implicito per azione
Dividend Discount Model	da € 12,9 a € 14,8
Transazioni Comparabili	da € 13,0 a € 15,2
Analisi di Regressione	da € 13,2 a € 14,2

Per quanto concerne la valutazione del Corrispettivo Alternativo, e quindi del fair value delle azioni Vittoria Capital, la metodica della valutazione utilizzata è il metodo del patrimonio netto rettificato (ANAV). Il metodo in parola si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi dell'attivo (rappresentato, essenzialmente, da investimenti azionari, di controllo o meno) e del passivo, con emersione anche di eventuali poste non iscritte a bilancio. Il metodo assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci. Il risultato dell'analisi ha portato ad una valutazione del valore delle azioni Vittoria Capital da un minimo di € 9,1 ad un massimo di € 10,8.

Gli intervalli di fair value delle azioni Vittoria e di Vittoria Capital sopra evidenziati conducono, inoltre, ad un rapporto di cambio di 1,4 azioni ordinarie Vittoria Capital per ogni azione ordinaria Vittoria portata in adesione all'Offerta.

L'Opinion di PWC si conclude pertanto con un giudizio di congruità da un punto di vista finanziario del Corrispettivo in Denaro e del Corrispettivo Alternativo offerti da Vittoria Capital.

4.2. L'Opinion di Mediobanca

Nella medesima riunione del 4 giugno 2018, gli Amministratori Indipendenti hanno altresì esaminato le risultanze dell'opinion rilasciata dal Mediobanca, quale esperto incaricato dal Consiglio di Amministrazione.

Per quanto concerne la valutazione del Corrispettivo in Denaro, ai fini degli scopi della analisi Mediobanca ha utilizzato i sotto menzionati metodi :

- Premi pagati in precedenti offerte pubbliche: prassi valutativa utilizzata nel caso di società quotata in Borsa oggetto di offerta pubblica, che prevede l'applicazione ai prezzi di mercato prima dell'annuncio, calcolati in intervalli di tempo ritenuti significativi, i premi pagati in precedenti offerte pubbliche similari.

- Multipli di Mercato – Price/Earning (“P/E”) e Regressione Lineare: metodologia basata sull’analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l’applicazione della metodologia si calcolano una serie di rapporti (“multipli”) - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato. Mediante la Regressione si stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente sul mercato tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dall’attesa del Return on Average Tangible Equity o “RoATE”) di un campione significativo di società comparabili e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto tangibile delle stesse società. Tale correlazione, rappresentata tramite l’equazione di una regressione lineare, è applicata alla redditività e al patrimonio netto tangibile della società oggetto di valutazione.
- Dividend Discount Model, nella variante cosiddetta dell’Excess Capital (“DDM”).

La tabella che segue riassume i risultati delle analisi:

Metologia	Valore implicito per azione
Premi pagati in precedenti offerte	da € 13,5 a € 14,5
Multipli di mercato	da € 11,5 a € 13,5
Regressione Lineare	da € 11,1 a € 13,7
Dividend Discuont Model	da € 12,6 a € 15,0

Mediobanca precisa che le valutazioni non possono essere considerate singolarmente, ma vanno tutte a concorrere unitariamente alla formulazione del giudizio finale sulla congruità del Corrispettivo dell’OPAS.

5. VALUTAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

5.1. Ulteriori elementi considerati dagli Amministratori Indipendenti

Gli Amministratori Indipendenti hanno svolto ulteriori considerazioni a supporto delle valutazioni in merito alla congruità del corrispettivo dell’OPAS.

Sono state esaminate in dettaglio le Opinion rilasciate dai due Esperti, anche tramite un’analisi comparativa rilevando che, pur essendo stati utilizzati analoghi metodi di valutazione, l’impostazione dei due documenti è differente: quella di Mediobanca risulta più ampia sia per quanto riguarda i campioni presi a riferimento che nell’esposizione, mentre l’opinion di PWC ha un taglio più tecnico.

Per quanto concerne la metodologia, è stato apprezzato in particolare che la scelta dei campioni comparabili è stata effettuata sulla base del business mix, ovvero con ricerca

nell'ambito delle società europee di quelle dove il ramo danni fosse prevalente rispetto al ramo vita, considerando che i multipli del vita sono diversi.

Al termine delle analisi, il Comitato degli Amministratori Indipendenti ha unanimemente concordato che le impostazioni metodologiche contenute nelle Fairness Opinion rese da entrambi gli Esperti sono coerenti con la prassi professionale e di mercato, nonché idonee a consentire lo svolgimento dell'attività valutativa.

Gli Amministratori Indipendenti hanno altresì riscontrato come il mercato, in seguito all'annuncio dell'offerta, si sia immediatamente adeguato al prezzo dell'OPAS, a conferma che lo stesso è ritenuto generalmente congruo.

Per quanto concerne le valutazioni svolte in merito all'operazione nel suo complesso, tutti gli Amministratori Indipendenti si sono espressi favorevolmente, considerato che l'offerta viene lanciata dall'attuale azionista di maggioranza in ottica di continuità e consolidamento degli obiettivi condivisi di medio – lungo periodo. Nel contempo gli Amministratori Indipendenti hanno auspicato che la Compagnia, pur anche in assenza di obblighi derivanti dalla quotazione, mantenga l'elevato livello di governance e la rendicontazione trimestrale degli andamenti reddituali e patrimoniali che ha sviluppato nel tempo nonché gli attuali obiettivi di lungo termine in termini di solvibilità.

Auspicano altresì che la Società mantenga ove possibile un rating fornito da una primaria società di valutazione.

Infine gli Amministratori Indipendenti auspicano che la Società continui nella rendicontazione sugli aspetti di sostenibilità, attività che è stata recentemente particolarmente apprezzata e che costituisce un valore per la Compagnia.

5.2. Valutazioni conclusive degli Amministratori Indipendenti

Gli Amministratori Indipendenti constatano che:

- (i) il presente Parere dà conto dei, e riguarda essenzialmente i, contenuti prescritti dall'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti relativamente alla congruità del Corrispettivo OPAS e alla valutazione dell'OPAS stessa;
- (ii) gli Amministratori Indipendenti, avvalendosi del complessivo lavoro istruttorio condotto, concorreranno, nella loro qualità di componenti del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, alle valutazioni e deliberazioni di competenza di quest'ultimo per l'approvazione del Comunicato dell'Emittente;
- (iii) nello svolgimento delle attività istruttorie dagli stessi condotte in relazione all'OPAS, gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato tutti i pertinenti aspetti e profili utili per l'apprezzamento dell'OPAS, la valutazione della stessa e della congruità del Corrispettivo OPAS per le finalità sia del Comunicato dell'Emittente da approvarsi da parte del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni sia del presente Parere;
- (iv) gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato i programmi futuri dell'Offerente illustrati nella Sezione G del Documento di Offerta;
- (v) gli Amministratori Indipendenti hanno preso atto della decisione dell'Offerente di subordinare l'OPAS alle citate condizioni e della sua intenzione di non ripristinare

il flottante di Vittoria Assicurazioni, avvalendosi degli artt. 108 e/o 111 del TUF, con conseguente *delisting*;

- (vi) gli Amministratori Indipendenti hanno inoltre preso atto che, dopo il completamento dell'Offerta, l'Offerente valuterà l'opportunità di procedere alla fusione dell'Offerente nell'Emittente medesimo (c.d. fusione inversa).

Alla luce di tutto quanto precede, gli Amministratori Indipendenti, all'unanimità,

- esaminati i contenuti del Documento di Offerta e della ulteriore documentazione relativa all'OPAS;
- esaminate le Opinioni degli Esperti;
- ritenuto di condividere le conclusioni raggiunte dagli Esperti in merito al Corrispettivo OPAS;
- valutato che il presente Parere viene reso ai sensi e per gli effetti dell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti e, dunque, ai fini del rilascio, da parte del Consiglio di Amministrazione di Vittoria Assicurazioni, del successivo Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti,

esprimono all'unanimità una valutazione positiva sull'Offerta e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

Allegati:

Allegato 1: Opinione PWC

Allegato 2: Opinione Mediobanca

Milano, 5 luglio 2018

Per gli Amministratori Indipendenti: Marco Brignone, Lorenza Guerra Seràgnoli, Giorgio Marsiaj, Maria Antonella Massari, Marzia Morena, Giuseppe Spadafora e Roberta Urban

Il Lead Independent Director

Giuseppe Spadafora