

- A MANI -

Spett.le

**Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**

Ufficio OPA e Assetti Proprietari

Via G.B. Martini n. 3

00198 - ROMA

Alla cortese attenzione della dott.ssa Sancilio

Anticipata via e-mail all'indirizzo [m.sancilio@consob.it](mailto:m.sancilio@consob.it)

Porcari, 26 maggio 2011

**Oggetto: Comunicato del Consiglio di Amministrazione di SNAI S.p.A. (l'“Emittente”) ai sensi dell'art. 103, comma 3, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato ed integrato, (il “TUF”) e dell'art. 39 del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato (il “Regolamento Emittenti”)**

Egregi Signori,

con la presente si trasmette:

- n. 1 copia del comunicato del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, comma terzo, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, in relazione all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa da Global Games S.p.A., (l'“Offerente”) ai sensi degli artt. 102 e 106, comma primo, del TUF, e avente ad oggetto n. 57.618.082 azioni ordinarie dell'Emittente del valore nominale di Euro 0,52 ciascuna, rappresentative del 49,32% dell'attuale capitale sociale dell'Emittente e pari alla totalità delle azioni dell'Emittente in circolazione (le “Azioni”), dedotte le n. 59.206.903 Azioni detenute dall'Offerente, rappresentative del 50,68% dell'attuale capitale sociale dell'Emittente (l'“Offerta”) recante la firma in originale del dott. Nicola Iorio, amministratore dell'Emittente delegato dal Consiglio di Amministrazione in data 18 maggio 2011 al fine di compiere tutti gli atti necessari o utili per procedere alla pubblicazione comunicato ex art. 103 del TUF;
- n. 1 copia della *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo dell'Offerta proposto dall'Offerente rilasciata al Consiglio di Amministrazione dell'Emittente dal prof. Sandro Frova, Professore Ordinario di Finanza Aziendale presso Università Luigi Bocconi, e da Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. in data 17 maggio 2011; e
- n. 1 copia del parere motivato redatto, in data 17 maggio 2011, dai consiglieri indipendenti dell'Emittente ai sensi dell'articolo 39-*bis* del Regolamento Emittenti.



**Lucca:**  
Via Luigi Boccherini, 39  
55016 Porcari (LU)  
T. + 39.0583.2811  
F.+39.0583.281356

**Roma:**  
Via di Settebagni, 384/390  
00138 Roma  
T. +39.06.88570391  
F. +39.06.88570308

**Roma:**  
Piazza San Lorenzo in Lucina, 26  
00186 Roma  
T. +39.06.68300441/2  
F. +39.06.68300445

**Milano:**  
Via Ippodromo, 100  
20151 Milano  
T. +39.02.482161  
F. +39.02.48205419

N7



Nel rimanere a disposizione per qualsiasi chiarimento, informazione o integrazione fossero utili o necessari in merito a quanto precede, si porgono distinti saluti.

SNAI S.p.A.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Nicola Iorio", written over a horizontal line.

Nicola Iorio

## SNAI S.P.A.

**COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI SNAI S.P.A. AI SENSI DELL'ART. 103, COMMA TERZO, DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998 N. 58, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO ED INTEGRATO, E DELL'ART. 39 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO ED INTEGRATO, IN RELAZIONE ALL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO OBBLIGATORIA AVENTE AD OGGETTO LE AZIONI ORDINARIE DI SNAI S.P.A., PROMOSSA, DA GLOBAL GAMES S.P.A. AI SENSI DEGLI ARTT. 102 E 106, COMMA PRIMO, DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998 N. 58, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO.**

\* \* \*

### PREMESSA

Il Consiglio di Amministrazione di Snai S.p.A. ("Snai" o l'"Emittente" o la "Società") si è riunito in data 18 maggio 2011 per (i) esaminare l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (l'"Offerta") promossa da Global Games S.p.A. ("Global Games" o l'"Offerente") ai sensi dell'articolo 102 e 106, comma primo, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "TUF"), nonché delle vigenti disposizioni di attuazione contenute nel regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il "Regolamento Emittenti"), e avente ad oggetto n. 57.618.082 azioni ordinarie dell'Emittente del valore nominale di Euro 0,52 ciascuna, rappresentative del 49,32% dell'attuale capitale sociale di Snai e pari alla totalità delle azioni dell'Emittente in circolazione (le "Azioni"), dedotte le n. 59.206.903 Azioni detenute dall'Offerente, rappresentative del 50,68% dell'attuale capitale sociale di Snai, e (ii) al fine di deliberare in merito all'approvazione del comunicato da diffondere ai sensi dell'articolo 103, comma terzo, del TUF e dell'articolo 39 del Regolamento Emittenti (il "Comunicato").

Alla riunione hanno partecipato (in persona o per audio conferenza) tutti gli amministratori in carica, overosia: Marco Pierettori (Presidente del Consiglio di Amministrazione), Antonio Casari (consigliere non esecutivo), Gabriele Del Torchio (consigliere non esecutivo), Giorgio Drago (consigliere non esecutivo), Carlo d'Urso (consigliere non esecutivo e indipendente), Francesco Ginestra (consigliere non esecutivo), Nicola Iorio (consigliere non esecutivo), Rohan Maxwell (consigliere non esecutivo), Massimo Perona (consigliere non esecutivo), Roberto Ruozi (consigliere non esecutivo), Gabriele Villa (consigliere non esecutivo e indipendente), Maurizio Ughi (consigliere delegato) e Niccolò Uzielli de Mari (consigliere non esecutivo).

All'adunanza hanno assistito il Presidente del Collegio Sindacale, dott. Massimo Gallina e i Sindaci effettivi dott. Enzo Bermani e dott. Maurizio Maffeis.

Si segnala che (i) il Presidente del Consiglio di Amministrazione, Marco Pierettori, ha comunicato, anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile, di essere – nella sua qualità di dipendente delle società BI-Invest Services S.A., società affiliata alla società di gestione del fondo Investindustrial, il quale a sua volta partecipa nell'Offerente – portatore di interessi nella suddetta Offerta. Analogamente i consiglieri Antonio Casari, Rohan Maxwell e Niccolò Uzielli de Mari, hanno dichiarato, sempre ai sensi dell'articolo 2391 del Codice Civile, di essere nella medesima condizione del Presidente; e (ii) il consigliere Nicola Iorio ha dichiarato, ai sensi



**Lucca:**  
Via Luigi Boccherini, 39  
55016 Porcari (LU)  
T. + 39.0583.2811  
F.+39.0583.281356

**Roma:**  
Via di Settebagni, 384/390  
00138 Roma  
T. +39.06.88570391  
F. +39.06.88570308

**Roma:**  
Piazza San Lorenzo In Lucina, 26  
00186 Roma  
T. +39.06.68300441/2  
F. +39.06.68300445

**Milano:**  
Via Ippodromo, 100  
20151 Milano  
T. +39.02.482161  
F. +39.02.48205419

dell'articolo 2391 del Codice Civile, di essere – nella sua qualità di dipendente della società Palladio Finanziaria S.p.A., socio di controllo di Venice European Investment Capital S.p.A. ("VEI"), la quale a sua volta partecipa nell'Offerente – portatore di interessi nella suddetta Offerta. La medesima dichiarazione è stata rilasciata dai consiglieri Giorgio Drago, Roberto Ruozi e Massimo Perona in quanto membri del Consiglio di Amministrazione di VEI.

Si precisa che i sigg. Maurizio Ughi e Francesco Ginestra sono membri del consiglio di amministrazione di Snai Servizi S.p.A., parte venditrice nella compravendita della partecipazione nell'Emittente acquistata da Global Games (e dalla cui esecuzione è sorto l'obbligo giuridico dell'Offerente di procedere all'Offerta), e in tale loro ruolo i sigg. Ughi e Ginestra hanno partecipato alle trattative per la definizione della predetta operazione.

Ai fini della redazione del presente Comunicato, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha preliminarmente preso atto ed esaminato i seguenti documenti:

- (a) il comunicato dell'Offerente in data 30 marzo 2011 redatto ai sensi dell'articolo 102 del TUF e dell'articolo 37 del Regolamento Emittenti, relativo alla promozione dell'Offerta;
- (b) il documento relativo all'Offerta (il "**Documento d'Offerta**"), nella versione depositata in bozza in Consob dall'Offerente in data 18 aprile 2011 e trasmessa all'Emittente, giusto provvedimento autorizzativo di Consob, da ultimo in data 18 maggio 2011 (il "**Documento d'Offerta**");
- (c) il parere motivato redatto, in data 17 maggio 2011, dai consiglieri indipendenti dell'Emittente, avv. Carlo d'Urso e prof. Gabriele Villa (i "**Consiglieri Indipendenti**"), ai sensi dell'articolo 39-*bis* del Regolamento Emittenti e che si allega al presente Comunicato; e
- (d) la *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo dell'Offerta proposto dall'Offerente richiesta dai Consiglieri Indipendenti dell'Emittente al prof. Sandro Frova, Professore Ordinario di Finanza Aziendale presso Università Luigi Bocconi, e a Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (i "**Consulenti**"), rilasciata in data 17 maggio 2011 e che si allega al presente Comunicato.

Nel Documento d'Offerta si precisa che, ai sensi dell'articolo 101-*bis*, comma terzo, del TUF, in considerazione del fatto che l'Offerente dispone della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'Emittente, non trovano applicazione con riguardo all'Offerta gli articoli 102 (*Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi*), commi secondo e quinto, 103 (*Svolgimento dell'offerta*), comma 3-*bis*, del TUF, ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'Offerente ovvero dell'Emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti nonché gli articoli 104 (*Difese*), 104-*bis* (*Regola di neutralizzazione*) e 104-*ter* (*Clausola di reciprocità*) del TUF.

All'esito dell'esame della documentazione sopra indicata, il Consiglio di Amministrazione, al fine di fornire agli azionisti dell'Emittente e al mercato dati ed elementi utili per l'apprezzamento dell'Offerta, ha approvato all'unanimità, ai sensi dell'articolo 103, comma terzo, del TUF e dell'articolo 39 del Regolamento Emittenti, il presente Comunicato; il Collegio Sindacale ha preso atto della deliberazione del Consiglio di Amministrazione senza formulare alcun rilievo.



Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha, altresì, conferito con delega disgiunta al Presidente, Marco Pierettori, e al Consigliere, Nicola Iorio, con facoltà di subdelega, ogni più ampio potere al fine di compiere tutti gli atti necessari o utili per procedere alla pubblicazione del presente Comunicato, con facoltà di apportare allo stesso tutte le modifiche e/o integrazioni che dovessero rendersi necessarie a seguito delle valutazioni e delle eventuali richieste della Consob ai sensi dell'articolo 39, comma terzo, del Regolamento Emittenti ovvero di ogni altra Autorità competente.

A tal riguardo, si precisa che il Presidente Marco Pierettori e il Consigliere Nicola Iorio hanno proceduto alla redazione del suddetto Comunicato avvalendosi del supporto tecnico dello studio associato dell'avv. d'Urso, nominato consigliere nell'adunanza assembleare del 29 aprile u.s. e rispetto al quale il consiglio, in data 29 aprile, ha valutato la sussistenza dei requisiti di indipendenza. L'avv. d'Urso non ha ricevuto alcun incarico professionale *ad hoc* in relazione a tale scopo né alcun compenso, né ha mai ricevuto altri incarichi professionali, di alcuna natura, da parte dell'Emittente.

\* \* \*

Il Comunicato è redatto esclusivamente ai fini e per gli effetti dell'articolo 103, comma terzo, del TUF e 39 del Regolamento Emittenti.

Il Comunicato dell'Emittente rappresenta in sintesi i principali elementi per l'apprezzamento dell'Offerta. Le informazioni di seguito riportate sono state tratte dai documenti sopra richiamati e presi in esame, fermo restando che per una più compiuta e integrale conoscenza di tutti i termini e condizioni dell'Offerta occorre fare esclusivamente riferimento al Documento d'Offerta.

Il Comunicato dell'Emittente, pertanto, non intende in alcun modo sostituire il Documento d'Offerta che sarà reso pubblico dall'Offerente secondo le norme di legge e di regolamento applicabili.

\* \* \*

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

Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha esaminato il Documento d'Offerta e, a tal proposito, invita gli azionisti ad un'attenta lettura dello stesso e, in particolare, dei paragrafi del Documento d'Offerta di seguito indicati:

- o Avvertenze: *cf.* Sezione A del Documento di Offerta;
- o Corrispettivo: *cf.* Sezione A, Avvertenza A.10; Sezione E, Paragrafi E.1.1 e E.1.2 del Documento di Offerta;
- o Data e modalità di pagamento del corrispettivo: *cf.* Sezione F del Documento di Offerta;
- o Scenari alternativi per i possessori di Azioni dell'Emittente: *cf.* Sezione A, Avvertenza A.8, del Documento di Offerta;
- o Motivazioni dell'Offerta: *cf.* Sezione G.1 e Sezione G.2 del Documento di Offerta;
- o Programmi futuri dell'Offerente: *cf.* Sezione G. 3 del Documento di Offerta;



- o Data, Modalità di finanziamento e garanzie dell'Offerta: *cf.* Sezione F, Paragrafi F.1, F.2 e F.3, nonché Sezione G, Paragrafo G.2.2 del Documento di Offerta;
- o Operazione Cogetech: *cf.* Sezione G, Paragrafo G.3.3, del Documento d'Offerta.

## **II. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO AI SENSI DELL'ARTICOLO 39 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI**

Ai sensi dell'articolo 39 del Regolamento Emittenti (nel testo in vigore sino al 1° maggio 2011), il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente precisa quanto segue.

### ***II.1 Possesso di azioni proprie***

Alla data del presente Comunicato l'Emittente non possiede azioni proprie né direttamente né tramite società controllate.

### ***II.2 Possesso di azioni dell'Emittente da parte dell'organo amministrativo e del consiglio di sorveglianza***

Alla data del presente Comunicato i componenti dell'organo amministrativo dell'Emittente non sono titolari, direttamente o indirettamente, di azioni dell'Emittente o di società controllanti o controllate dall'Emittente.

### ***II.3 Informazioni concernenti i patti parasociali***

Alla data del presente Comunicato esiste un patto parasociale, rilevante ai sensi dell'articolo 122 del TUF, sottoscritto in data 29 marzo 2011 tra Global Entertainment S.A. e Global Win S.p.A., soci dell'Offerente, avente ad oggetto principi relativi alla *corporate governance* di Global Games e dell'Emittente.

L'estratto del Patto Parasociale è stato pubblicato in data 3 aprile 2011 sul quotidiano *il Sole 24 Ore* ed è altresì allegato al Documento d'Offerta.

### ***II.4 Compensi percepiti e/o deliberati a favore dei componenti degli organi di amministrazione, di controllo e dai direttori generali***

L'assemblea dei soci tenutasi in data 29 aprile 2011 come da verbale redatto a rogito del Dottor Roberto Martinelli, Notaio in Altopascio, ha deliberato un compenso complessivo annuo lordo per il Consiglio di Amministrazione pari a Euro 390.000,00, nonché un emolumento annuo, per ciascun sindaco effettivo, pari al minimo delle Tariffe Professionali con la maggiorazione del 50% ivi prevista per il Presidente.

Si segnala altresì che per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2010 gli amministratori Maurizio Ughi e Francesco Ginestra (poi riconfermati nella carica di amministratore dall'anzidetta assemblea

dei soci in data 29 aprile 2011) hanno percepito un compenso pari, rispettivamente, a Euro 216.000,00 ed Euro 66.000,00 ripartito come segue:

Soggetto	Descrizione					
	Carica	Durata carica	Emolumenti	Benefici non monetari	Bonus e altri incentivi	Altri compensi
Ughi Maurizio	Presidente	01.01.10 - 31.12.10	Euro 216.000	Euro 8.083	-	-
Ginestra Francesco	Vice Presidente	01.01.10 - 31.12.10	Euro 66.000	-	-	-

Il direttore generale, dottor Luciano Garza, ha percepito, nell'esercizio chiuso il 31 dicembre 2010, un compenso annuo lordo pari ad Euro 171.024,00.

Si segnala, inoltre, che nel contesto dell'operazione relativa all'acquisto della Partecipazione di Maggioranza da parte di Global Games, i signori Maurizio Ughi, già presidente e amministratore delegato di Snai, riconfermato nella carica di amministratore dall'assemblea dei soci del 29 aprile 2011, e Francesco Ginestra, già vicepresidente del Consiglio di Amministratore di Snai e amministratore delegato, riconfermato nella carica di amministratore dall'assemblea dei soci del 29 aprile 2011, hanno offerto a Snai la sottoscrizione di accordi di non concorrenza, impegnandosi, altresì, a non revocare dette offerte prima del 30 giugno 2011.

A titolo di corrispettivo globale e omnicomprensivo per gli obblighi così assunti, Snai dovrebbe corrispondere (i) al signor Maurizio Ughi l'importo di Euro 1.701.000 e (ii) al signor Francesco Ginestra l'importo di Euro 1.701.000, in tutti e due i casi da versarsi in tre rate di pari importo alle seguenti scadenze: 30 giugno 2011, 1° marzo 2012 e 2 gennaio 2013. Secondo quanto rappresentato dall'Offerente, il corrispettivo per gli obblighi di non concorrenza assunti dai signori Ughi e Ginestra è stato determinato avuto riguardo alle loro significative conoscenze specifiche del mercato, al loro ruolo rilevante ricoperto negli ultimi anni nella gestione delle attività dell'Emittente nonché alla loro pluriennale esperienza nel settore di operatività del gruppo Snai e in considerazione dell'esigenza di evitare che terzi concorrenti della Società possano beneficiarne qualora, per qualsiasi motivo, si interrompesse il rapporto organico tra la Società e i signori Ughi e Ginestra.

### ***II.5 Informazioni sui fatti di rilievo successivi all'approvazione del resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011***

Successivamente all'approvazione del resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2011 non si è verificato alcun fatto di rilievo.

## **III. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'EMITTENTE SULL'OFFERTA**

### ***III.1 Valutazioni di natura industriale/aziendale***



Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, tenuto conto della recente nomina, si è limitato ad esaminare i programmi futuri dell'Offerente illustrati nel Documento d'Offerta.

Al riguardo, si osserva che tali programmi si pongono in una prospettiva di parziale continuità rispetto al profilo e alla tipologia di attività attualmente svolta dall'Emittente. L'Offerente indica, infatti, espressamente la propria intenzione di (i) mantenere il ruolo dell'Emittente quale principale operatore nell'ambito della gestione delle scommesse ippiche e sportive, rafforzandone la rete distributiva anche attraverso significativi investimenti in infrastrutture e tecnologia, e (ii) supportare l'Emittente (a) nel perseguire l'obiettivo di sviluppare la rete per la gestione telematica del gioco lecito attraverso l'implementazione del piano di attivazione dei diritti VLT che prevede i necessari investimenti relativi all'installazione delle macchine sul territorio e alla realizzazione della piattaforma tecnologica e (b) nel cogliere ogni altra opportunità offerta dal processo di innovazione del mercato sia nella gestione di reti fisiche che nel canale *on-line* anche con la partecipazione a futuri bandi di gara.

Il Consiglio di Amministrazione valuta positivamente i predetti programmi di natura industriale.

### **III.2 Valutazioni in ordine alle condizioni finanziarie dell'Offerta**

Il Consiglio di Amministrazione rileva che, come rappresentato nel Documento d'Offerta:

- il corrispettivo per ciascuna Azione portata in adesione è pari, a seconda della scelta esercitata da ciascuno degli azionisti dell'Emittente in sede di adesione all'Offerta, (i) a Euro 2,3646 ("**Prezzo Base**") oltre al diritto alla successiva eventuale Integrazione ("**Corrispettivo con Integrazione**"); ovvero, quale alternativa a tale Corrispettivo con Integrazione, (ii) a Euro 2,4500 senza diritto alla successiva eventuale Integrazione ("**Corrispettivo All Cash**"); e
- l'Offerente non è in grado di formulare alcuna previsione né sull'ammontare né sulla tempistica dell'eventuale Integrazione.

#### **III.2.1 Corrispettivo con Integrazione**

Secondo quanto rappresentato nel Documento d'Offerta, l'Offerente riconoscerà a ciascun aderente all'Offerta il Corrispettivo con Integrazione, determinato in conformità a quanto previsto dall'articolo 106, comma secondo, del TUF.

Il Corrispettivo con Integrazione corrisponde, infatti, al prezzo più elevato pagato dall'Offerente per l'acquisto di azioni ordinarie Snai nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma primo, del TUF ed è il corrispettivo pagato dall'Offerente a Snai Servizi S.p.A. per ciascuna Azione costituente la Partecipazione di Maggioranza, non avendo l'Offerente effettuato altri acquisti di Azioni negli ultimi dodici mesi.

Il Corrispettivo con Integrazione verrà pagato, limitatamente a Euro 2,3646 per Azione (c.d. Prezzo Base), interamente in contanti alla Data di Pagamento; l'Integrazione verrà pagata, se ed in quanto dovuta, al verificarsi dei relativi presupposti (come descritti al Paragrafo E.1.1. del Documento d'Offerta).

### III.2.2 Corrispettivo All Cash

Sempre secondo quanto rappresentato nel Documento d'Offerta, in alternativa al Corrispettivo con Integrazione, l'Offerente riconoscerà a ciascun aderente all'Offerta che abbia optato in tal senso un corrispettivo da liquidarsi integralmente per cassa, e dunque senza diritto alla successiva eventuale Integrazione, di Euro 2,4500 per ciascuna Azione portata in adesione all'Offerta, importo risultante dalla somma del Prezzo Base (*i.e.* Euro 2,3646) e del corrispettivo per cassa stabilito in alternativa all'Integrazione, pari a Euro 0,0854 ("**Alternativa in Cassa all'Integrazione**").

L'Alternativa in Cassa all'Integrazione è stata determinata dall'Offerente a seguito di autonome valutazioni tenuto conto del valore che il mercato azionario ha attribuito implicitamente all'Integrazione, nel periodo compreso tra la data di comunicazione al mercato del Corrispettivo con Integrazione (*i.e.* 23 gennaio 2011) e il giorno precedente la data di comunicazione al mercato della possibilità di optare per il Corrispettivo All Cash (*i.e.* 30 marzo 2011).

Il Corrispettivo All Cash verrà pagato interamente in contanti alla Data di Pagamento.

### III.2.3 Premi/Sconti rispetto alle medie ponderate e all'ultimo prezzo ufficiale

Secondo quanto rappresentato nel Documento d'Offerta, il Prezzo Base (*i.e.* Euro 2,3646) e il Corrispettivo All Cash rappresentano i seguenti premi/sconti rispetto alle medie ponderate dei prezzi ufficiali di borsa delle Azioni a 12 mesi, a 6 mesi, a 3 mesi e a 1 mese e rispetto all'ultimo prezzo ufficiale al 21 gennaio 2011 (ultimo giorno di mercato aperto anteriore al 23 gennaio 2011, data quest'ultima in cui è stato diffuso al mercato il comunicato stampa ai sensi degli articoli 114 del TUF e 66 del Regolamento Emittenti contenente la notizia della sottoscrizione del Contratto di Compravendita).

Periodo	Prezzo medio ponderato per volumi giornalieri (in Euro)	Premio/sconto del Prezzo Base (esclusa l'Integrazione) rispetto al prezzo medio ponderato (in %)	Premio/sconto del Corrispettivo All Cash rispetto al prezzo medio ponderato (in %)
Data precedente l'annuncio (21 gennaio 2011)	2,6341	-10,2%	-7,0%
Media 1 mese (dicembre 2010 - 21 gennaio 2011)	2,6779	-11,7%	-8,5%
Media 3 mesi (ottobre 2010 - 21 gennaio 2011)	2,6527	-10,9%	-7,6%
Media 6 mesi (luglio 2010 - 21 gennaio 2011)	2,7794	-14,9%	-11,9%
Media 12 mesi (22 gennaio 2010 - 21 gennaio 2011)	2,7145	-12,9%	-9,7%

Per maggiori informazioni in merito al Corrispettivo con Integrazione e al Corrispettivo All Cash si rinvia alla Sezione E del Documento d'Offerta.

### III.3 Valutazioni del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente

Per le proprie valutazioni in ordine al corrispettivo dell'Offerta, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso (i) del parere motivato contenente le valutazioni sull'Offerta e sulla congruità del corrispettivo rilasciato da parte dei Consiglieri Indipendenti, avv. Carlo d'Urso e prof. Gabriele Villa e (ii) del supporto dei Consulenti, prof. Sandro Frova, Professore Ordinario di Finanza Aziendale presso Università Luigi Bocconi, e Deloitte Financial Advisory Services S.p.A., incaricati dagli anzidetti Consiglieri Indipendenti di redigere la *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo proposto dall'Offerente.

#### III.3.1 Fairness Opinion

I Consulenti hanno rilasciato la propria *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo dell'Offerta in data 17 maggio 2011.

Si fa presente che, come indicato nella *fairness opinion*, l'analisi della congruità del valore economico del prezzo offerto è stata effettuata facendo riferimento al cosiddetto valore teorico economico delle azioni di Snai e, dunque, al valore economico teorico del capitale della Società, attraverso l'applicazione delle metodologie ritenute appropriate in fattispecie analoghe.

Inoltre la scelta delle metodologie di valutazione applicate per la stima del valore corrente teorico del capitale economico della Società è stata effettuata tenendo conto delle caratteristiche patrimoniali ed operative della Società stessa.

A tal fine sono stati applicati criteri di valutazione comunemente in uso nella prassi professionale reputati idonei al fine di pervenire alla determinazione del valore ricercato.

Nello specifico, ai fini della determinazione di un valore teorico economico corrente della Società, si è ritenuto opportuno utilizzare i seguenti metodi:

- *Metodo finanziario*

Secondo il metodo finanziario il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari complessivi disponibili, attualizzati applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio della società.

I principali parametri utilizzati per l'applicazione del metodo finanziario sono riepilogati di seguito:

- i flussi finanziari per il periodo esplicito sono stati stimati sulla base delle previsioni economiche finanziarie contenute nel business plan 2010 – 2015;
- il valore terminale è stato determinato facendo riferimento al modello di capitalizzazione. In particolare al fine di stimare un flusso di cassa normalizzato si è fatto riferimento all'EBITDA dell'ultimo anno di previsione esplicita al netto delle imposte e tenendo conto di un ammontare di investimenti normalizzato; e
- il costo medio ponderato del capitale è stato stimato sulla base di un panel di società quotate e comparabili alla Società.

- *Metodo reddituale*

Come previsto dalla teoria la valutazione attraverso il metodo reddituale è basata sulla definizione della redditività tipica e normalizzata, emergente dalle attività oggetto della valutazione. Nel caso di specie, si è provveduto alla stima di un reddito normalizzato sulla base dei dati prospettici della Società. Per l'applicazione del metodo in oggetto sono state effettuate le medesime considerazioni del metodo finanziario in riferimento a stima del valore terminale e del costo medio ponderato del capitale.

- *Metodo dei multipli di borsa*

Tale metodo consiste nello stimare il valore economico teorico dell'azienda sulla base dei prezzi evidenziati nei mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

Nel caso specifico ai fini della scelta del multiplo da adottare si ritiene che la grandezza economica "EBITDA" permetta di apprezzare in maniera compiuta la performance delle aziende operanti nel settore, tenendo conto della struttura dei costi operativi della Società a prescindere dalle politiche di bilancio adottate sugli ammortamenti.

Si richiamano, in ogni caso, le criticità emerse nel corso del processo valutativo e debitamente rappresentate nella *fairness opinion*.

La *fairness opinion* dei Consulenti segnala che la valutazione è stata incentrata sul Corrispettivo *All Cash* poiché il Corrispettivo con Integrazione implicherebbe la valutazione di una condizione non facilmente riconducibile ad una dimensione strettamente finanziaria stante l'assenza di elementi oggettivi. Infatti, il valore economico della condizione di beneficio sarebbe soggetto ad una serie di ipotesi future ed incerte (quale ad esempio l'ipotesi di cessione della quota di partecipazione da parte della maggioranza) riconducibili solo all'azionista di maggioranza e che non risultano prevedibili in alcun modo, neanche in ottica probabilistica. L'assenza dei presupposti teorici minimi necessari, quali l'individuazione di un numero finito di possibili scenari e la possibile definizione di eventuali distribuzioni di probabilità, non hanno pertanto consentito di poter effettuare delle considerazioni valutative al riguardo.

Ciò precisato, i Consulenti riportano le seguenti conclusioni:

*"Sulla base della documentazione disponibile, delle attività svolte, di tutto quanto suddetto e tenuti presenti i limiti, le ipotesi e la natura dell'incarico, sussistono elementi tali da far ritenere il Corrispettivo Cash un'offerta economicamente congrua".*

### *III.3.2 Parere motivato degli amministratori indipendenti*

Per le proprie valutazioni in ordine al corrispettivo, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso altresì del parere motivato redatto, in data 17 maggio 2011, dai Consiglieri Indipendenti dell'Emittente ai sensi dell'articolo 39-bis del Regolamento Emittenti che porta le seguenti conclusioni:

*"... Gli azionisti di minoranza hanno la possibilità di scegliere tra le due condizioni di cessione delle proprie azioni ottenendo il Corrispettivo Cash ovvero il Corrispettivo con Integrazione.*



*La valutazione dell'Integrazione non può essere effettuata su basi analitiche, razionali e dimostrabili (v., supra, § 4 [n.d.r.: del parere dei Consiglieri Indipendenti qui allegato]); ciascun azionista, anche in funzione delle proprie strategie di portafoglio, può costruire ipotesi e scenari differenti in funzione dei quali l'Integrazione può assumere valori diversi. Esistono tanti valori dell'Integrazione quante sono le distribuzioni probabilistiche di verifica degli eventi che la originano.*

*L'analisi sulla congruità dei due prezzi proposti nell'Offerta può essere incentrata sulla verifica della congruità del Corrispettivo Cash per le ragioni che seguono.*

*Si assuma l'ipotesi che il Corrispettivo Cash sia ritenuto congruo.*

*Se il singolo azionista assegna un valore all'Integrazione tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui superiore al Corrispettivo Cash, posto che quest'ultimo è in ipotesi congruo, a fortiori per quell'azionista deve ritenersi congruo il Corrispettivo con Integrazione ed egli è libero di accettare (ove ovviamente non decida di mantenere le azioni) l'Offerta con Integrazione. In tale caso per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno. Se, al contrario, l'azionista assegna all'Integrazione un valore tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui inferiore al Corrispettivo Cash, posto – di nuovo – che quest'ultimo è in ipotesi congruo, egli ha la possibilità di cedere le azioni al Corrispettivo Cash. Anche in questo caso, per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno.*

*In definitiva, la valutazione della congruità del corrispettivo offerto con l'OPA può essere incentrata sulla congruità del Corrispettivo Cash, lasciando al mercato una valutazione soggettiva dell'alternativa costituita dal Corrispettivo con Integrazione.*

*I metodi di valutazione sviluppati dagli Esperti conducono ai seguenti valori di riferimento dell'azione Snai (per il metodo dei multipli gli Esperti non hanno indicato un valore di riferimento ma un intervallo):*

*(euro)*

*Metodo finanziario 2,34*

*Metodo dei multipli 1,81 – 2,19*

*Metodo reddituale 2,28*

*Il Corrispettivo Cash proposto in sede d'OPA è di euro 2,45.*

*In conclusione, alla luce delle analisi svolte dagli Esperti, ribadito che il giudizio sulla congruità del prezzo proposto in sede d'OPA può essere legato alla valutazione del Corrispettivo Cash per le ragioni illustrate nel § 4 [n.d.r.: del parere dei Consiglieri Indipendenti qui allegato] e in sintesi riprese in questo paragrafo, ribadito altresì che il presente parere motivato non può tenere conto, per le ragioni illustrate nel § 3. [n.d.r.: del parere dei Consiglieri Indipendenti qui allegato], degli effetti dell'Operazione Cogetech sull'economia di Snai, il Corrispettivo Cash di euro 2,45 appare congruo."*



#### **III.4 Conclusioni del Consiglio Amministrazione dell'Emittente**

Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, preso atto del fatto che l'Offerta prevede la possibilità per gli oblati di optare tra il Corrispettivo *All Cash*, pari a Euro 2,4500 per Azione e il Corrispettivo con Integrazione, pari a Euro 2,3646 più l'eventuale Integrazione, esaminata la *fairness opinion* dei Consulenti e facendo proprie le conclusioni cui sono giunti i Consiglieri Indipendenti, all'unanimità ha ritenuto congruo il Corrispettivo *All Cash* rimettendo al mercato la valutazione soggettiva dell'alternativa costituita dal Corrispettivo con Integrazione.

Si precisa in ogni caso che la convenienza economica dell'adesione all'Offerta dovrà essere valutata dal singolo azionista all'atto dell'adesione, tenuto conto dell'andamento del titolo e delle dichiarazioni dell'Offerente contenute nel Documento d'Offerta.

\* \* \*

18 maggio 2011

Snai S.p.A.

Per il Consiglio di Amministrazione

---

Nicola Iorio

Milano, 17 Maggio 2011

Spettabile  
SNAI S.p.A.  
via Boccherini, 39  
55016 Porcari (LU)

*Alla cortese attenzione dei Consiglieri Indipendenti e del Consiglio di Amministrazione*

Egregi Signori,

in relazione all'incarico conferito al Prof. Sandro Frova e alla Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. nella persona dell'Ing. Marco Vulpiani (congiuntamente di seguito definiti gli "Esperti"), ai quali si rimanda per le modalità di esecuzione del lavoro, è stata svolta un'indagine finalizzata ad esprimere considerazioni in merito alla congruità del corrispettivo unitario offerto da Global Games S.p.A. ai sensi degli articoli 102 e 106, comma primo, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n.58 per l'acquisto delle azioni ordinarie di Snai S.p.A.

Di seguito vengono descritti sinteticamente l'operazione, la documentazione utilizzata, le ipotesi e limiti, le attività svolte dagli Esperti e le principali conclusioni.

Nel prosieguo, per brevità, saranno utilizzate le seguenti definizioni:

- "Emittente" o "Società": SNAI S.p.A.;
- "Offerta": offerta pubblica d'acquisto obbligatoria ai sensi degli articoli 102 e 106, comma primo, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- "Offerente" o "Global Games": Global Games S.p.A.;
- "TUF" o "Testo Unico della Finanza": Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- "Regolamento Emittenti": Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- "Lettera" o "Parere": il presente documento.

## **1. Premessa**

Snai S.p.A. è una società operativa nel settore dei giochi in Italia, le cui azioni ordinarie sono quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

In data 30 marzo 2011, Global Games S.p.A. ha comunicato di voler promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi degli articoli 102 e 106, comma primo del TUF (l'"Offerta") avente ad oggetto n. 57.618.082 azioni ordinarie della Società, rappresentative del 49,32% dell'attuale capitale sociale di SNAI, escluse le n. 59.206.903 azioni di proprietà dall'Offerente, corrispondenti al 50,68 % del capitale sociale della Società, a seguito dell'acquisto della partecipazione di maggioranza detenuta da SNAI Servizi S.p.A (di seguito "SNAI Servizi").

Secondo quanto comunicato da Global Games, l'Offerta è stata organizzata sulla base di un'opzione di scelta da parte degli azionisti di SNAI. Gli aderenti all'Offerta potranno infatti scegliere di ricevere quale corrispettivo per ciascuna azione SNAI apportata in adesione:

- a) lo stesso corrispettivo pagato da Global Games a SNAI Servizi, vale a dire un corrispettivo da liquidarsi in parte per cassa, per un ammontare di Euro 2,3646 (il "Prezzo Base"), e in parte mediante attribuzione del diritto - esercitabile ogni qualvolta si verificano determinate circostanze meglio descritte successivamente - ad una eventuale integrazione del Prezzo Base ("Integrazione") (complessivamente, il "Corrispettivo con Integrazione"); oppure, in alternativa al Corrispettivo con Integrazione,
- b) un corrispettivo da liquidarsi integralmente per cassa, senza diritto alla successiva Integrazione, per un ammontare di Euro 2,4500, importo risultante dalla somma del Prezzo Base (Euro 2,3646) e dell'alternativa in cassa all'Integrazione (il "Corrispettivo Cash").

In ottemperanza delle disposizioni contenute nell'articolo 103 del TUF e dell'articolo 39 bis del Regolamento Emittenti, gli Amministratori Indipendenti sono tenuti a redigere un parere motivato contenente le valutazioni sull'Offerta e sulla congruità del prezzo offerto.

In tale contesto SNAI, su indicazione degli Amministratori Indipendenti, ha conferito un incarico congiunto al Prof. Sandro Frova e alla Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. nella persona dell'Ing. Marco Vulpiani, al fine di supportare gli Amministratori Indipendenti nella predisposizione del parere ai sensi dell'articolo 39 bis del Regolamento Emittenti.

## **2. La documentazione utilizzata**

Le nostre conclusioni si sono basate su quanto desumibile esclusivamente dalla seguente documentazione:

- Bilancio della Società al 31 dicembre 2010.
- Report "Project Sirio – Final Key findings report – redacted version" redatto da primaria società di consulenza e datato 9 dicembre 2010.
- Report "Project Sirio", contenente la sezione "2010 – 2015 Sirio Business Plan" predisposto da primaria società di consulenza e datato Marzo 2011, e relativo foglio di lavoro "Base case" (di seguito indicato come documento "Project Sirio").
- Report "Project Sirio", "Gaming Market Overview", predisposto da primaria società di consulenza, datato Dicembre 2010.
- Manifestazione di interesse per gli immobili di Milano S. Siro da parte di BNP/Paribas.

Si sottolinea che le analisi e le valutazioni sono state effettuate sulla base delle previsioni contenute nella sezione "2010 - 2015 Sirio business plan" del documento "Project Sirio", che recepisce gli effetti della rinegoziazione del debito della Società. Il Consiglio di Amministrazione di SNAI ha preso atto dei documenti sopra elencati nella seduta del 29 aprile 2011.

In aggiunta a quanto sopra, sono state raccolte ulteriori informazioni tramite colloqui con il management della Società nonché con le società di consulenza che hanno predisposto le analisi precedentemente elencate. Gli uni e gli altri hanno confermato la ragionevolezza delle previsioni, che sono state pertanto assunte alla base della valutazione del valore della Società e delle sue azioni. Ogni integrazione, modifica o successivo aggiornamento delle informazioni rese disponibili, tra cui la documentazione di cui sopra, renderà i contenuti del presente documento superati e non più rilevanti.

In aggiunta alla documentazione sopra menzionata, si è fatto riferimento inoltre a ulteriori informazioni relative al settore in cui la Società opera, reperite da studi predisposti da analisti indipendenti o da altre fonti pubblicamente disponibili.

Il nostro lavoro si è necessariamente basato sulle informazioni che sono disponibili e valutabili alla data della presente relazione.

### **3. Le attività svolte**

Data la finalità dell'incarico ed in funzione delle informazioni disponibili, l'analisi della congruità del valore economico del Prezzo offerto è stata effettuata facendo riferimento al cosiddetto valore teorico economico delle azioni dell'Emittente, e dunque al valore economico teorico del capitale della Società, attraverso l'applicazione delle metodologie ritenute appropriate in fattispecie analoghe, come meglio specificato nel seguente paragrafo.

Tale valore teorico rappresenta il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni. Tale valore pertanto non tiene conto di eventuali attese soggettive, eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa fra soggetti indipendenti; né viene considerata la peculiare situazione di SNAI, ovvero la quotazione ed il lancio di un'OPA obbligatoria sul totale del flottante.

Ai fini dello sviluppo del procedimento valutativo sono state prese a riferimento, oltre alle previsioni e analisi individuate nel precedente punto 2, le situazioni economiche, patrimoniali e finanziarie predisposte dal Management della Società alla data del 31 dicembre 2010 e del 31 marzo 2011, non essendo intervenute nel frattempo modifiche nell'attività della Società. In ogni caso abbiamo tenuto conto degli eventi significativi portati alla nostra attenzione e accaduti dopo tale data.

La Società è stata esaminata e valutata in riferimento alla data del 31 marzo 2011 e nelle condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), nell'ipotesi di continuità aziendale con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive conosciute alla data della valutazione.

Pertanto l'accordo strategico, comunicato da Global Games in data 6 maggio 2011, per l'acquisto, soggetto al verificarsi di determinate condizioni sospensive, di Cogetech S.p.A. e New Game S.p.A. da parte di SNAI, è stato considerato esclusivamente nei suoi aspetti qualitativi, non essendo al momento disponibili dati ed elaborazioni relativi alle sue implicazioni economiche ed operative.

### **4. L'Analisi dell'Offerta**

Una particolare attenzione è stata posta alla valutazione dell'offerta, in considerazione della sua articolazione in due diverse opzioni che possono essere scelte da parte degli azionisti aderenti.

Come precedentemente evidenziato, gli aderenti all'Offerta potranno scegliere di ricevere quale corrispettivo per ciascuna azione SNAI apportata in adesione:

- il Corrispettivo con Integrazione, o alternativamente
- il Corrispettivo Cash.

Mentre il pagamento del Corrispettivo Cash non richiede particolari approfondimenti, di seguito vengono riportate alcune caratteristiche del Corrispettivo con Integrazione. L'integrazione, secondo quanto esposto nel Comunicato dell'Offerente, sarà dovuta ogni qualvolta si verifichi, entro il quindicesimo anniversario dal 29 marzo 2011, uno o più dei seguenti eventi (ciascuno un "Evento Realizzativo"):

- l'effettivo incasso da parte di Global Games ("Incasso dell'Importo Distribuito") di qualsivoglia ammontare di ogni distribuzione di dividendi o riserve spettante pro-quota a Global Games; e/o
- l'effettivo incasso da parte di Global Games ("Incasso del Corrispettivo Partecipazione SNAI") (a) di qualsivoglia corrispettivo in danaro di ogni trasferimento della partecipazione SNAI e/o (b) di qualsivoglia corrispettivo in danaro della vendita di eventuali strumenti finanziari equivalenti (ogni azione o quota rappresentativa del capitale) ricevuti quale corrispettivo di ogni trasferimento della partecipazione SNAI (i(il) corrispettivi(o) in danaro sub (a) e/o (b), il "Corrispettivo Partecipazione SNAI"); e/o
- l'effettivo incasso ("Incasso del Corrispettivo Partecipazioni Global Games") da parte dei Soci di Global Games (come di seguito definiti) (a) di qualsivoglia corrispettivo in danaro di ogni trasferimento della partecipazione detenuta da Global Games e/o (b) di qualsivoglia corrispettivo in danaro della vendita di eventuali Strumenti Finanziari Equivalenti ricevuti quale corrispettivo di ogni trasferimento della partecipazioni di Global Games (i(il) corrispettivi(o) in danaro sub (a) e/o (b), il "Corrispettivo Partecipazioni Global Games").

Il Testo Unico della Finanza, con l'obiettivo di tutelare gli azionisti di minoranza, richiede una valutazione della congruità del prezzo offerto in sede di OPA. Mentre tale attività risulta sufficientemente ordinaria nel caso dell'offerta del corrispettivo per cassa, lo stesso non può dirsi per il Corrispettivo con Integrazione. In questo caso infatti, l'offerta, replicando le condizioni applicate in occasione dell'acquisto della quota di maggioranza, implicherebbe la valutazione di una condizione non riconducibile ad una dimensione strettamente finanziaria.

L'offerta con Integrazione, infatti, non rappresenta un'opzione di vendita riconducibile a strumenti finanziari. Ciò in quanto i venditori avrebbero il diritto ad ottenere il beneficio economico pattuito sulla base di una scelta che non dipende da loro azioni/scelte ma da scelte effettuate dagli azionisti di maggioranza dell'emittente che non possono essere in alcun modo previste. In altri termini, il valore economico della condizione di beneficio sarebbe soggetto ad una serie di ipotesi future ed incerte (quale ad esempio l'ipotesi di cessione della quota di partecipazione da parte della maggioranza) che sono in capo esclusivamente all'azionista di maggioranza. Tali ipotesi non risultano prevedibili in alcun modo, neanche in ottica probabilistica. Non sussistono pertanto i presupposti teorici minimi necessari, quali l'individuazione di un numero finito di possibili scenari e la possibile definizione di eventuali distribuzioni di probabilità, che consentano di poter effettuare delle considerazioni valutative al riguardo.

In realtà, tuttavia, è facile dimostrare che la valutazione della congruità dell'offerta "cash" (senza integrazione) rappresenta di fatto una condizione sufficiente per la formulazione di un parere sull'intera offerta.

Gli azionisti di minoranza non hanno infatti alcuna possibilità di scegliere i tempi e le condizioni (prezzo) di uscita, come non hanno la possibilità di determinare eventuali condizioni "nel corso" della vita della società (ad es. il valore dei dividendi), ma hanno la possibilità di scegliere tra le due condizioni di cessione delle proprie azioni. Se viene confermata la congruità dell'offerta "cash", allora la valutazione del vantaggio relativo rispetto all'offerta con integrazione verrà lasciata agli stessi azionisti come opzione aggiuntiva. Tale opzione aggiuntiva in quanto conferente una flessibilità aggiuntiva all'azionista di minoranza nel processo di scelta, ancorché di valore non stimabile nel

“quantum”, può essere considerata sicuramente un’alternativa all’offerta cash, di soggettiva valutazione.

Se infatti gli azionisti dovessero, in base a proprie aspettative, considerare l’offerta con integrazione economicamente superiore a quella “cash”, allora l’offerta a questi praticata risulterebbe da questi giudicata, a maggior ragione, congrua in quanto superiore in valore atteso. Se, al contrario, gli azionisti dovessero considerare l’offerta con integrazione non congrua, o comunque inferiore (pur se congrua) all’offerta “cash”, avrebbero sempre l’opportunità di optare per quest’ultima (già definita come congrua).

Sulla base delle suddette considerazioni si è ritenuto di focalizzare l’obiettivo del presente parere alla valutazione della congruità dell’offerta “cash”, lasciando al mercato la valutazione soggettiva dell’opzione alternativa con integrazione.

## **5. Sul valore teorico economico corrente della Società**

Metodologicamente, ai fini della formulazione del Parere, si è fatto riferimento all’analisi del valore teorico economico corrente della Società.

A tal fine sono stati applicati criteri di valutazione comunemente in uso nella prassi professionale, reputati idonei al fine di pervenire alla determinazione del valore ricercato.

Nello specifico, ai fini della determinazione di un valore teorico economico corrente della società, si è ritenuto opportuno utilizzare i seguenti metodi:

- **Metodo finanziario.**

Secondo il metodo finanziario il valore economico di un’azienda è pari al valore dei flussi monetari complessivi disponibili, attualizzati applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio della società.

I principali parametri utilizzati per l’applicazione del metodo finanziario sono riepilogati di seguito:

- i flussi finanziari per il periodo esplicito sono stati stimati sulla base delle previsioni economiche finanziarie contenute nella sezione “2010 – 2015 Sirio business plan” del documento Project Sirio;
- il valore terminale è stato determinato facendo riferimento al modello di capitalizzazione. In particolare al fine di stimare un flusso di cassa normalizzato si è fatto riferimento all’EBITDA dell’ultimo anno di previsione esplicita al netto delle imposte e tenendo conto di un ammontare di investimenti normalizzato;
- il costo medio ponderato del capitale è stato stimato sulla base di un panel di società quotate e comparabili alla Società.

- **Metodo reddituale.**

Come previsto dalla teoria, la valutazione attraverso il metodo reddituale è basata sulla definizione della redditività tipica e normalizzata, emergente dalle attività oggetto della valutazione. Nel caso di specie, si è provveduto alla stima di un reddito normalizzato sulla base dei dati prospettici della Società. Per l’applicazione del metodo in oggetto sono state effettuate le medesime considerazioni del metodo finanziario in riferimento a stima del valore terminale e del costo medio ponderato del capitale.

- **Metodo dei multipli di borsa.**

Tale metodo consiste nello stimare il valore economico teorico dell’azienda sulla base dei prezzi evidenziati nei mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

Nel caso specifico, ai fini della scelta del multiplo da adottare si ritiene che la grandezza economica “EBITDA” permetta di apprezzare in maniera compiuta la performance delle aziende operanti nel settore, tenendo conto della struttura dei costi operativi della società a prescindere dalle politiche di bilancio adottate sugli ammortamenti.

## 6. Principali criticità del processo valutativo

Il processo di valutazione è stato caratterizzato dalle seguenti criticità:

- le previsioni economiche-finanziarie sono caratterizzate da assunzioni che, sebbene siano state valutate da parte del Management della Società, fanno sì che eventuali scostamenti negativi, nei modi e nei tempi di realizzo degli obiettivi del piano economico-finanziario, incidano significativamente sul valore risultante dalla stima effettuata;
- le incertezze in ordine alla stima degli investimenti necessari al rinnovo delle licenze nel 2016 possono influenzare alcune delle assunzioni alla base del processo valutativo e quindi il valore finale delle azioni;
- nella definizione del costo del capitale proprio non si è tenuto conto di premi addizionali, come per la natura del settore e dell'impresa la teoria avrebbe suggerito; tale scelta è stata condizionata dall'approccio di "prudenza", nell'ottica degli azionisti di minoranza (in quanto l'eventuale considerazione di un tale fattore avrebbe elevato il costo del capitale e compresso, di conseguenza, i valori risultanti dalle nostre elaborazioni);
- nella stima del valore della Società non sono stati considerati i potenziali effetti dell'accordo strategico, comunicato da Global Games in data 6 maggio 2011, per l'acquisto, soggetto ad verificarsi di determinate condizioni sospensive, di Cogetech S.p.A. e New Game S.r.L. da parte di SNAI, in quanto l'operazione non è stata portata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione e non sono disponibili alla data della presente lettera dati ed elaborazioni relativi alle sue implicazioni economiche ed operative.

Allo stato attuale non sono note circostanze che possano impedire il verificarsi delle assunzioni previste nella sezione "2010 – 2015 Sirio business plan" del documento "Project Sirio".

## 7. Ipotesi e limiti

Le nostre conclusioni sono da ritenersi basate sulle informazioni disponibili al momento in cui l'analisi è stata effettuata. Nel caso di cambiamenti sostanziali di uno o più elementi od in caso di eventi non prevedibili sorti nel corso del completamento dell'Offerta, non si può fare riferimento alla presente lettera per considerazioni sulla congruità/convenienza dell'Offerta stessa.

I documenti e le informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento del presente incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o certificazioni da parte degli Esperti e dei loro consulenti, coerentemente con il mandato ricevuto. Il nostro lavoro, pertanto, è stato effettuato assumendo la correttezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni utilizzate, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del Management della Società.

Non abbiamo eseguito, né avremmo dovuto eseguire, alcuna attività di verifica giuridico-legale e/o di contenziosi in essere e/o fiscale della Società.

## 8. Conclusioni

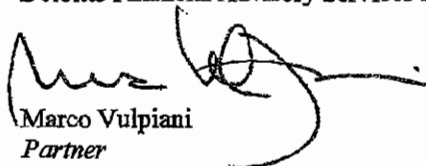
Sulla base della documentazione disponibile, delle attività svolte, di tutto quanto suddetto e tenuti presenti i limiti, le ipotesi e la natura dell'incarico, sussistono elementi tali da far ritenere il Corrispettivo Cash un'offerta economicamente congrua.

La presente Lettera è stata redatta ad uso esclusivo degli Amministratori Indipendenti e del Consiglio di Amministrazione della Società allo scopo sopra descritto e va letta nella sua interezza. Gli Esperti non si assumono alcuna responsabilità in caso di utilizzo avente finalità diverse da quelle citate nella Lettera ed in ogni caso nei confronti di terzi che verranno in possesso della presente o che verranno a conoscenza del suo contenuto

Fermo restando quanto precede, autorizziamo gli Amministratori Indipendenti, e il Consiglio di Amministrazione che potrà far proprie le nostre considerazioni, ad allegare la presente Lettera al comunicato della Società emesso ai sensi dell'articolo 39, primo comma del Regolamento degli Emittenti.

Distinti Saluti.

Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.



Marco Vulpiani  
Partner

Prof. Sandro Erova



PARERE MOTIVATO DEGLI AMMINISTRATORI  
INDIPENDENTI DI SNAI S.p.A. AI SENSI DELL'ART. 39-BIS  
DEL REGOLAMENTO DI ATTUAZIONE DEL DECRETO  
LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58, CONCERNENTE LA  
DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI, ADOTTATO DALLA  
CONSOB CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999

1. Premessa.

Global Games S.p.A. ("Global Games" o l'"Offerente") ha avviato l'Offerta Pubblica di Acquisto (l'"Offerta" o anche l'"OPA") su n. 57.618.082 azioni ordinarie Snai S.p.A. ("SNAI" o la "Società") quotate presso il mercato telematico azionario gestito dalla Borsa di Milano e rappresentative del 49,32% dell'attuale capitale sociale della Società.

L'art. 103 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF"), che disciplina le modalità di svolgimento dell'OPA, prevede che il consiglio di amministrazione dell'emittente diffonda un comunicato (il "Comunicato") contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima, unitamente all'illustrazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi.

L'art. 39 bis, comma 2, del Regolamento di attuazione del TUF, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "Regolamento Emittenti") dispone che *"prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato. Tale parere, ove non integralmente recepito dall'organo di amministrazione, e l'eventuale parere dell'esperto indipendente sono resi noti ai sensi dell'articolo 39, commi 4, 7, 8 e 9"*.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> In data 5 aprile 2011 la Consob con delibera n. 17731 ha approvato le modifiche al Regolamento Emittenti che definiscono la nuova disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio; la normativa dà attuazione alla direttiva Europea in materia di OPA, perseguendo gli obiettivi di rafforzare le tutele degli azionisti di minoranza e la trasparenza informativa, semplificare gli adempimenti e le procedure, assicurare la parità di trattamento tra investitori italiani ed esteri e favorire la partecipazione attiva alla *governance* delle imprese.

I sottoscritti Carlo d'Urso e Gabriele Villa, amministratori indipendenti di SNAI, hanno selezionato quali propri esperti indipendenti il Prof. Sandro Frova e Deloitte Financial Advisor Services S.p.A., nella persona dell'Ing. Marco Vulpiani (gli "Esperti"), conferendo loro in data 2 maggio 2011 l'incarico di redigere una *Fairness Opinion* (la "Fairness degli Esperti") sulla congruità del corrispettivo dell'OPA, con una valutazione dell'Offerta, corredata da un documento di dettaglio contenente l'illustrazione delle metodologie adottate, delle elaborazioni numeriche e dei risultati ottenuti (il "Documento Valutativo").<sup>2</sup>

Il presente parere degli Amministratori indipendenti di SNAI, contenente le valutazioni sull'Offerta e sulla congruità del corrispettivo dell'OPA, verrà reso disponibile agli amministratori di SNAI, unitamente alla Fairness degli Esperti e al Documento Valutativo, affinché essi possano procedere agli adempimenti ai quali sono tenuti in sede consigliare ai sensi della vigente disciplina.

## 2. I lineamenti essenziali dell'Offerta Pubblica di Acquisto.

In data 22 Gennaio 2011 Global Games ha acquisito 59.206.903 azioni di SNAI (la "Partecipazione di Maggioranza") dalla società Snai Servizi S.p.A. corrispondente ad una partecipazione del 50,68% del capitale sociale della Società.

Ai sensi dell'articolo 106 comma primo del TUF, Global Games ha promosso un'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria avente ad oggetto 57.618.082 azioni ordinarie di SNAI.

Gli aderenti all'Offerta potranno scegliere di ricevere quale corrispettivo per ciascuna azione SNAI:

---

Le nuove regole – che per la maggior parte sono entrate in vigore successivamente al 2 maggio 2011 – introducono diverse novità. Tra queste il parere degli amministratori indipendenti da rilasciare tra l'altro in relazione alle offerte pubbliche di acquisto promosse da soggetti che detengano una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma primo, del TUF.

Avuto riguardo al caso di specie, nel quale Global Games detiene il 50,68% del capitale sociale di SNAI, è stato richiesto agli scriventi amministratori indipendenti, pur in assenza di un obbligo in tal senso, di dare concreta attuazione al disposto del nuovo articolo 39-bis del Regolamento Emittenti.

<sup>2</sup> La Fairness degli Esperti consiste in una lettera indirizzata dagli Esperti all'attenzione degli amministratori indipendenti e del c.d.a di SNAI; il Documento Valutativo è costituito da un elaborato recante la seguente titolazione "Fairness Opinion sul corrispettivo offerto da Global Games S.p.A. in relazione all'offerta pubblica d'acquisto di SNAI S.p.A."

- lo stesso corrispettivo pagato da Global Games a Snai Servizi, da liquidarsi in parte per cassa, per un ammontare di 2,3646 Euro ("Corrispettivo Base") e in parte mediante attribuzione del diritto, esercitabile ogni qualvolta si verifichino determinate circostanze entro 15 anni a partire dal 29 Marzo 2011, ad una eventuale integrazione del Prezzo Base (l'"Integrazione" e complessivamente il Corrispettivo con Integrazione);
- il corrispettivo da liquidarsi integralmente per cassa per un ammontare di 2,45 Euro (il "Corrispettivo Cash").

L'Integrazione sarà dovuta nel caso in cui si verifichi entro 15 anni a partire dal 29 Marzo 2011 uno o più dei seguenti eventi<sup>3</sup>:

- l'effettivo incasso da parte di Global Games di qualsivoglia ammontare di ogni distribuzione spettante pro-quota a Global Games;
- l'effettivo incasso da parte di Global Games (a) di qualsivoglia corrispettivo in danaro di ogni trasferimento di partecipazione SNAI e/o (b) di qualsivoglia corrispettivo in danaro della vendita di eventuali strumenti finanziari equivalenti ricevuti quale corrispettivo di ogni trasferimento di partecipazioni SNAI;
- l'effettivo incasso da parte dei Soci di Global Games (a) di qualsivoglia corrispettivo in danaro di ogni trasferimento di partecipazioni Global Games e/o (b) di qualsivoglia corrispettivo in danaro della vendita di eventuali strumenti finanziari equivalenti ricevuti quale corrispettivo di ogni trasferimento di partecipazioni Global Games.

L'ammontare dell'Integrazione andrà calcolato sulla base della seguente formula:

$\text{Proventi Netti} \times 9,75\% \times (\text{Azioni Apportate} / \text{Azioni Partecipazione Rilevante}).$

Per il significato di ogni singola grandezza che concorre a definire la formula di calcolo si rinvia alla Sezione E del Documento di Offerta.

<sup>3</sup> Nel testo di questo parere motivato gli eventi al cui verificarsi scatta l'Integrazione sono riassunti nei loro lineamenti essenziali. Sul punto si rinvia alla Sezione E del Documento di Offerta.

*dy* *RB*

3. L'accordo avente ad oggetto la possibile acquisizione da parte di SNAI S.p.A. di Cogetech S.p.A. e New Game S.r.l. e gli effetti dell'acquisizione sulla formulazione del giudizio relativo alla congruità del prezzo d'OPA.

In data 6 maggio 2011 Global Games, società controllante SNAI, ha diffuso un comunicato stampa nel quale ha dichiarato di avere raggiunto con Cogemat S.p.A. ("Cogemat"), OI-Games S.A. ("OI-Games"), Orlando Italy Management S.A. ("Orlando Italy"), International Entertainment S.A. ("International Entertainment") e alcuni altri soci di Cogemat un accordo strategico (l'"Accordo") ai sensi del quale, al verificarsi di determinate condizioni sospensive, verrà trasmessa al consiglio di amministrazione di SNAI una proposta avente ad oggetto l'acquisizione di Cogetech S.p.A. ("Cogetech") e New Game S.r.l. ("New Game"), società operative nel settore della raccolta di scommesse sportive e della commercializzazione di giochi pubblici, ivi inclusa la conduzione operativa della rete per la gestione telematica del gioco lecito (l'operazione, nel complesso, "Operazione Cogetech").

L'operazione Cogetech che verrebbe proposta al c.d.a. di SNAI, secondo quanto risulta dal predetto comunicato, prevede che il corrispettivo complessivo per il trasferimento a SNAI della totalità del capitale sociale di Cogetech e New Game, convenuto in complessivi Euro 141,6 milioni (*i.e.* equity value), sia regolato per Euro 67,4 milioni con azioni SNAI di nuova emissione valorizzate Euro 2,45 ciascuna ("Conferimento") e, quanto ai restanti Euro 74,2 milioni per cassa, anche facendo ricorso ai fondi rivenienti dalla sottoscrizione da parte di Cogemat di un prestito obbligazionario ("POC"), del valore di Euro 44,1 milioni e della durata di 6 mesi, convertibile in azioni SNAI di nuova emissione (sempre alla valorizzazione di Euro 2,45 per azione); il POC prevede un tasso di interesse dell'1% su base annua, limitatamente al caso in cui non sia richiesta la conversione in azioni. E' previsto un periodo di *lock-up* per la maggior parte delle azioni SNAI che sarebbero emesse nel contesto dell'Operazione Cogetech.

L'Accordo raggiunto con riferimento all'Operazione Cogetech verrà trasmesso al c.d.a. di SNAI subordinatamente al verificarsi, *inter alia*, delle seguenti condizioni sospensive:

- l'approvazione dell'Accordo da parte dell'assemblea dei soci di Cogemat, entro il 16 maggio 2011;

- l'adesione all'Accordo, entro il 30 giugno 2011, di un certo numero di soci di Cogemat che, unitamente a quelli che hanno già sottoscritto l'Accordo, siano (i) titolari del 22% del capitale sociale di Cogemat e, nel contempo, (ii) titolari, direttamente e/o indirettamente, almeno di n. 8.200 unità AWP collegate alla rete Cogetech; e
- l'effettiva titolarità, entro il 30 luglio 2011, da parte di Global Games, ad esito dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulla totalità delle azioni SNAI, di una partecipazione in SNAI che, avuto riguardo al potenziale effetto diluitivo determinato dall'aumento di capitale a servizio del Conferimento e della integrale conversione del POC, sia maggiore del 45% (nel caso in cui detta soglia non fosse raggiunta sarà preventivamente verificata l'assenza di obblighi di offerta pubblica di acquisto obbligatoria a fronte dell'esecuzione dell'Operazione Cogetech).

L'Accordo è, inoltre, risolutivamente condizionato, *inter alia*, alla circostanza che il c.d.a. di SNAI deliberi, per qualsivoglia motivo, di non procedere alla Compravendita e al Conferimento ovvero nel caso in cui, entro il 30 settembre 2011, non si addivenisse, per qualsivoglia motivo, alla sottoscrizione da parte di SNAI degli accordi definitivi relativi all'Operazione Cogetech.

Alla data di rilascio del presente parere motivato, il consiglio di amministrazione di SNAI non ha ancora avuto modo di valutare l'Operazione Cogetech, atteso che tale operazione non è ancora stata portata all'attenzione del consiglio stesso a motivo delle condizioni sospensive sopra richiamate.

Il presente parere motivato non può dunque tenere conto, ai fini dell'espressione del giudizio sulla congruità del corrispettivo dell'OPA, degli effetti dell'Operazione Cogetech sull'economia di SNAI.

4. I profili rilevanti nell'ottica della valutazione dell'OPA. Il rapporto tra il Corrispettivo Cash e il Corrispettivo con Integrazione e la centralità del Corrispettivo Cash nell'ottica della valutazione della congruità del prezzo d'Offerta.

Nell'ottica della valutazione dell'OPA, appare opportuno richiamare, da un lato, talune caratteristiche dell'operazione, dall'altro lato, il rapporto tra il Corrispettivo Cash e il Corrispettivo con Integrazione nell'ottica dell'apprezzamento da parte dell'azionista della congruità del prezzo proposto dall'Offerente.

Nel primo profilo, secondo quanto risultante dal Documento di Offerta, va qui rilevato che:

- l'Offerta è finalizzata all'acquisto dell'intero capitale sociale di SNAI e alla revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione nel MTA;
- l'Offerente intende valorizzare la Società supportandone la strategia finalizzata al consolidamento della presenza di SNAI nel mercato italiano dei giochi quale principale operatore nell'ambito della gestione delle scommesse ippiche e sportive.

Nel secondo profilo, attinente al rapporto tra il Corrispettivo Cash e il Corrispettivo con Integrazione nell'ottica dell'apprezzamento delle condizioni economiche dell'Offerta, si impongono alcune osservazioni.

L'Integrazione prezzo presenta alcuni chiari elementi distintivi: (i) gli eventi che possono condurre al suo pagamento dipendono da scelte e decisioni dell'azionista di maggioranza di SNAI e mai dell'azionista di minoranza destinatario dell'OPA; (ii) la dimensione economica degli eventi che possono condurre al pagamento dell'Integrazione non solo non sono noti ma neppure ipotizzabili in modo razionale; una loro stima può essere effettuata solo su basi del tutto soggettive, discrezionali e in larga misura arbitrarie; (iii) parimenti l'epoca in cui gli eventi che danno origine al pagamento dell'Integrazione – teoricamente sino al quindicesimo anniversario dal 29 marzo 2011 – non è nota, né razionalmente prevedibile.

Nell'ottica economico-finanziaria l'Integrazione non rappresenta un'opzione finanziariamente valutabile secondo i tradizionali modelli. Essa, inoltre, esprime un diritto di credito non cartolarizzato e non quotato, sì che, sul piano valutativo la sua stima imporrebbe altresì di apprezzarne la condizione di illiquidità.

La valutazione dell'Integrazione non può essere effettuata su basi analitiche, razionali e dimostrabili; ciascun azionista, anche in funzione delle proprie strategie di portafoglio, può costruire ipotesi e scenari differenti in funzione dei quali l'Integrazione può assumere valori diversi. Esistono tanti valori dell'Integrazione quante sono le distribuzioni probabilistiche di verifica degli eventi che la originano.

In definitiva, l'Integrazione non è razionalmente valutabile, a meno di ricorrere a scelte del tutto discrezionali che avrebbero l'effetto di trasformare la stima in un arbitrario esercizio numerico.

Nel contesto descritto, il giudizio sulla congruità del prezzo d'Offerta può seguire il percorso di seguito illustrato.

Gli azionisti di minoranza hanno la possibilità di scegliere tra le due condizioni di cessione delle proprie azioni ottenendo il Corrispettivo Cash ovvero il Corrispettivo con Integrazione. L'analisi sulla congruità dei due prezzi proposti

nell'Offerta può essere, invero, incentrata sulla verifica della congruità del Corrispettivo Cash.

Si assuma l'ipotesi che il Corrispettivo Cash sia ritenuto congruo.

Se il singolo azionista assegna un valore all'Integrazione tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui superiore al Corrispettivo Cash, posto che quest'ultimo è in ipotesi congruo, *a fortiori* per quell'azionista deve ritenersi congruo il Corrispettivo con Integrazione ed egli è libero di accettare (ove ovviamente non decida di mantenere le azioni) l'Offerta con Integrazione. In tale caso per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno.

Se, al contrario, l'azionista assegna all'Integrazione un valore tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui inferiore al Corrispettivo Cash, posto - di nuovo - che quest'ultimo è in ipotesi congruo, egli ha la possibilità di cedere le azioni al Corrispettivo Cash. Anche in questo caso, per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno.

In definitiva, il presente parere può essere incentrato sulla valutazione della congruità del Corrispettivo Cash, lasciando al mercato una valutazione soggettiva dell'alternativa costituita dal Corrispettivo con Integrazione.

5. Le analisi svolte in ordine alla formulazione del giudizio sulla congruità del prezzo d'OPA.

L'analisi della congruità del prezzo d'OPA offerto da Global Games è stata effettuata dagli Esperti facendo riferimento al valore teorico economico dell'azione SNAI e dunque al valore economico teorico del capitale della Società, secondo l'impostazione comunemente accolta nella prassi professionale.

La scelta delle metodologie valutative è stata compiuta tenendo conto delle caratteristiche economico-patrimoniali ed operative della Società e della finalità della valutazione.

Gli Esperti hanno utilizzato i seguenti metodi: a) metodo finanziario (nella versione *unlevered*); b) metodo dei multipli; c) metodo reddituale.

Il metodo finanziario nella versione *unlevered* (*Unlevered Discounted Cash Flow* - "UDCF") correla il valore del capitale di un'azienda alla sua capacità di produrre flussi di cassa per la remunerazione dei terzi finanziatori e degli

azionisti. Il valore del capitale economico è pari alla somma algebrica dei seguenti addendi:

- valore operativo, risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (terminal value o valore residuo);
- valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di cassa operativi prospettici;
- Posizione Finanziaria Netta.

Il valore di riferimento dell'azione SNAI stimato dagli Esperti con il metodo finanziario è risultato pari a euro 2,34.<sup>4</sup>

Il metodo dei multipli di Borsa stima il valore economico dell'azienda sulla base dei prezzi rilevabili nei mercati regolamentati per quote del capitale azionario di imprese comparabili.

Al fine di individuare il multiplo più idoneo alla stima del valore economico teorico di SNAI, è stato privilegiato dagli Esperti il riferimento al multiplo dell'EBITDA per le seguenti ragioni.

In primo luogo, dall'analisi della correlazione lineare esistente tra le variazioni percentuali, rilevate tra l'ultimo e il penultimo esercizio, dell'Enterprise Value con le corrispondenti variazioni del fatturato e dell'EBITDA, è emerso che le variazioni percentuali dell'EBITDA mostrano una correlazione di circa il 53% con l'Enterprise Value, rispetto ad una correlazione di circa il 28% del fatturato.

In secondo luogo, l'EBITDA è stata ritenuta la grandezza meglio idonea per consentire l'apprezzamento della performance delle aziende operanti nel settore: essa, da un lato, incorpora gli effetti della struttura dei costi operativi, dall'altro non è influenzata dalle differenti politiche di bilancio adottate dalle società in tema di ammortamenti.

In terzo luogo, la presenza di società estere nel campione selezionato ai fini della costruzione dei multipli non ha consentito di ritenere affidabile il fatturato quale grandezza economica di riferimento, in presenza di asimmetrie normative nella disciplina in vigore nei vari Paesi.

---

<sup>4</sup> Il valore di riferimento è stato calcolato sulla base dei seguenti parametri: wacc = 8,1%; g = 2%

Il valore unitario dell'azione SNAI stimato dagli Esperti con il metodo dei multipli di Borsa è stato collocato nel seguente intervallo: 1,81 - 2,19 euro.

Gli Esperti hanno infine applicato il metodo reddituale, che individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei flussi di reddito prodotti. Tale metodologia valutativa è stata applicata sia nella versione "levered" che in quella "unlevered".

Il valore di riferimento dell'azione SNAI stimato dagli Esperti con il metodo reddituale è risultato pari a euro 2,28.<sup>5</sup>

Gli Esperti hanno infine condotto un'analisi dell'andamento del prezzo di borsa dell'azione SNAI e dei suoi rapporti con il Corrispettivo Cash, dal quale emerge che il Corrispettivo Cash presenta rispetto al prezzo di borsa dell'azione SNAI uno sconto, calcolato con riferimento alle quotazioni antecedenti all'annuncio dell'acquisto da parte di Global Games della quota di maggioranza di SNAI, compreso fra il 7% ed il 9%, a seconda dell'orizzonte temporale considerato (la media dei prezzi delle azioni SNAI è stata calcolata su un periodo compreso fra un giorno e 120 giorni antecedenti l'annuncio dell'acquisizione da parte di Global Games).

Gli Esperti hanno esaminato la significatività del prezzo di Borsa dell'azione SNAI e hanno rilevato che:

- l'azione ha segnalato una marcata volatilità, sulla quale hanno influito, oltre al complesso momento congiunturale, le tensioni finanziarie della Società, alla base del declassamento del rating nel corso del 2010, passato da B a B-; su quest'aspetto giova ricordare che la ristrutturazione del debito coeva all'ingresso di Global Games nell'azionariato di SNAI ha consentito il *going concern* della Società;
- per larga parte del 2010 il prezzo di mercato è stato influenzato dai rumors attinenti a possibili cambiamenti del controllo della Società; come tale il prezzo in parola ha presumibilmente scontato effetti di natura speculativa.

In conclusione gli Esperti hanno ritenuto il prezzo di borsa dell'azione SNAI largamente condizionato nella sua valenza segnaletica dalle circostanze richiamate.

Ciò consente, da un lato, di concludere che al differenziale prezzo di borsa - Corrispettivo Cash non può essere attribuito alcun particolare significato economico; dall'altro lato, di ritenere che la formulazione di un giudizio sulla congruità del Corrispettivo Cash può essere unicamente basata sui risultati

<sup>5</sup> I parametri utilizzati ai fini della stima del valore di riferimento sono i medesimi adottati nello sviluppo del metodo finanziario.

dell'analisi fondamentale derivante dall'applicazione dei modelli di stima sopra richiamati.

## 6. Le conclusioni.

Gli elementi acquisiti nei precedenti paragrafi possono riassumersi nei termini seguenti.

Gli azionisti di minoranza hanno la possibilità di scegliere tra le due condizioni di cessione delle proprie azioni ottenendo il Corrispettivo Cash ovvero il Corrispettivo con Integrazione.

La valutazione dell'Integrazione non può essere effettuata su basi analitiche, razionali e dimostrabili (v., *supra*, § 4); ciascun azionista, anche in funzione delle proprie strategie di portafoglio, può costruire ipotesi e scenari differenti in funzione dei quali l'Integrazione può assumere valori diversi. Esistono tanti valori dell'Integrazione quante sono le distribuzioni probabilistiche di verifica degli eventi che la originano.

L'analisi sulla congruità dei due prezzi proposti nell'Offerta può essere incentrata sulla verifica della congruità del Corrispettivo Cash per le ragioni che seguono.

Si assuma l'ipotesi che il Corrispettivo Cash sia ritenuto congruo.

Se il singolo azionista assegna un valore all'Integrazione tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui superiore al Corrispettivo Cash, posto che quest'ultimo è in ipotesi congruo, *a fortiori* per quell'azionista deve ritenersi congruo il Corrispettivo con Integrazione ed egli è libero di accettare (ove ovviamente non decida di mantenere le azioni) l'Offerta con Integrazione. In tale caso per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno.

Se, al contrario, l'azionista assegna all'Integrazione un valore tale per cui il Corrispettivo con Integrazione risulti per lui inferiore al Corrispettivo Cash, posto - di nuovo - che quest'ultimo è in ipotesi congruo, egli ha la possibilità di cedere le azioni al Corrispettivo Cash. Anche in questo caso, per l'azionista la decisione di investimento può essere razionalmente assunta conoscendo se il Corrispettivo Cash è congruo o meno.

In definitiva, la valutazione della congruità del corrispettivo offerto con l'OPA può essere incentrata sulla congruità del Corrispettivo Cash, lasciando al

mercato una valutazione soggettiva dell'alternativa costituita dal Corrispettivo con Integrazione.

I metodi di valutazione sviluppati dagli Esperti conducono ai seguenti valori di riferimento dell'azione SNAI (per il metodo dei multipli gli Esperti non hanno indicato un valore di riferimento ma un intervallo):

(euro)

Metodo finanziario	2,34
Metodo dei multipli	1,81 - 2,19
Metodo reddituale	2,28

Il Corrispettivo Cash proposto in sede d'OPA è di euro 2,45.

In conclusione, alla luce delle analisi svolte dagli Esperti, ribadito che il giudizio sulla congruità del prezzo proposto in sede d'OPA può essere legato alla valutazione del Corrispettivo Cash per le ragioni illustrate nel § 4. e in sintesi riprese in questo paragrafo, ribadito altresì che il presente parere motivato non può tenere conto, per le ragioni illustrate nel § 3., degli effetti dell'Operazione Cogetech sull'economia di SNAI, il Corrispettivo Cash di euro 2,45 appare congruo.

17 maggio 2011

*Carlo d'Urso*  
Carlo d'Urso

*Gabriele Villa*  
Gabriele Villa