CONSIDERAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI FONDIARIA-SAI SULLE PROPOSTE CONCERNENTI LE MATERIE DA TRATTARE ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI CATEGORIA "A" DI FONDIARIA-SAI

Bologna, 20 marzo 2013

CONSIDERAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI FONDIARIA-SAI SULLE PROPOSTE CONCERNENTI LE MATERIE DA TRATTARE ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI CATEGORIA "A" DI FONDIARIA-SAI.

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI S.p.A. (di seguito, "**Fonsai**" o la "**Società**") fornisce qui di seguito le proprie considerazioni in merito agli argomenti svolti dall'avv. Dario Trevisan nella relazione da questi predisposta in data 1° marzo 2013 – nella sua qualità di rappresentante comune degli azionisti di risparmio di categoria "A" di Fonsai (di seguito, il "**Rappresentante Comune**") – sulle materie all'ordine del giorno dell'assemblea degli azionisti di risparmio di categoria "A" di Fonsai convocata per il 23, 25 e 26 marzo 2013.

* * * * *

1. Premessa.

In data 10 dicembre 2012 è pervenuta al Consiglio di Amministrazione della Società una richiesta di convocazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di categoria "A" di Fonsai (di seguito, l'"**Assemblea Speciale**"), presentata da un numero di azionisti di risparmio "A" (di seguito, gli "**Azionisti di Risparmio**") superiore all'1% della categoria.

In data 18 febbraio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Fonsai ha dato riscontro alla suddetta richiesta di convocazione e ha deliberato di convocare l'Assemblea Speciale per i giorni 23, 25 e 26 marzo 2013 – rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione – per deliberare sui seguenti punti all'ordine del giorno:

«1. Esame dell'operazione di aumento di capitale, per come concretamente eseguita, e dei profili lesivi degli interessi e/o dei diritti della categoria. Deliberazioni su iniziative da adottare.

2. Esame preliminare delle annunciate operazioni straordinarie e proposta di frazionamento dei titoli di categoria A».

Il suddetto ordine del giorno è stato integrato, su richiesta avanzata dal Rappresentante Comune, che si è avvalso al riguardo dei poteri di convocazione dell'Assemblea Speciale allo stesso riconosciuti dall'art. 146, co. 2, del d. lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, con i seguenti argomenti:

«3. Informativa e valutazioni del Rappresentante Comune di categoria, relativamente alla validità, legittimità ed efficacia delle deliberazioni assunte dall'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012, con specifico riferimento agli effetti della deliberazione sul raggruppamento delle azioni di risparmio di categoria A di Fondiaria-SAI S.p.A., in relazione alla nota interpretativa della Società del 15 febbraio 2013; deliberazioni inerenti e conseguenti.

4. Approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di azioni di risparmio di categoria A di Fondiaria-SAI S.p.A., ai sensi e per gli effetti dell'art. 146, I comma, D.Lgs. n. 58/98, delle deliberazioni assunte dall'assemblea straordinaria della Società in data 27 giugno 2012 avente ad oggetto "1. Eliminazione del valore nominale espresso delle azioni ordinarie e di risparmio in circolazione. Conseguenti modifiche dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti. 2. Raggruppamento delle azioni ordinarie e di risparmio di Fondiaria-SAI S.p.A.. Conseguenti modifiche dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti. 3. Modifica degli artt. 6 (Azioni), 10 (Assemblea ordinaria e straordinaria; Assemblea speciale), 27 (Ripartizione degli utili) e 31 (Liquidazione) dello statuto sociale, al fine di consentire alla Società di poter emettere un'ulteriore categoria di azioni di risparmio rispetto a quella già esistente. Deliberazioni inerenti e conseguenti. 4. Aumento del capitale sociale a pagamento mediante emissione di nuove azioni ordinarie e azioni di risparmio di nuova categoria da offrire in opzione agli aventi diritto. Conseguente modifica dell'art. 5 dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti. 5. Modifica dell'art. 9 (Convocazione) dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti", nella parte in cui pregiudicano i diritti di categoria; deliberazioni inerenti e conseguenti.

5. Impugnativa, anche parziale, da parte del Rappresentante Comune di categoria, anche ai sensi degli artt. 2377 e ss. c.c. e art. 2379 c.c. delle "deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-SAI S.p.A. del 27 giugno 2012", come meglio identificate al punto 2 all'ordine del giorno; deliberazioni inerenti e conseguenti.

6. Informativa in ordine alle valutazioni del Rappresentante Comune delle azioni di risparmio di categoria A all'utilizzo del fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi; deliberazioni inerenti e conseguenti».

In data 1° marzo 2013, il Rappresentante Comune ha trasmesso alla Società – affinché questa la pubblicasse – la propria relazione sugli argomenti posti all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale (di seguito, la "**Relazione del Rappresentante Comune**").

In pari data, è pervenuta alla Società una seconda richiesta di integrazione dell'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale, avanzata da un numero di Azionisti di Risparmio complessivamente titolari di 1/40° del capitale sociale rappresentato dalle azioni di risparmio di categoria A. Detti soci hanno chiesto di porre all'ordine del giorno i seguenti ulteriori punti:

«7. Proposta conversione (rapporto 1 a 177).
8. Relazione Rappresentante Comune.
9. Revoca Rappresentante.
10. Nomina altro Rappresentante.
11. Approvazione della fusione».

Nella medesima data è stata trasmessa dagli Azionisti di Risparmio richiedenti la seconda integrazione dell'ordine del giorno apposita relazione, a firma dell'azionista Prof. Gianfranco D'Atri, con riferimento ai punti da 7 a 11 (compresi).

L'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale è stato integrato dalla Società con i suddetti ulteriori punti, mediante pubblicazione di apposito avviso sul proprio sito internet e, in data 12 marzo 2013, sulla Gazzetta Ufficiale e su alcuni quotidiani a diffusione nazionale.

* * * * *

2. Pareri allegati alla presente nota.

Anche al fine di fornire ai propri azionisti e al mercato un inquadramento complessivo della vicenda, con particolare riguardo alle questioni sollevate dal Rappresentante Comune, la Società ha chiesto il supporto di primari esperti, individuati: (i) per gli aspetti legali, nel Prof. Piergaetano Marchetti (che ha reso i pareri allegati *sub* "A" e "B"), nonché nel Prof. Oreste Cagnasso (che ha reso il parere allegato *sub* "C"), e (ii) per gli aspetti finanziari, nel Prof. Enrico Laghi (che ha reso il parere allegato *sub* "D").

I suddetti pareri forniscono puntuali ed esaustive risposte alle questioni sollevate dal Rappresentante Comune. Il Consiglio di Amministrazione della Società ritiene comunque opportuno

prendere posizione su alcuni passaggi della Relazione del Rappresentante Comune, facendo per il resto integrale richiamo ai pareri allegati alla presente Nota.

* * * * *

3. Rilievi e proposte contenuti nella Relazione del Rappresentante Comune.

3.1 Sul punto 3 all'ordine del giorno, il Rappresentante Comune fornisce una propria ricostruzione degli effetti "pregiudizievoli" che, a suo dire, la deliberazione assunta in data 27 giugno 2012 dall'assemblea straordinaria della Società avrebbe determinato sui diritti degli Azionisti di Risparmio.

In primo luogo, partendo dalla struttura del capitale sociale di Fonsai all'esito dell'aumento di capitale eseguito dalla Società nel periodo luglio-settembre 2012 (di seguito, l'"**Aumento di Capitale**"), il Rappresentante Comune lamenta che, poiché prima del raggruppamento azionario deliberato in data 27 giugno 2012, le azioni di risparmio di categoria A erano pari a n. 127.683.600, a valle del raggruppamento e dell'Aumento di Capitale, dette azioni di risparmio di categoria A avrebbero dovuto rappresentare il 10,688% dell'intero capitale sociale della Società.

In sintesi e, per quanto appresso si dirà, del tutto erroneamente, il Rappresentante Comune evidenzia che, ove non si fosse proceduto al raggruppamento azionario, all'esito dell'Aumento di Capitale, il capitale sociale di Fonsai sarebbe stato – a suo avviso – suddiviso come segue: n. 920.565.922 azioni ordinarie, n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria B e n. 127.683.600 azioni di risparmio di categoria A.

In secondo luogo, ad avviso del Rappresentante Comune, a valle dell'Aumento di Capitale, la "*parità contabile teorica implicita delle Azioni di Risparmio di Categoria A ai fini della determinazione del privilegio e degli altri diritti ad esso connessi spettanti agli azionisti, anche in rapporto alle altre azioni [....] avrebbe dovuto essere pari ad Euro 100 per azione [....]*".

Inoltre, dopo aver affermato, che i "*rilievi di seguito mossi non entrano nel merito dell'esame dell'altra questione sollevata dal Rappresentante Comune circa la possibilità di prevedere in sé una c.d. «retrocessione privilegiata»*", il Rappresentante Comune **(i)** appunta la propria attenzione proprio sull'asserita "retrocessione privilegiata" che sarebbe, a suo dire, riconosciuta alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio di categoria B e **(ii)** dopo una prolissa ripetizione di interi stralci della relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione della Società sulle modifiche statutarie proposte e approvate all'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012, prova a simulare quello che

sarebbe stato, a suo giudizio, l'esito dell'Aumento di Capitale nel caso in cui, dopo l'eliminazione del valore nominale, non si fosse proceduto al raggruppamento azionario.

Il Rappresentante Comune conclude sul punto 3 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale senza formulare alcuna specifica proposta di deliberazione.

3.2 Sul punto 4 all'ordine del giorno, partendo dalle considerazioni svolte sul precedente punto 3, il Rappresentante Comune, da un lato, evidenzia la necessità che l'Assemblea Speciale si pronunzi su quanto deliberato dall'assemblea straordinaria di Fonsai in data 27 giugno 2012 e, dall'altro, "*esprime il proprio parere negativo sull'approvazione da parte degli Azionisti di Risparmio di Categoria A della suddetta proposta di deliberazione*".

3.3 Con il punto 5 all'ordine del giorno, il Rappresentante Comune si fa promotore di un'"*impugnativa, anche parziale [....], anche ai sensi degli art. 2377 e ss. c.c. e art. 2379 c.c. delle «deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-SAI S.p.A. del 27 giugno 2012», come meglio identificate al punto 2 dell'ordine del giorno; deliberazioni inerenti e conseguenti*". Tale proposta viene formulata per l'ipotesi in cui l'Assemblea Speciale decida di non approvare la proposta formulata al precedente punto 4 all'ordine del giorno.

3.4 Attraverso il punto 6 all'ordine del giorno, il Rappresentante Comune, forse non contento di avere a disposizione un cospicuo fondo spese di circa Euro 500.000,00 (cinquecentomila), chiede che una parte rilevante dello stesso – per l'ammontare di Euro 200.000,00 (duecentomila) – venga accreditato su un conto corrente a lui intestato.

3.5 Infine, sui punti 1 e 2 all'ordine del giorno, il Rappresentante Comune, nel sottolineare che le argomentazioni per la trattazione di tali punti sono state da lui già svolte attraverso l'illustrazione dei punti 3, 4 e 5, propone all'Assemblea Speciale di deliberare il conferimento di un "*mandato al Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio di Categoria A affinché questi richieda formalmente al Consiglio di Amministrazione della Società Fondiaria Sai S.p.A. il frazionamento delle Azioni di Risparmio di Categoria A in ragione di 177 nuove azioni frazionate ogni 1 azione in applicazione dell'art. 6 dello statuto sociale, adottando ogni più opportuna iniziativa per il raggiungimento di tale scopo*".

* * * * *

4. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sul punto 3 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale.

4.1 Come già evidenziato nella "nota interpretativa" del 15 febbraio 2013, i privilegi riconosciuti alle azioni di risparmio di Fonsai sono di due tipi: **(i)** un privilegio di priorità, pari a Euro 6,5 per azione, con riferimento alle azioni di risparmio di categoria A, e a Euro 0,036 per azione, con riferimento alle azioni di risparmio di categoria B; e **(ii)** un privilegio di maggiorazione, pari a Euro 5,2 per azione, con riferimento alle azioni di risparmio di categoria A, e a Euro 0,029 per azione, con riferimento alle azioni di risparmio di categoria B.

Il privilegio di priorità e il privilegio di maggiorazione rispondono a esigenze diverse. Il primo opera sotto il profilo temporale e tende ad assicurare un rendimento minimo costante alle azioni di risparmio, subordinatamente all'esistenza di un utile netto. Il secondo opera in senso sostanziale e garantisce un criterio di ripartizione in base al quale, qualora si possa procedere alla distribuzione dell'utile netto anche in favore degli azionisti ordinari, agli azionisti di risparmio sia comunque complessivamente assicurato, per ciascuna azione posseduta, un dividendo maggiorato rispetto a quello riconosciuto, per ciascuna azione posseduta, agli azionisti ordinari.

Resta fermo in ogni caso che, qualora l'utile accertato in un determinato esercizio sia inferiore o pari a quello riservato prioritariamente agli azionisti di risparmio, soltanto le azioni di risparmio avranno diritto di percepire il dividendo sulla base del privilegio di priorità che, dunque, acquisirà anch'esso una valenza sostanziale in quanto – in assenza di ulteriore utile distribuibile – non si procederà ad alcuna distribuzione in favore degli azionisti ordinari.

Sulla base dei suddetti principi, la distribuzione dell'utile netto di Fonsai deve essere effettuata come segue.

Fino a concorrenza dell'importo di Euro 6,5 per azione e, dunque, di complessivi Euro 8.299.434,00, esclusivamente in favore dei titolari di azioni di risparmio di categoria A in virtù del privilegio di priorità ad esse riconosciuto.

Fino a concorrenza dell'ulteriore importo di Euro 0,036 per azione e, dunque, di complessivi Euro 11.583.456,192, esclusivamente in favore dei titolari di azioni di risparmio di categoria B in virtù del privilegio di priorità ad esse riconosciuto.

A questo punto, dopo aver riconosciuto il privilegio di priorità alle due categorie di azioni di risparmio, si può procedere alla distribuzione anche in favore degli azionisti ordinari, ma solo fino a concorrenza dell'importo di Euro 0,007 per azione, per consentire il rispetto del privilegio di maggiorazione delle azioni di risparmio di categoria B.

Fatto ciò, sino a concorrenza dell'ulteriore importo di Euro 1,293 per azione, si può procedere alla distribuzione in favore dei titolari di azioni ordinarie e di azioni di risparmio di categoria B *pro quota*.

Tutto il residuo utile deve essere distribuito *pari passu* tra tutti gli azionisti.

4.2 Lo stesso Rappresentante Comune riconosce che l'eliminazione del valore nominale delle azioni ha lasciato inalterato il privilegio di priorità riconosciuto dallo statuto della Società agli Azionisti di Risparmio.

A fronte dell'eliminazione del valore nominale, lo statuto sociale di Fonsai – al fine di proteggere gli Azionisti di Risparmio nei confronti dell'eventuale futura diminuzione della "parità contabile" – ha espressamente riconosciuto che il 6,5% della "parità contabile" era pari a **Euro 0,065 per azione**.

In conseguenza del successivo raggruppamento azionario ed in ossequio a quanto previsto dall'art. 6 dello statuto sociale, il privilegio di priorità delle azioni di risparmio è stato rideterminato nel 6,5% della nuova "parità contabile", e cioè in **Euro 6,5 per azione**.

Quanto precede evidenzia l'erroneità dell'affermazione contenuta nella Relazione del Rappresentante Comune, laddove si evidenzia che "*la parità contabile teorica implicita delle Azioni di Risparmio di Categoria A ai fini della determinazione del privilegio e degli altri diritti ad esso connessi spettanti agli azionisti [....] avrebbe dovuto essere pari ad Euro 100 per azione (dopo il raggruppamento)*".

E' infatti evidente che il riconoscimento di un privilegio di priorità di Euro 6,5 per azione ha comportato altresì il riconoscimento di una "*parità contabile teorica implicita*" convenzionale di Euro 100,00 per azione.

4.3 Altrettanto erronea risulta la pretesa del Rappresentante Comune di veder conservata agli Azionisti di Risparmio, all'esito dell'Aumento di Capitale, una percentuale nel capitale sociale di Fonsai pari al 10,688% del capitale sociale post-aumento.

Ed infatti, quand'anche non si fosse proceduto al raggruppamento azionario (si ricorda, motivato solo da esigenze di natura pratica, e cioè dal fine di evitare l'emissione, in sede di Aumento di Capitale, di un numero eccessivamente elevato di nuove azioni), a fronte del mantenimento da parte degli Azionisti di Risparmio di n. 127.683.666 azioni di risparmio di categoria A, le nuove azioni

emesse avrebbero dovuto determinare il medesimo effetto diluitivo che si è verificato nel contesto dell'Aumento di Capitale. Più precisamente, per conservare in capo agli Azionisti di Risparmio le loro n. 127.683.666 azioni di risparmio di categoria A si sarebbero dovute emettere n. 91.689.544.800 azioni ordinarie e n. 32.176.267.200 azioni di risparmio di categoria B. Con l'evidente conseguenza che nulla sarebbe cambiato in capo al singolo Azionista di Risparmio rispetto alla situazione attuale: lo stesso avrebbe, infatti, ricevuto un privilegio di priorità pari ad Euro 0,065 per azione moltiplicato per le 100 azioni oggetto del raggruppamento, ma con l'esigenza, poi, di procedere alla distribuzione dell'ulteriore dividendo non già su n. 920.565.922 azioni ordinarie e su n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria B, bensì su n. 92.056.592.200 azioni ordinarie e su n. 32.176.267.200 azioni di risparmio di categoria B.

Il raggruppamento delle azioni Fonsai posto in essere nel 2012 è stato dunque – contrariamente a quanto affermato dal Rappresentante Comune – del tutto neutro.

Al riguardo si rinvia a quanto più diffusamente illustrato nel parere del Prof. Laghi (qui allegato *sub* D), dal quale emerge in modo piano e lineare che i calcoli esibiti dal Rappresentante Comune rispetto allo scenario del mancato raggruppamento azionario sono completamente e gravemente erronei e fuorvianti.

4.4 Con riguardo all'infondatezza delle considerazioni svolte dal Rappresentante Comune in relazione alla c.d. "retrocessione privilegiata", si richiamano integralmente le argomentazioni svolte nel parere del Prof. Marchetti (qui allegato *sub* A).

In estrema sintesi, lo statuto di Fonsai non riconosce alcuna "retrocessione fissa, privilegiata ed automatica" in favore degli azionisti ordinari e degli azionisti di risparmio di categoria B, in quanto l'importo di Euro 1,293 (che potrebbe essere riconosciuto alle azioni di risparmio di categoria B) e quello di Euro 1,3 (che potrebbe essere riconosciuto alle azioni ordinarie) indicano soltanto l'ammontare massimo del dividendo per azione che potrebbe essere distribuito a tali categorie di azioni, dopo che sia stato integralmente soddisfatto il privilegio di priorità (delle azioni di risparmio di categoria A e delle azioni di risparmio di categoria B), nel rispetto del privilegio di maggiorazione delle azioni di risparmio delle due categorie nei confronti delle azioni ordinarie.

4.5 Da ultimo e per completezza, si ricorda che nell'ambito dell'Aumento di Capitale le azioni di risparmio di categoria B erano riservate in sottoscrizione, mediante esercizio del diritto di opzione, agli Azionisti di Risparmio che, in parte hanno esercitato detto diritto e in parte lo hanno valorizzato mediante vendita sul mercato.

Qualora tutti gli Azionisti di Risparmio avessero esercitato il diritto di opzione agli stessi spettante nell'ambito dell'Aumento di Capitale, i diritti oggi riconosciuti alle azioni di risparmio di categoria B sarebbero stati di loro spettanza. Dal che discende anche l'ovvia e pacifica considerazione che gli Azionisti di Risparmio non possono oggi pretendere di far gravare sugli altri azionisti della Società le conseguenze della loro scelta di non investire ulteriori risorse, né pretendere di conservare gli stessi diritti economici che avrebbero avuto esercitando il diritto di opzione.

Anche su tale aspetto si rinvia alle considerazioni svolte nel parere del Prof. Laghi (qui allegato *sub* D).

4.6 La ricostruzione fornita dalla Società (con la nota interpretativa e con la presente comunicazione) è dunque pienamente coerente **(i)** con l'applicazione delle disposizioni in materia di privilegio di priorità e di privilegio di maggiorazione, e **(ii)** con l'orientamento interpretativo (dottrinale e giurisprudenziale) che si è formato sul punto.

Sul punto si rinvia a quanto diffusamente osservato nel parere del Prof. Marchetti (qui allegato *sub* A) e nel parere del Prof. Cagnasso (qui allegato *sub* C).

4.7 A conferma dell'inesistenza di qualsivoglia pregiudizio per le azioni di risparmio di categoria A si consideri anche quanto evidenziato nel parere del Prof. Laghi (qui allegato *sub* D), laddove prende in esame l'ipotesi di distribuzione di un dividendo complessivo di Euro 1.632.657.724 (e cioè dell'ammontare massimo di dividendo che, dopo il pagamento del privilegio di priorità alle azioni A non prevedrebbe, in favore di tali azioni, un'ulteriore distribuzione). A tale riguardo, nel predetto parere si evidenzia che:

- le azioni di risparmio di categoria A (ricevendo un dividendo per azione di Euro 6,5) avrebbero una redditività pari al 677% della parità contabile di Euro 0,9606;
- le azioni di risparmio di categoria B (ricevendo un dividendo per azione di euro 0,036 e di Euro 1,293, per un totale di Euro 1,329) avrebbero una redditività pari al 138% della parità contabile di Euro 0,9606; e
- le azioni ordinarie (ricevendo un dividendo di Euro 1,3) avrebbero una redditività pari al 135% della parità contabile di Euro 0,9606.

* * * * *

5. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sul punto 4 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale.

5.1. Con il punto 4 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale, il Rappresentante Comune chiede agli Azionisti di Risparmio di approvare le deliberazioni assunte dall'assemblea straordinaria di Fonsai in data 27 giugno 2012.

La deliberazione proposta dal Rappresentante Comune ha innanzitutto un oggetto impossibile in quanto, come evidenziato nel precedente paragrafo 4, la deliberazione assunta dall'assemblea straordinaria di Fonsai del 27 giugno 2012 non pregiudica in alcun modo i diritti degli Azionisti di Risparmio (come diffusamente illustrato nei pareri allegati alla presente nota).

5.2. Detta deliberazione appare altresì in contrasto la norma imperativa di cui all'art. 2379-ter c.c., dal momento che tutte le deliberazioni indicate nell'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria di Fonsai in data 27 giugno 2012 erano passaggi essenziali, inscindibilmente e strutturalmente connessi all'Aumento di Capitale, a sua volta funzionale ad un più ampio processo di rafforzamento patrimoniale della Società, collegato anche alla creazione di un operatore nazionale di primario rilievo nel settore assicurativo, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti e di creare al contempo valore per tutti gli azionisti delle società coinvolte (ivi inclusi gli Azionisti di Risparmio)[1].

Più precisamente, poiché in virtù dell'art. 2379-ter c.c. "*nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l'invalidità della deliberazione di aumento del capitale non può essere pronunciata dopo che a norma dell'art. 2444 sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento è stato anche parzialmente eseguito*" e poiché, come detto, tutte le deliberazioni assunte dall'assemblea straordinaria di Fonsai nell'ambito del primo punto all'ordine del giorno erano inscindibilmente connesse e sono state concretamente attuate, eseguite e completate mediante l'Aumento di Capitale, la proposta di deliberazione formulata dal Rappresentante Comune mediante il punto 4 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale appare in contrasto con la norma appena richiamata.

* * * * *

6. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sul punto 5 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale.

[1] Quanto indicato nel testo è confermato dalla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Fonsai alle deliberazioni indicate al primo punto dell'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria della Società del 27 giugno 2012, dove viene evidenziato che, per un verso, «*l'eliminazione del valore nominale espresso delle azioni consente (...) nella strutturazione delle operazioni di aumento di capitale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo anche inferiore alla preesistente parità contabile*» e, per altro verso, «*l'effettuazione di un raggruppamento azionario, con la conseguente riduzione del numero di azioni in circolazione, consentirebbe di facilitare la gestione amministrativa delle azioni stesse (ordinarie e di risparmio)*».

Anche la deliberazione proposta dal Rappresentante Comune nel punto 5 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale appare in contrasto con alcuni principi di diritto basilari.

Per un verso si richiama quanto finora osservato in relazione all'insussistenza di alcun pregiudizio giuridicamente rilevante per gli Azionisti di Risparmio in conseguenza di quanto deliberato dall'assemblea straordinaria della Società in data 27 giugno 2012.

Per altro verso, si rimanda a quanto indicato nel precedente paragrafo 5 a cui si aggiunge il rilievo che, anche qualora si volesse argomentare circa la parziale annullabilità della deliberazione assunta dall'assemblea straordinaria della Società in data 27 giugno 2012, essendo la stessa stata iscritta presso il Registro delle Imprese in data 17 settembre 2012, il termine decadenziale per promuovere l'azione di annullamento risulta ormai decorso, con ogni conseguenza di legge.

* * * * *

7. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sul punto 6 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale.

Con la deliberazione proposta in relazione al punto 6 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale, il Rappresentante Comune vorrebbe farsi autorizzare a chiedere alla Società di accreditargli, su un conto corrente a lui intestato, l'importo di Euro 200.000,00 (duecentomila).

Nel rilevare l'assoluta anomalia e peculiarità della richiesta, il Consiglio di Amministrazione della Società ribadisce quanto già comunicato al Rappresentante Comune e cioè che il fondo potrà essere utilizzato esclusivamente per le spese comuni e mediante fatture indirizzate alla Società che si riserva di valutare l'inerenza e la congruenza delle spese, e ciò nell'interesse di tutti i suoi azionisti.

La Società si riserva altresì di valutare di dedurre l'ammontare delle spese effettuate dal Rappresentante Comune a valere sul fondo comune dai dividendi che verranno riconosciuti agli Azionisti di Risparmio.

* * * * *

8. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sui punti 1 e 2 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale.

Come detto, il Rappresentante Comune non svolge particolari considerazioni in relazione al punto 1 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale. Al riguardo, anche il Consiglio di

Amministrazione ritiene di poter integralmente richiamare quanto indicato nel paragrafo 4 della presente Nota per fornire l'informativa richiesta dagli Azionisti di Risparmio che hanno chiesto di inserire nell'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale il predetto punto 1.

Relativamente invece alla proposta di frazionamento delle azioni di risparmio di categoria A (indicata nel punto 2 all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale), il Consiglio di Amministrazione della Società ritiene la stessa inammissibile, facendo sul punto integralmente proprie le considerazioni sviluppate nel parere del Prof. Marchetti (qui allegato *sub* B).

* * * * *

9. Considerazioni del Consiglio di Amministrazione della Società sugli ulteriori punti all'ordine del giorno dell'Assemblea Speciale (da 7 a 11).

Relativamente al punto 7 all'ordine del giorno, il Consiglio di Amministrazione si riserva di verificare **(i)** la fattibilità, sotto il profilo tecnico-giuridico, della proposta di conversione delle azioni di risparmio di categoria A in azioni di risparmio di categoria B, nonché **(ii)** la congruità dei profili economici di un'eventuale conversione.

Relativamente agli altri punti all'ordine del giorno da 8 a 11 (estremi inclusi), il Consiglio di Amministrazione per un verso non ritiene di prendere posizione sugli aspetti relativi all'organizzazione della categoria (punti 8-10) e, per altro verso, richiama integralmente quanto indicato nella Relazione sul Progetto di Fusione con riferimento alla mancanza di qualsivoglia pregiudizio, in conseguenza della Fusione, per i diritti di categoria spettanti alle azioni di risparmio emesse dalla Società (punto 11).

* * * * *

La presente Nota è stata esaminata ed approvata dal Consiglio di Amministrazione di Fonsai tenutosi in data 20 marzo 2013 e condivisa dal Collegio Sindacale della Società.

STUDIO NOTARILE MARCHETTI
VIA AGNELLO, 18 - 20121 MILANO

PROF. PIERGAETANO MARCHETTI - NOTAIO
DOTT. RENATA MARIELLA - NOTAIO
PROF. CARLO MARCHETTI - NOTAIO

AVV. MATTEO SANT'AMBROGIO
AVV. CARLOTTA MARCHETTI
AVV. ANDREA DE COSTA
AVV. LODOVICA DE STEFANO
DOTT. MARTINO LIVA
DR.SSA IMMACOLATA CARNEVALE

TELEFONO: 02.72.02.18.46 R.A.
TELEFAX: 02.86.46.32.74 - 02.72.02.26.19
e-mail: segreteria@marchettilex.it
C. F. / P. I. 04255350151

PARERE

1. I quesiti

Fondiaria-SAI con delibera del 19 marzo 2012 ribadita il 27 giugno 2012 ha assunto una serie di determinazioni (che in seguito chiameremo "operazioni straordinarie").

Più precisamente, e per quanto qui interessa, Fondiaria-SAI ha deliberato:

- l'eliminazione del valore nominale delle azioni;
- un raggruppamento di azioni nel rapporto di una azione ogni 100 possedute;
- l'istituzione di una nuova categoria di azioni di risparmio (definite azioni di risparmio di categoria B, assumendo le azioni di risparmio in circolazione la denominazione di azioni di risparmio di categoria A) nell'ambito di

FONDATO CON CARLO E MICHELE MARCHETTI

- un aumento di capitale con emissione di azioni ordinarie riservate in opzione alle azioni ordinarie e azioni di risparmio di categoria B riservate in opzione alle azioni di risparmio (ora "categoria A") già in circolazione.

Ci si chiede se in questo complesso di delibere si annidi qualche "pregiudizio" alla categoria delle azioni di risparmio allora in circolazione tale da richiedere l'approvazione dell'assemblea speciale di categoria.

Il contenuto preciso delle varie delibere in relazione alle azioni di risparmio sarà esaminato nella rassegna di ciascuna di esse.

Sono state esaminate le deliberazioni 19 marzo e 27 giugno 2012, i pareri in tema di azioni di risparmio del prof. Cera e Morera, nonché il parere della società PKF.

E' stata pure esaminata la Nota Interpretativa sul trattamento del dividendo diffusa dalla società e la relazione del rappresentante comune per la prossima assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

Pare viceversa utile riprodurre per comodità di lettura il testo vigente dell' art.27 dello statuto contenente la disciplina dell'attribuzione dell'utile privilegiato alle azioni di risparmio a valle delle operazioni straordinarie.

"Gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti secondo l'ordine che segue:

- alle azioni di categoria A un dividendo privilegiato fino ad euro 6,5 per azione;

- alle azioni di categoria B un dividendo privilegiato fino al 6,5% della parità contabile delle azioni di categoria B;

- la rimanenza alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio in modo che alle azioni di categoria A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari ad euro 5,2 per azioni, ed alle azioni di categoria B un dividendo complessivo maggiorato

rispetto a quelle delle azioni ordinarie in misura pari al 5,2% della parità contabile delle azioni di categoria B; salva la facoltà dell'assemblea di deliberarne, in tutto o in parte, l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendenti della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione od ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali;
- quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore ad euro 6,5 per azione e/o alle azioni di categoria B un dividendo per azione inferiore al 6,5% della parità contabile delle azioni di categoria B, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi".

2. Premesse terminologiche.....e non solo

Appare opportuno chiarire il significato di alcuni termini e concetti che sono alla base della disciplina delle azioni di risparmio e dei loro rapporti con le azioni ordinarie nel sistema del vigente art. 27 dello statuto Fondiaria-SAI.

Dividendo privilegiato. Dividendo complessivo maggiorato (ovvero: dividendo differenziale).

In linea teorica il dividendo privilegiato di un'azione può atteggiarsi in modi diversi: essere solo temporale o anche sostanziale. Temporale è il privilegio quando certe azioni hanno diritto di servirsi prima di altre in senso meramente temporale. In tal caso, servite queste azioni, se utile disponibile residua ed è distribuibile, tutte le altre azioni possono essere soddisfatte sino al raggiungimento di quanto già percepito in forza del privilegio temporale. Si percepisce, insomma, prima, non necessariamente di più.

Il privilegio da solo temporale diventa anche sostanziale, se comunque le altre azioni possono, anche, se vi è capienza, percepire comunque un ammontare inferiore di dividendi. Si percepisce prima, prima ma anche necessariamente di più.

Questa distanza tra quanto è attribuito ad una categoria di azioni e quanto possono percepire altre categorie è ciò che l'art. 27 dello statuto Fondiaria-SAI chiama "dividendo maggiorato" e che chiameremo anche "dividendo differenziale".

Sempre in linea teorica, il dividendo differenziale potrebbe essere eguale a quello privilegiato, ovvero, come nel nostro caso, minore. Se il dividendo differenziale fosse eguale a quello privilegiato (poniamo: x) ciò significherebbe che, dopo aver attribuito x alle azioni dotate del privilegio, si retribuirebbero *pari passu* tutte le azioni in modo che la distanza tra dividendo percepito dalle azioni privilegiate e quello percepibile dalle altre azioni sia sempre x. Se (come nel nostro caso) il dividendo differenziale è minore, significa che soddisfatto il privilegio, si remunerano solo le altre azioni (come cioè se il privilegio fosse solo temporale) sino ad una certa soglia (y) e da quel punto si remunerano tutte le azioni *pari passu*. Il dividendo differenziale è x-y.

Nel caso Fondiaria-SAI:

- il dividendo privilegiato è un dividendo privilegiato non solo temporale ma anche sostanziale, seppure il privilegio sostanziale sia minore di quello temporale;
- più precisamente: per le azioni di risparmio di categoria A il privilegio temporale è di 6,5 euro, ma quello sostanziale di 5,2;
- per le azioni di risparmio di categoria B il privilegio temporale è

fissato non in cifra assoluta, ma in percentuale ed è pari al 6,5% della parità implicita e quindi, stante la attuale parità implicita, è di euro 0,036, ma quello sostanziale è di 0,029 euro.

Retrocessione dalle azioni di risparmio

Questa iniziale espressione utilizzata largamente dal rappresentante comune delle azioni di risparmio vuole indicare la differenza tra dividendo privilegiato temporale e privilegio sostanziale.

Esso misura cioè le attribuzioni di utile che, soddisfatto il dividendo privilegiato, possono essere destinate solo alle azioni ordinarie prima di procedere alla distribuzione *pari passu* a tutte le azioni. In altri termini questa c.d. retrocessione è la differenza tra il dividendo privilegiato in senso temporale e quello sostanziale (o dividendo maggiorato che dir si voglia). Tale differenza (retrocessione) prima delle operazioni di cui alle delibere 19 marzo 2012 e 27 giugno 2012 era per le allora solo esistenti azioni di risparmio (oggi azioni di categoria A) di 1,3% su un nominale di un euro.

Dopo le operazioni straordinarie diventa:

- per le azioni di risparmio di categoria A in cifra assoluta 1,3 euro;
- per le azioni di risparmio di categoria B lo 0,013% sulla loro parità contabile, corrispondente stante la attuale parità contabile a 0,007 euro.

Punti di attenzione

E' fondamentale rammentare due principi di vertice del diritto

societario:

(i) di regola gli azionisti non hanno un diritto a percepire l'utile che emerge dal bilancio, salvo che siano titolari di azioni che tale diritto eccezionalmente attribuiscono. E' questo il caso delle azioni di risparmio. Il dividendo privilegiato configura un diritto ad un prelievo sull'utile che emerge dal bilancio (dedotti i prelievi a riserva legale), indipendentemente dalla deliberazione assembleare di destinazione dell'utile.

L'eccezione finisce qui. Le azioni di risparmio hanno diritto di partecipare ad ulteriori distribuzioni di utili solo, e nei limiti in cui, l'assemblea deliberi di distribuire utili che residuano dopo il prelievo privilegiato. A loro volta, i titolari di azioni ordinarie non hanno alcun diritto assoluto alla c.d. retrocessione di utili, ma vi hanno diritto se e nei limiti in cui la distribuzione di ulteriori utili è deliberata dall'assemblea;

(ii) sempre di regola tutte le azioni hanno diritto di partecipare agli utili di cui si deliberi la distribuzione in modo eguale, salvo che, e nei limiti in cui, vi siano privilegi a favore di altre azioni, ovvero se e nei limiti in cui è loro consentito recuperare dividendi assegnati prioritariamente in senso temporale ad altre azioni.

<u>Alcuni corollari in tema di pregiudizio delle azioni di risparmio</u>

Ferma la più analitica rassegna degli asseriti (ma inesistenti) pregiudizi delle azioni di risparmio Fondiaria-SAI a seguito delle operazioni straordinarie, dai principi generali ora enunziati discende che:

- non costituisce pregiudizio per gli azionisti di risparmio ciò che

non diminuisce o incide restringendolo sul loro diritto al dividendo privilegiato e sul dividendo differenziale (oltre che sulla postergazione nelle perdite e nel privilegio nella distribuzione della quota di liquidazione, di cui pure nel presente parere noi ci occupiamo);

- non costituisce diritto speciale e differenziale delle azioni di risparmio la aspettativa alla distribuzione di utili dopo che è stato soddisfatto il loro dividendo privilegiato e pertanto non costituisce pregiudizio, giuridicamente rilevante, il ricorrere di circostanze (dalla mancata deliberazione di distribuzione di dividendi da parte dell'assemblea ordinaria, all'incremento di azioni che possono, senza intaccare i privilegi delle azioni di risparmio, assorbire una maggior porzione di utili non riservati, ma liberamente distribuibili) che allontanino la possibilità di percepire utili ulteriori oltre quelli garantiti prioritariamente.

3. Eliminazione del valore nominale delle azioni

La delibera in sé non lede alcun diritto sin tanto che la c.d. parità implicita, vale a dire il valore "nominale implicito" (rapporto tra capitale e numero di azioni) rimane pari al precedente valore nominale. Ma se:

(i) i privilegi erano stabiliti in una misura percentuale rispetto al valore nominale fisso preesistente;

(ii) la parità contabile scende al di sotto del preesistente valore nominale, allora il pregiudizio (potenziale) ricorre.

Queste due condizioni sussistevano nel caso di Fondiaria-SAI. La prima per l'espressa previsione statutaria che rapportava

percentualmente al valore nominale il dividendo prioritario (6,5%) e quello differenziale (5,2%) delle azioni di risparmio. La seconda condizione alla quale è subordinata la ricorrenza del pregiudizio è data dal fatto che il valore nominale implicito (parità contabile) si discosti da quello nominale esplicito in essere; essa è normale caratteristica della c.d. eliminazione del valore nominale. In Italia infatti si è ormai confermato l'orientamento interpretativo per cui, in assenza di valore nominale, si possono emettere nuove azioni liberate con conferimenti (purché interamente coperti) inferiori alla precedente parità contabile (in questo senso, tra gli altri, DUCCI, *Art. 2439*, nel *Codice Commentato delle S.p.A.* diretto da Fauceglia e Schiano di Pepe. Milano, 2007, GUIDA, *In tema di azioni senza valore nominale*, in Notariato, 2005, p. 527, nonché la Massima n. 36 del Consiglio Notarile di Milano, in Riv. Not., 2005, p. 665).

In vista di un aumento di capitale con le suddette caratteristiche, l'antidoto ~~è~~, molto semplice e ovvio, in concreto individuato da Fondiaria-SAI è stato quello di sostituire la percentuale (del 6,5%) sul valore nominale esistente (di 1 euro) con un valore assoluto (0,065 euro e 0,052 euro, rispettivamente, per il privilegio di priorità e per il differenziale).

In tal guisa, l'abbassamento del valore nominale implicito, o parità contabile che dir si voglia, non ha per definizione arrecato alcun peggioramento del diritto patrimoniale delle azioni di risparmio.

In altri termini, ciò che è stato deliberato dall'assemblea del 27 giugno 2012, con la modifica degli artt. 27 e 31 dello statuto

sociale, non può aver determinato alcuna forma di pregiudizio agli azionisti di risparmio in allora esistenti (si vedano sul punto FIGA' TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, p. 77; GUIDA, *Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*, studio approvato dalla Commissione Studi d'Impresa del Consiglio Nazionale del Notariato e pubblicato in Notariato, 2011, p. 294).

In definitiva, a differenza di quel che sembra paventare il rappresentante comune, l'eliminazione del valore nominale non ha nel caso di Fondiaria-SAI assolutamente fatto sì che i diritti patrimoniali siano stati "cancellati o decurtati".
Con la quantificazione in cifra assoluta dei privilegi questi sono stati, per così dire "blindati" rispetto ad ogni possibile divaricazione tra vecchia e nuova parità contabile.

4. Il raggruppamento delle azioni

Il rappresentante comune sembra qui fondare il pregiudizio della categoria. Il raggruppamento, non l'aumento di capitale ed il suo effetto diluitivo (di cui si dirà), determinerebbe un "effetto distorsivo", effetto distorsivo che appunto andrebbe "ricondotto alla previsione di una modifica in termini assoluti dei privilegi patrimoniali". Sempre secondo il rappresentante comune in "assenza del raggruppamento.....non ci sarebbe stata la modifica –nei termini descritti dalla società nella Nota Interpretativa"- dei <u>diritti propri</u> (*sic*) delle azioni di risparmio di categoria A ed oggi...i parametri di riferimento sarebbero stati ben diversi".

Francamente, non si riesce tuttavia a comprendere quali siano le distorsioni e quindi i pregiudizi che il raggruppamento avrebbe comportato.

Con il raggruppamento di cento azioni al posto di una il privilegio prioritario, quantificato in cifra assoluta, come legittimamente e doverosamente è avvenuto dopo l'eliminazione del valore nominale, deve essere moltiplicato per lo stesso moltiplicatore del raggruppamento azionario. E lo stesso dicasi per il privilegio differenziale. Se così si opera pregiudizio per definizione non sussiste.

Il che significa che se prima del raggruppamento il privilegio prioritario e differenziale erano stati rispettivamente fissati in 0,065 o 0,052 dopo il raggruppamento essi dovevano divenire (0,065 x 100) 6,5 e (0,052 x 100) 5,2. E così è avvenuto. Tali valori assoluti quantificano una percentuale del 6,5% e del 5,2% di 100. Il valore virtuale di riferimento per il calcolo del privilegio, quale che sia il valore reale della parità contabile, è dunque di 100 euro. Il risultato è identico, ripeto identico, a quello che si sarebbe avuto se non si fosse eliminato il valore nominale, se quindi fosse rimasto il valore nominale e la parità contabile a uno e se si fosse con il raggruppamento portato il valore nominale a 100.

Insomma, con il raggruppamento, come lo stesso rappresentante comune afferma,

> "la parità contabile implicita delle azioni di risparmio di categoria A ai fini della determinazione del privilegio e degli altri diritti ad esso connessi spettanti agli azionisti....avrebbe dovuto essere pari ad euro 100 per azione (dopo il raggruppamento)".

Ma ciò è proprio quel che è avvenuto. La situazione *post*

raggruppamento dei privilegi che il rappresentante comune auspica, è proprio la situazione adottata da Fondiaria-SAI!

E non è assolutamente vero non solo in diritto, ma anzitutto in fatto, che, contrariamente a quanto il rappresentante comune stesso afferma nel brano sopra riportato, "nell'ambito di tale (il raggruppamento) operazione.....si sono modificati i.....diritti (degli azionisti) non prevedendo(si) più che questi fossero ancorati ad un parametro "proporzionale" alla loro c.d. parità teorica implicita nel capitale (di euro 100 *post* raggruppamento, ovvero euro 1 *ante* raggruppamento)". Si è visto che questo rischio non si è verificato perché i privilegi continuano proprio ad essere "ancorati" ad una parità teorica contabile di euro 100 (1 *ante* raggruppamento).

Il rappresentane comune ritiene che si sarebbe dovuto adottare un "meccanismo che rendesse effettivamente neutro il raggruppamento". Ma è proprio ciò che, come si è detto, è avvenuto, dal momento che il raggruppamento non lede ma matematicamente e proporzionalmente aggiorna la quantificazione del privilegio.

5. La pretesa di congelare il raggruppamento

Il rappresentante comune sviluppa quindi una complessa argomentazione in cui si utilizza quel criterio della retrocessione dal quale queste note hanno preso le mosse.

In sostanza, a quanto è dato di comprendere, l'argomentazione si fonda su questo assunto:

(i) il raggruppamento fa diluire il numero delle azioni di

risparmio ora categoria A,

(ii) se non vi fosse stato il loro raggruppamento *post* aumento di capitale le azioni di risparmio di categoria A sarebbero state 127,6 milioni circa su 1.194,5 di azioni con una percentuale del 10,6% e non si sarebbero ridotte a 1.276.836 contro (cifra arrotondata) 921 milioni di azioni ordinarie e 322 milioni di azioni di categoria B,

(iii) conseguentemente se non vi fosse stato il raggruppamento la c.d. retrocessione "unitariamente prevista a favore di ciascuna azione ordinaria e per ciascuna azione di risparmio di categoria B" avrebbe dovuto essere 0,013 euro per azione e non già euro 1,3 perché avrebbe dovuto continuare a essere calcolata come se le azioni di categoria di risparmio A fossero rimaste nel numero preesistente con una parità contabile di 1 euro.

In altri termini, il rappresentante comune ritiene che:

(i) originariamente le azioni ordinarie avevano diritto di recuperare solo euro 0,013 sulle risparmio prima di concorrere sull'utile residuo *pari passu* con le altre azioni. Euro 0,013 è infatti la differenza tra la quantificazione del privilegio prioritario originario del 6,5% su euro 1 (0,065) e la quantificazione del dividendo differenziale del 5,2% su euro 1 (0,052);

(ii) questa differenza (0,013) era ciò che originariamente, nel linguaggio del rappresentante comune, le azioni di risparmio, percepito il loro dividendo privilegiato del 6,5%, dovevano retrocedere (cioè dovevano lasciar percepire) alle azioni ordinarie prima di poter anch'esse concorrere all'utile residuo;

(iii) diventando il dividendo privilegiato con il raggruppamento 6,5 euro e quello differenziale 5,2 questa retrocessione passa da

0,013 a 1,3 euro cioè si moltiplica per cento in esatta corrispondenza del moltiplicatore (100) del raggruppamento;

(iv) ciò sarebbe pregiudizievole per le azioni di risparmio che dovrebbero continuare a lasciar percepire alle azioni di altra categoria pur esse raggruppate e cresciute per effetto dell'aumento di capitale, sempre e solo 0,013 euro per azione per poi procedere pure esse alla distribuzione del dividendo residuo.

La tesi non ha alcun fondamento. Non si vede come anzitutto sul piano logico possa sostenersi che con il raggruppamento dovrebbe incrementarsi, proporzionalmente al moltiplicatore di raggruppamento, il dividendo privilegiato e differenziale (che si quantificano, rispettivamente, in 6,50 e 5,20 euro) e poi ritenere che invece la "retrocessione" cioè la appropriabilità del dividendo non assorbito dal privilegio da parte delle altre azioni dovrebbe restare "al palo", a 0,013 euro. Ciò vorrebbe dire che mentre il dividendo privilegiato sale proporzionalmente al moltiplicatore (100) di raggruppamento quello differenziale dovrebbe salire in modo abnorme. Per mantenere infatti la c.d. retrocessione a 0,013 si dovrebbe ipotizzare che il dividendo differenziale salga da 5,2 a (6,5-0,013) 6,487 euro. Con il che si andrebbe ben oltre il mantenimento dei privilegi delle azioni di risparmio, ma li si aumenterebbe in modo del tutto irragionevole.

E' vero che *post* raggruppamento il dividendo privilegiato e differenziale delle azioni di risparmio raggiunge (doverosamente) livelli (rispettivamente 6,5 e 5,2 euro per azione) che potranno in fatti rendere difficile che, soddisfatto il dividendo privilegiato, le azioni di risparmio possano ancora partecipare ad una ulteriore distribuzione di utili residui, al c.d. "secondo giro". Ma ciò è

causa proprio del privilegio delle azioni di risparmio A, che possono di fatto esse stesse assorbire gran parte dell'utile distribuibile. Non si comprende davvero come quello che è un effetto del privilegio possa essere rappresentato come pregiudizio.

Ed ancora ed infine, è la parità di trattamento a imporre che il raggruppamento valga per tutte le azioni. Il raggruppamento non può pregiudicare i privilegi degli azionisti di risparmio, privilegi che quindi devono quantificarsi in modo esattamente corrispondente al moltiplicatore di raggruppamento: ed in effetti, ripeto, con un raggruppamento di 1 a 100 il privilegio correttamente quantificato dopo l'eliminazione del valore nominale in 0,065 diventa (0,065 x 100) 6,5 euro. Ma il raggruppamento non può poi al contempo, quando fa comodo, essere ignorato per lasciare la c.d. retrocessione (lo zoccolo cioè riservato alle azioni ordinarie nella distribuzione dell'utile residuo dopo che sia soddisfatto quello privilegiato) nella minor cifra preesistente al raggruppamento.

Ciò, si ripete, significherebbe non già mantenere i privilegi, non evitarne il peggioramento, ma determinarne un incredibile incremento.

Per raggiungere questo abnorme risultato, il rappresentante comune, come si è visto, cerca di seguire la impercorribile strada della tesi per cui (solo) per le azioni di risparmio A sarebbe necessario considerarle virtualmente non raggruppate e quindi continuare a calcolare il dividendo differenziale come se non vi fosse stato il raggruppamento.

Questa strada, chiaramente impercorribile, viene poi in sostanza

riproposta con l'appoggio alla proposta, altrettanto impercorribile, di un frazionamento delle sole azioni di risparmio: proposta sulla quale ci si è pronunziati in un autonomo parere.

6. La diluizione della categoria delle azioni di risparmio A

Il rappresentante comune ripetutamente incorre in un evidente equivoco ed errore. Ritiene che l'affermazione per cui a valle delle varie operazioni (eliminazione del valore nominale, raggruppamento delle azioni, aumento di capitale con emissione di azioni ordinarie e di risparmio c.d di categoria B con privilegi minori di quelli delle azioni A ed ai titolari delle azioni di risparmio A riservate in opzione) il principio per cui le azioni di categoria A avrebbero mantenuto "in proporzione" gli stessi diritti che avevano antecedentemente non sia stato rispettato. E tale principio non sarebbe stato rispettato perché alla fine delle operazioni il peso percentuale delle azioni A sul totale delle altre azioni sarebbe sceso. Di qui la singolare proposta di "far finta" che (perlomeno) il raggruppamento non sia avvenuto lasciando immutato il dividendo differenziale e la c.d. retrocessione ad euro 0,013.

L'equivoco consiste nel fatto che quando correttamente si afferma il principio per cui i privilegi devono essere mantenuti "in proporzione" si intende che a valle delle varie operazioni la quantificazione del privilegio della singola azione non deve essere scalfita, messa in pericolo. E così, lo si è più volte ribadito,

puntualmente avvenuto. Infatti (i) con l'eliminazione del valore nominale di un euro i privilegi da percentuali sono divenuti quantificati in misura corrispondente a quella cui conduceva la percentuale ove fosse rimasto il valore nominale di un euro; (ii) con il raggruppamento la quantificazione è stata moltiplicata per l'identico moltiplicatore del raggruppamento e quindi è stata aggiornata proporzionalmente; (iii) con gli aumenti di capitale, nonostante il numero delle azioni di risparmio categoria A sia percentualmente diminuito, si è mantenuta l'identica consistenza che i privilegi avevano prima di quest'ultima operazione.

E' appena il caso di ricordare come nessun pregiudizio alle azioni di risparmio sia ravvisabile a seguito di un aumento di capitale con emissione di azioni di altre categorie quando oltretutto alle azioni di risparmio sia stato (come nel nostro caso è avvenuto) riconosciuto il diritto di opzione.

Il punto ha già formato oggetto di altri pareri (prof. Cera, Prof. Morera, e sotto il profilo finanziario PKF) del tutto convincenti: pareri che nell'escludere che le deliberazioni dell'assemblea straordinaria del 19 marzo 2012 (ripetuta in data 27 giugno 2012) avessero recato alcun pregiudizio alla categoria delle azioni di risparmio esistenti hanno anche trattato il profilo (c.d. diluizione della categoria) ora in esame.

Orbene, la conclusione cui si è pervenuti è chiarissima e inoppugnabile. Non sussiste alcun pregiudizio né diretto né indiretto dall'aumento di capitale per le preesistenti azioni di risparmio (ora azioni di risparmio categoria A).

L'aumento di capitale lascia <u>intatti</u> i privilegi delle azioni di risparmio preesistenti. Le azioni di nuova emissione (le azioni di

risparmio di categoria B, in particolare) non hanno privilegi maggiori a quelli delle azioni di risparmio preesistenti. Non hanno un "rango" superiore a quello delle azioni di risparmio già in circolazione.

Oltretutto le nuove azioni di risparmio sono state offerte in opzione agli azionisti di risparmio preesistenti. Ed allora se, come è pacifico, nessun pregiudizio potrebbe ravvisarsi dall' emissione offerta in opzione di azioni con identici privilegi, a maggior ragione, come si nota nel parere del prof. Morera, nessun pregiudizio si verifica, può verificarsi, dall'emissione di azioni loro riservate con minor privilegi, tali cioè da non incidere sul monte utili riservato in via privilegiata alle preesistenti azioni di categoria A.

Non si può del resto ignorare che nel nostro caso si è fatto a tutela degli azionisti di risparmio esattamente quanto pur la legge consente. L'art. 145, comma 8 TU 58/1998 infatti stabilisce che i possessori di azioni di risparmio in caso di aumento di capitale che (legittimamente) non preveda l'emissione di azioni di risparmio "hanno diritto di opzione.....su azioni di risparmio di altre categorie", con la possibilità poi addirittura di attribuire l'opzione solo su azioni privilegiate e ordinarie.

Il "pregiudizio" lamentato dal rappresentante comune peraltro, a ben vedere, starebbe non tanto nel fatto in sé che la categoria di azioni di risparmio A si diluisca quanto nel fatto che il combinato operare dell'alto privilegio delle azioni di risparmio A e del largo numero di azioni di altre categorie rende difficile che, dopo il prelievo a favore solo delle azioni ordinarie di quel 1,3 euro che serve a rispettare il privilegio differenziale, le azioni di risparmio

(cat. A) riescano ancora a percepire ulteriori utili. Ma ciò, si ripete, non è pregiudizio, ma è conseguenza necessaria dell'elevato privilegio che proprio per non pregiudicarle si è, per effetto dell'eliminazione del valore nominale e del raggruppamento, riconosciuto alle azioni di risparmio di categoria A. Esse difficilmente parteciperanno ad un secondo giro di utili perché si sono già abbondantemente soddisfatte con l'utile privilegiato ed è tale utile privilegiato loro spettante ad avere semmai assorbito la possibilità di fruire di altri utili *pari passu* con le azioni ordinarie.

7. Alcuni corollari

Soffermiamoci infine a ricostruire il sistema dei prelievi di utile per chiarire i rapporti tra le varie categorie di azioni

Dagli utili emergenti dal bilancio, dedotta la riserva legale, devono essere <u>dedotti</u> nell'ordine

a) anzitutto il dividendo prioriario di 6,5 euro per azione per le azioni di risparmio A e quindi, sul residuo, il dividendo prioritario del 6,5% sulla parità contabile (oggi 6,5% di 0,565 = 0,0367);

b) a questo punto <u>possono,</u> se vi è ulteriore capienza e se l'assemblea ordinaria lo delibera, essere prelevati a favore delle <u>sole</u> azioni ordinarie sino a 0,007 euro per far sì che formi il dividendo differenziale tra azioni di categoria B e azioni ordinarie;

c) sull'ammontare che ancora residua possono concorrere *pari*

passu, proporzionalmente tra loro, solo le azioni di categoria A e quelle di risparmio B sino a quando il dividendo delle azioni ordinarie (tenuto conto della attribuzione già avuta di 0,007 euro *ex* lettera b senza cioè il concorso delle azioni di risparmio B) raggiunga il livello di 1,3 euro e (quindi) quello delle azioni di risparmio B la soglia di 1,293. A questo punto è soddisfatto il dividendo differenziale delle azioni di risparmio sia A che B nei confronti delle azioni ordinarie;

d) da questo momento tutte le categorie possono *pari passu* proporzionalmente tra loro, partecipare ad eventuali ulteriori distribuzione di utili.

I principi ora illustrati trovano perfetta coincidenza con i risultati numerici della tabella 2 del parere del prof. Laghi.

I rapporti tra le tre categorie e quindi anche tra le due categorie di risparmio sono senza margini di dubbio quelli ora illustrati e richiamati con il riferimento alla tabella 2 del parere Laghi.

Dalle considerazioni svolte discende pure come la possibilità per le azioni ordinarie, soddisfatti i dividendi prioritari delle azioni di risparmio, di recuperare (da sole) 0,007 euro e (in concorso con le risparmio B) sino a 1,3 euro è eventualità di mero fatto, legata alla capienza dell'utile ed alla decisione di distribuirlo. Non è un recupero garantito. Quindi ogni esercizio rappresenta un nuovo ciclo e la mancata c.d. retrocessione dal monte titoli che residua dopo il prelievo dei dividendi prioritari del noto 1,3 euro alle azioni A non incrementa in alcun modo la retrocessione possibile nell'esercizio seguente.

E' evidente altresì che se non si riesce a colmare il dividendo differenziale, se cioè il distacco tra quanto distribuito come

dividendo privilegiato dalle azioni di risparmio e quanto percepito dalle azioni ordinarie fosse superiore ai 5,2 euro per le risparmio A, ciò tornerebbe a definitivo vantaggio delle azioni di risparmio.

Il fatto che dall'attribuzione di 0,007 euro di dividendo ulteriore alle azioni ordinarie e sino a che le azioni ordinarie stesse non percepiscono 1,3 euro di tale dividendo ulteriore le azioni di risparmio B partecipano pure esse *pari passu* proporzionalmente con le azioni ordinarie alla percezione del dividendo è conseguenza necessaria dei diritti delle azioni di risparmio B. Se infatti le azioni di risparmio B non partecipassero al dividendo ulteriore ovvero se le sole azioni ordinarie percepissero 1,3 euro vorrebbe dire che viene meno totalmente il dividendo differenziale (di 0,0293 euro per azione) delle azioni di risparmio B che anzi potrebbero paradossalmente recuperare tutto il dividendo prioritario (1,3 infatti è maggiore di 0,0367 che è l'attuale dividendo prioritario delle azioni di risparmio B). Ma con ciò essendo state le risparmio B destinate in opzione alle risparmio A sarebbero proprio queste ad essere enormemente danneggiate.

E' appena il caso di avvertire come nemmeno si pone certo un problema di pregiudizio in relazione al fatto che la partecipazione delle azioni di categoria A al riparto di ulteriori utili dopo il soddisfacimento del loro diritto prioritario sia "rallentato" dal fatto che deve essere prelevato dagli utili emergenti da bilancio il dividendo privilegiato delle azioni di risparmio B. Ciò è infatti, ancora una volta, la conseguenza dell'emissione di cui hanno fruito con l'attribuzione dell'opzione proprio i titolari di azioni di

risparmio A.

8. Conclusione

Alla luce delle argomentazioni svolte, ritengo che le operazioni straordinarie, quali sopra passate in rassegna, non configurano alcun pregiudizio alla categoria delle azioni di risparmio ora denominate azioni di risparmio A. Conseguentemente non è necessaria alcuna deliberazione al riguardo della assemblea speciale di categoria, essendo le deliberazioni assunte da ultimo il 27 giungo 2012 dall'assemblea straordinaria ormai efficaci oltre che pienamente legittime.

prof. Piergaetano Marchetti

Milano, 19 marzo 2013

STUDIO NOTARILE MARCHETTI
VIA AGNELLO, 18 - 20121 MILANO

PROF. PIERGAETANO MARCHETTI - NOTAIO
DOTT. RENATA MARIELLA - NOTAIO
PROF. CARLO MARCHETTI - NOTAIO

AVV. MATTEO SANT'AMBROGIO
AVV. CARLOTTA MARCHETTI
AVV. ANDREA DE COSTA
AVV. LODOVICA DE STEFANO
DOTT. MARTINO LIVA
DR.SSA IMMACOLATA CARNEVALE

TELEFONO: 02.72.02.18.46 R.A.
TELEFAX: 02.86.46.32.74 - 02.72.02.26.19
e-mail: segreteria@marchettilex.it
C. F. / P. I. 04255350151

FONDIARIA-SAI S.P.A.

Milano, 20 marzo 2013

PARERE

1. (Il problema e la nostra opinione) La struttura del capitale di Fondiaria-SAI è caratterizzata dall'esistenza di tre categorie di azioni. Oltre alle azioni ordinarie, infatti, sono oggi in circolazione due distinte categorie di azioni di risparmio, le azioni di risparmio categoria A e le azioni di risparmio di categoria B. I diritti patrimoniali dell'una e dell'altra categoria speciale differiscono tra loro in modo assai significativo. Entrambe sono naturalmente dotate di privilegi patrimoniali, ed in particolare entrambe sono dotate del tipico *privilegio sostanziale e prioritario* delle azioni di risparmio, consistente nel diritto di beneficiare in via appunto *prioritaria* e *necessaria* alla distribuzione di una porzione dell'utile conseguito nell'esercizio. Tuttavia, tale privilegio sostanziale e prioritario è per le azioni di categoria A stabilito in un *importo fisso*, pari ad euro 6,5 per ciascuna azione, mentre per le azioni di categoria B esso è

stabilito nella misura del 6,5% di un parametro "mobile" indicato in statuto (denominato come "parità contabile"), che a sua volta consiste nel "rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione delle Azioni di Categoria B ed il numero complessivo di Azioni di Categoria B esistenti".
E' giunta da parte di alcuni azionisti di risparmio la richiesta di procedere ad un frazionamento delle *sole* azioni di risparmio di categoria A, e ci viene chiesto un parere sulla fattibilità giuridica di tale operazione.

Anticipiamo subito che, a nostro avviso, al quesito deve darsi risposta *negativa, dovendosi ritenere non possibile procedere a frazionamenti "parziali", e cioè a frazionamenti di alcune sole delle azioni che compongono il capitale sociale.*

Riepiloghiamo, di seguito, le ragioni a sostegno dell'opinione espressa.

2. (La caratteristiche delle azioni di risparmio A) Prima di analizzare il significato tecnico e le puntuali caratteristiche giuridiche delle operazioni di frazionamento azionario, è necessario approfondire anche in prospettiva storica il quadro di insieme della struttura del capitale di Fondiaria-SAI.
Abbiamo ricordato la diversa configurazione qualitativa (privilegio "fisso"/privilegio "mobile") del privilegio sostanziale e prioritario delle azioni di risparmio di categoria A e delle azioni di categoria B. Occorre ora aggiungere che a prescindere dalla tecnica con cui viene definito il privilegio, ciò che è radicalmente diverso tra le due categorie è, sul piano concreto, il profilo *quantitativo* del privilegio medesimo. Infatti, mentre il privilegio sostanziale e prioritario delle azioni di categoria A, come si è detto, è dell'importo fisso di euro 6,5, l'applicazione dell'attuale parità contabile quale definita nello statuto porta il privilegio sostanziale delle azioni di categoria B ad euro 0,036. Ciò significa che, in presenza di un utile conseguito dalla Compagnia, i titolari di azioni di categoria A avranno il *diritto*, indipendentemente da qualunque decisione assembleare in merito alla destinazione del risultato d'esercizio, di ricevere in via prioritaria una distribuzione di un importo di euro 6,5, diritto che si confronta con quello degli azionisti di categoria B di godere di una distribuzione di un importo di euro 0,036. Come è del tutto evidente, il privilegio sostanziale degli azionisti A è dunque enormemente maggiore rispetto al privilegio sostanziale degli azionisti B.

Ciò, d'altra parte, è puntualmente riflesso nel corso di borsa dei due titoli, il quale si attesta su importi radicalmente diversi: al giorno 1 marzo, ad esempio, le azioni di categoria A venivano quotate ad un prezzo di 97,45 euro, a fronte di una chiusura delle azioni di categoria B pari ad euro 0,84. La borsa riconosce dunque l'ovvio (e rilevantissimo) maggior valore delle une rispetto alle altre categorie di azioni di risparmio di Fondiaria-SAI.

Si è voluto sottolineare questo aspetto per sgombrare il campo da un equivoco che parrebbe emergere da alcune delle richieste di frazionamento azionario di cui ci stiamo occupando. L'equivoco deriva dal fatto che qualche rilievo sottoposto alla Compagnia sembra considerare un fatto in qualche modo pregiudizievole la circostanza che, data la configurazione dei diritti delle azioni A, una volta servito il dividendo privilegiato sostanziale e prioritario (i 6,5 euro) diventa, anno per anno, piuttosto improbabile che le azioni A possano beneficare di ulteriori distribuzioni di utile che fossero deliberate in sede di approvazione del bilancio. La disciplina delle azioni di categoria A, come accade di consueto per le azioni di risparmio, prevede infatti che una volta servito il privilegio sostanziale e prioritario ed una volta avviata la distribuzione anche a favore degli altri soci, i titolari delle azioni di risparmio debbano comunque complessivamente mantenere un certo differenziale rispetto a quanto complessivamente distribuito agli altri soci, differenziale che è per le azioni A fissato nell'importo fisso di euro 5,2. Ciò in concreto significa che nelle normali distribuzioni di utile in presenza di azioni di risparmio, una volta servito il dividendo privilegiato sostanziale e prioritario si procede alla distribuzione alle sole azioni ordinarie sino al raggiungimento del differenziale previsto in statuto. Solo dopo, le azioni di risparmio possono ricevere un "secondo giro" di utile in concorso paritario rispetto alle azioni ordinarie.

Ora, è del tutto evidente che la concreta operatività di tale meccanismo nello specifico caso di Fondiaria-SAI rende del tutto improbabile che *dopo* i 6,5 euro le azioni A possano ricevere a valere sull'utile di un dato esercizio ancora qualcosa (il "secondo giro" di cui si diceva). Ciò infatti potrebbe accadere (per semplicità, si fa riferimento alle sole ordinarie senza contare le azioni B) soltanto ove alle azioni ordinarie fosse distribuito un dividendo unitario di euro 1,3; il che accadrebbe nella irrealistica ipotesi di distribuzione alle ordinarie di un importo *complessivo* (in un solo esercizio!) di circa 1,2 miliardi di euro. Tuttavia, è ovvio che il fatto che le azioni A non parteciperanno ad eventuali "secondi giri" di distribuzione dell'utile di esercizio

non costituisce affatto un "pregiudizio" per le azioni medesime, ma, al contrario, è una mera conseguenza matematica dell'elevatissimo privilegio sostanziale e prioritario (i 6,5 euro) di cui godono. La tutela di un privilegio non può paradossalmente divenire per i soggetti tutelati un pregiudizio!

Sul punto, ricordiamo ancora una volta che, del resto, il reciproco apprezzamento economico – o meglio: le reciproche attese di rendimento – dei diversi titoli Fondiaria-SAI sono riflesse nei corsi di borsa in un modo che si commenta da sé: euro 1,165 per le ordinarie, 0,844 per le azioni di risparmio B, 97,45 per le azioni di risparmio A.

3 (La ragione storica dei diritti patrimoniali delle azioni di risparmio A)

Sempre allo scopo di poter inquadrare con maggiore consapevolezza di insieme lo specifico quesito rivoltoci, è utile ricordare sinteticamente la ragione di un assetto quale è quello testè riepilogato.

La sproporzione - in punto di attese remunerative - tra le due categorie azionarie, in realtà, è frutto delle recenti vicende ed operazioni straordinarie che hanno interessato Fondiaria-SAI, vicende ed operazioni che sono state strutturate nell'intento di escludere ogni possibile rischio di pregiudizio delle uniche azioni di risparmio un tempo in circolazione, e cioè proprio le azioni (oggi) di categoria A. Senza infatti poter qui ripercorrere nel dettaglio tutte le recenti e complesse operazioni poste in essere, oggetto di altro parere, ai fini che ci interessano si deve ricordare come l'attuale *quantità* delle azioni che compongono il capitale sociale di Fondiaria SAI è, in estrema sintesi, il risultato combinato: (i) di una serie di recenti aumenti di capitale, (ii) dell'andamento rapidamente decrescente della quotazione del titolo, e (iii) di operazioni, conseguenti a quanto sub (i) e (ii), di eliminazione del valore nominale delle azioni e di raggruppamenti azionari. Ebbene, nell'ambito di tali operazioni, la scelta è sempre stata quella, come si accennava, di non pregiudicare in alcun modo, nemmeno in via potenziale o indiretta, i privilegi delle azioni di risparmio oggi denominate azioni di categoria A. Per realizzare questo obiettivo, ai fini di quanto a noi interessa, è stato scelto di mantenere del tutto inalterata la misura, *in termini quantitativi assoluti*, del privilegio sostanziale e prioritario, e cioè quei 6,5 euro di cui si è parlato.

Al fine cioè di eliminare in radice il rischio che questa o quella operazione potesse essere considerata lesiva degli interessi degli azionisti di risparmio, le varie operazioni

straordinarie - ed in particolare, per quanto qui di più diretto interesse, le operazioni di eliminazione del valore nominale e di raggruppamento - sono sempre state strutturate in modo da assicurare che il singolo titolare delle vecchie azioni di risparmio (oggi azioni di risparmio A) conservasse il diritto a "prelevare" dagli utili di esercizio il medesimo importo di denaro, e conservasse parimenti il diritto di vedere inalterata, in termini numerici assoluti, la differenza minima tra il proprio dividendo e quello percepito dall'azionista ordinario.

Le operazioni, insomma, sono state strutturate in modo da lasciare intatto il rendimento delle azioni di risparmio, e non semplicemente in meri termini percentuali, ma in termini assoluti, in termini ciò di effettiva quantità di denaro che ciascun socio aveva e tuttora ha il diritto di ricevere in presenza di utili di esercizio. La diversità di scala, se così si può dire, tra le attuali azioni di categoria A e le attuali azioni di categoria B, dunque, trova la propria giustificazione semplicemente nella protezione che si è costantemente accordata all'investimento degli originari azionisti di risparmio, pur in presenza di un crollo del valore delle azioni quasi del 100%.

A prescindere comunque dalle valutazioni su (davvero inesistenti) pregiudizi subiti dagli azionisti di risparmio, le istanze volte a chiedere il frazionamento delle azioni di risparmio di categoria A sono probabilmente occasionate da una constatazione fattuale di per se stessa corretta - quella della sproporzione di scala tra assetto patrimoniale delle une e delle altre azioni di risparmio - ma che, a sua volta, si giustifica semplicemente dalla volontà storica di non creare nessun tipo di pregiudizio anche solo indiretto alle azioni di risparmio originariamente esistenti. Una tale sproporzione di scala, comunque, non può essere corretta dal frazionamento delle sole azioni di categoria A, perché una siffatta operazione non sembra tecnicamente ammissibile.

4 (L'illegittimità di operazioni di frazionamento "parziale" delle azioni)

Iniziamo da un'analisi di carattere generale, che prescinde, come tale, dalla specifica proposta avente ad oggetto la categoria delle azioni di risparmio di categoria A di Fondiaria-SAI.

L'operazione di frazionamento azionario è quella operazione societaria - e cioè decisa dall'assemblea straordinaria mediante una delibera modifica statutaria - mediante la quale i titoli azionari in circolazione (ed è appena il caso di precisare che nulla cambia a seconda che si tratti di titoli rappresentati da certificati azionari o di titoli

dematerializzati) vengono, appunto, frazionati in una pluralità di nuovi titoli, sulla base di un certo rapporto di assegnazione (ad esempio: tre nuovi titoli ogni due vecchi titoli). Prima ancora di richiamare le specifiche disposizioni codicistiche che regolano la materia, è del tutto intuitivo che l'operazione di frazionamento di per sé è, e deve essere, un'operazione *neutra* rispetto ai reciproci rapporti di forza tra soci, nel senso che non può e non deve alterare il "peso" reciproco, amministrativo e patrimoniale, di questo o quel socio. Se infatti l'assemblea potesse frazionare solo le azioni di singoli soci, da ciò deriverebbe... un esproprio a danno degli altri soci. Il numero delle azioni possedute determina infatti la porzione di utile e il peso di voto di ciascun socio: se si potessero moltiplicare i titoli posseduti da un singolo socio senza moltiplicare anche quelli degli altri, questi ultimi, si ripete, subirebbero null'altro che un esproprio del loro investimento.

Questi del tutto ovvi principi trovano preciso riscontro normativo nella disciplina dell'art. 2348 cod. civ., che impone il principio della eguaglianza di valore delle azioni, e nel principio della indivisibilità delle azioni di cui all'art. 2347 cod. civ.. Per le ragioni che si sono appena viste, infatti, l'eventuale frazionamento di soltanto alcune delle azioni in circolazione costituirebbe una palese ed inammissibile violazione del principio di uguaglianza delle azioni, principio appunto codificato nell'art. 2348 cod. civ.. Prima della riforma del 2003, ed ipotizzando l'esistenza di valore nominale delle azioni - circostanza che come vedremo non influisce comunque sul problema- si era ad esempio osservato che *"il principio di indivisibilità delle azioni impedisce una loro divisione da parte del socio, non invece che essa sia operata dalla società"*, divisione che però incontra come ovvio limite "*quello risultante dal primo comma dell'art. 2348, ove si afferma l'inderogabilità della regola di uguaglianza del valore nominale delle azioni e si esclude quindi il frazionamento che ne interessi una parte soltanto oppure non tutte nello stesso modo.*" (C. Angelici, *Le azioni*, in *Il Codice Civile Commentato*, diretto da P. Schlesinger, 1992, p. 22). In eguali termini, si è più di recente osservato come laddove si voglia moltiplicare il numero di titoli in circolazione, "*solo con una operazione sociale (raggruppamento o frazionamento dei titoli azionari) è possibile rispettare il più ampio principio di uguaglianza delle azioni, poiché solo in tal caso l'operazione riguarderà tutti i titoli azionari in circolazione. Invece, qualora il frazionamento fosse consentito anche ai singoli soci, inevitabilmente si sarebbe ammessa l'esistenza di titoli azionari con diritti minori (in caso di frazionamento) o maggiori (in caso di raggruppamento) di altri, con conseguente ed inevitabile violazione del principio di uguaglianza delle azioni. E' quindi opportuno ribadire che il principio di indivisibilità, costituendo corollario del più ampio principio di uguaglianza*

delle azioni non può essere in contrasto con quest'ultimo." (G. Plasmati, *Il problema dei resti nelle S.p.A.*, in *Contratto e Impresa*, I, 2007, p. 214 s.).

In termini ancora analoghi, si è osservato che il presupposto per la legittimità del frazionamento è che la divisione delle azioni "*sia prevista per tutte e non per alcune soltanto* [delle azioni] *ed avvenga nel rispetto dell'uguaglianza del valore nominale, se determinato nello statuto"* (N. Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da G. Cottino, Le Società per azioni, IV, 1, 2010, p. 240), e che *"stante il carattere di unità di misura della singola partecipazione azionaria – cui si ricollega il suo rilevante profilo organizzativo – il suo frazionamento non potrà che avvenire attraverso una modificazione statutaria, e ovviamente non potrà che avvenire che con riferimento a tutte le azioni."* (M. Stella Richter Jr., *"Collegamento" e "raggruppamento" delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1991, p. 411).

La dottrina, come si vede, è dunque del tutto pacifica nel ritenere che *nessuna operazione di frazionamento* vi possa essere se non riferita a *tutte* le azioni in circolazione.

Da un punto di vista tecnico, si noti peraltro che tale conclusione è particolarmente evidente laddove le azioni siano munite di valore nominale. Infatti, secondo l'art. 2346 cod. civ., il valore nominale deve "riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società", non essendo ammissibile, per il solito principio di uguaglianza sopra richiamato, che vi siano azioni, ancorchè di categorie diverse, munite di diverso valore nominale. In presenza di valore nominale, l'operazione di frazionamento azionario si realizza necessariamente mediante la riduzione del valore nominale unitario delle azioni, visto che naturalmente dal frazionamento non può certo derivare alcun incremento di capitale. Ma tale riduzione del valore nominale unitario delle azioni, in forza di quanto disposto dall'art. 2346 cod. civ., non può che avere ad oggetto *tutte* le azioni: il che torna a confermare, se ve ne fosse il bisogno, che il frazionamento azionario non può che riguardare *tutte* azioni in circolazione.

Tale conclusione rimane del tutto ferma anche per il caso di mancata indicazione del valore nominale unitario: il fondamento del divieto è e rimane il principio di uguaglianza e quello di indivisibilità delle azioni, principi che non mutano a seconda che si decida di esprimere o di lasciare inespresso il valore nominale. E del resto, le distorsioni che deriverebbero dal frazionamento parziale di sole alcune azioni prescindono dall'esistenza del valore nominale. Il numero di titoli posseduti è e rimane la base per il calcolo dei diritti patrimoniali ed amministrativi dei soci, e un

frazionamento parziale darebbe in ogni caso luogo ad una illegittima alterazione del loro peso reciproco.

5 (Le aberranti conseguenze di un ipotetico frazionamento solo delle azioni di risparmio di categoria A) Una volta acclarata in termini generali l'inammissibilità di un frazionamento parziale delle azioni rimane da verificare se a diverse conclusioni si debba per avventura pervenire guardando al caso particolare che ci occupa, e quindi nel caso di azioni da un lato prive di valore nominale e dall'altro lato prive del diritto di voto ma dotate di privilegi sugli utili.

Ora, in queste specifico caso, in effetti, un ipotetico frazionamento delle sole azioni A dal punto di vista amministrativo, e cioè dal punto di vista del peso del voto, non produrrebbe naturalmente inconvenienti, dal momento che si tratta appunto di azioni senza diritti di voto. Tuttavia, vi è da dire che non si può escludere, per il futuro, una conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; il che darebbe luogo, ove fosse *medio tempore* intervenuto un frazionamento parziale, ad evidenti distorsioni di difficile gestione.

Dal punto poi di vista patrimoniale, l'eventuale frazionamento dovrebbe naturalmente comportare una corrispondente riduzione del privilegio sostanziale prioritario (i 6,5 euro) di ciascuna azione, riduzione che compenserebbe l'effetto distorsivo del frazionamento rispetto, appunto, al privilegio sostanziale prioritario. Tuttavia, è evidente come una volta soddisfatto il privilegio sostanziale prioritario, ed una volta esaurita la distribuzione alle sole altre azioni in modo da raggiungere il differenziale previsto dallo statuto, l'eventuale "ripresa" della distribuzione a tutte le azioni – ordinarie e di risparmio A e B – risulterebbe in caso di frazionamento parziale gravemente alterata a danno delle azioni ordinarie e di risparmio B, poiché il numero delle azioni di risparmio A da "servire" sarebbe ingiustificatamente maggiore. E se è vero che in concreto è difficile che si dia luogo ad una distribuzione così ampia da arrivare a questo "secondo giro" di distribuzione – lo si è già osservato –, vero è pure che un'operazione anche solo teoricamente così marcatamente lesiva del principio di uguaglianza non può considerarsi legittima per il solo fatto che, alla luce dello stato dell'arte e delle prospettive attuali, non è probabile che illegittima lesione – l'esproprio di cui si è detto – in concreto si produca.

Ma vi è di più. Il frazionamento azionario delle sole azioni di risparmio comporterebbe una indebita alterazione dei reciproci diritti patrimoniali dei soci in

una serie di altre operazioni. Si pensi alla distribuzioni di riserve, che andrebbe a beneficiare in modo più che proporzionale le azioni oggetto del frazionamento. Si pensi agli aumenti gratuiti di capitale, che accrescerebbero in modo ingiustificatamente sproporzionato il possesso azionario degli azionisti di categoria A. Si pensi poi agli effetti di eventuali operazioni di copertura perdite, che ancora una volta penalizzerebbero senza ragione i soci per i quali non vi sia stato frazionamento. Si pensi, ancora, al recesso che vedrebbe privilegiato l'azionista di categoria A perchè conseguirebbe il corrispettivo di un maggior numero di azioni, e si pensi anche al pur solo ipotetico momento del rimborso del capitale ai soci, in cui la porzione di spettanza degli azionisti di categoria A sarebbe, ancora una volta, illegittimamente sproporzionata. Questo ultimo punto merita, ci pare, particolare sottolineatura: le azioni, anche in assenza di valore nominale, rappresentano comunque una porzione di capitale sociale. Frazionarne solo alcune significa alterare senza alcuna giustificazione la porzione di capitale rappresentata dalle une e dalle altre azioni. Il che, come evidente, risulta incompatibile con il principio di uguaglianza.

Lo flessibilità statutaria, si badi, potrebbe forse cercare di introdurre qualche correttivo per qualcuno di questi effetti distorsivi: ma non sembra che ciò possa coprire tutti i possibili casi, e comunque darebbe luogo ad un assetto disciplinare di difficilissima intelligibilità, comprensione e gestione; il che sarebbe tanto più grave considerando che si tratta di una società che deve confrontarsi con il mercato. E comunque, i "correttivi" dovrebbero sempre rispettare il principio della riferibilità del peso del socio all'azione ed ai suoi multipli. Si dovrebbe quindi necessariamente approdare a soluzioni per le quali (i) il peso unitario di *una* azione di una categoria corrisponderebbe al peso di un *pacchetto* di azioni per un'altra categoria, e (ii) il moltiplicatore per una categoria in caso di possesso di più azioni sarebbe diverso da quello applicabile ad altre categorie. Ma questa è una forma organizzativa sconosciuta al tipo società per azioni.

Con il frazionamento asimmetrico (rispetto alle altre categorie di azioni), le azioni post frazionamento di categoria A diventerebbero in realtà "diritti frazionari", che la prassi tollera in occasione di operazioni straordinarie che possono generare resti (fusioni, aumenti di capitale, ecc.), ma solo ed esclusivamente in via *transitoria*. Questi diritti frazionari, si badi, nemmeno sarebbero suscettibili di autonoma quotazione; con il che svanirebbero pure i vantaggi che sembrerebbero, nell'ottica dei proponenti,

derivare dal frazionamento in termini di una più agevole mobilizzazione dell'investimento.

Tornando alla disciplina positiva, ciò che dunque deve essere a nostro avviso sottolineato è che la libertà di creare diverse categorie di azioni, e dunque la possibilità di modulare il principio di uguaglianza all'interno di ciascuna categoria azionaria non può spingersi sino ad ammettere che si possa dare corso a frazionamenti azionari interni alla singola categoria. E questo perchè, come si è visto, pur nell'ambito dell'ampia flessibilità statutaria che il sistema concede, il rischio che ciò si traduca in illegittime alterazioni delle reciproche posizioni tra soci appare evidente e *non* viene dal legislatore accettato. E' proprio la disciplina codicistica che lo chiarisce: l'articolo 2348 cod. civ. assicura la libertà di determinare liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie, ma precisa che tale libertà è subordinata, come è ovvio che sia, al rispetto dei "limiti imposti dalla legge". E l'articolo 2346 cod. civ. introduce uno di questi limiti, che è proprio quello della eguaglianza del valore nominale per tutte le azioni, da cui come si è visto deriva l'impossibilità di una frazionamento parziale dei titoli in circolazione. E' vero che nel nostro caso valore nominale non vi è, ma questo limite dell'art. 2346 costituisce appunto un presidio al principio di uguaglianza, e come tale ci pare che le conseguenze che ne derivano – prima tra tutte il divieto di frazionamento parziale dei titoli – debbano trovare applicazione anche quando il valore nominale rimane inespresso. D'altra parte, il comma successivo del medesimo articolo 2346 chiarisce che in assenza di indicazione del valore nominale, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse: indicazione, questa, che una volta in più conferma la opinione qui espressa, visto che un frazionamento di una parte soltanto delle azioni in circolazione comporterebbe proprio una alterazione di tale rapporto riferita non a tutte ma soltanto ad alcune delle azioni che compongono il capitale sociale.

La proposta di frazionare le sole azioni di risparmio di categoria A, pertanto, deve ritenersi, a nostro avviso, non ammissibile dal momento che (i) contrasta con il principio di uguaglianza quale risultante dalla disciplina degli articoli 2346, 2347 e 2348 del cod. civ., e, conseguentemente (ii) rischierebbe di introdurre indebite alterazioni nei reciproci rapporti delle varie categorie azionarie. Una delibera assembleare che addivenisse ad un siffatto frazionamento sarebbe nulla per illiceità e

impossibilità dell'oggetto, gli amministratori che vi dessero corso sarebbero soggetti a responsabilità, ed il tutto costituirebbe verosimilmente una grave irregolarità idonea ad attivare il procedimento di cui all'art. 2409 cod. civ..

prof. Piergaetano Marchetti

STUDIO LEGALE
PROF. AVV. ORESTE CAGNASSO E ASSOCIATI

prof. avv. Oreste Cagnasso
avv. Marco D'Arrigo
avv. Mariateresa Quaranta
avv. Antonietta D'Orsi
avv. Gianluca Marzulli
avv. Cristina Saracino
avv. Paolo Andrea Ossola
- - -
email: info@cagnasso-associati.it
www.cagnasso-associati.it

via Torricelli, 12
10129 Torino
tel. 011.580.60.68
fax 011.50.14.21
- - -
Galleria Sala dei Longobardi, 2
20121 Milano
tel. 02.76.00.41.04
fax 02.76.00.07.14
- - -
via Calissano, 6
12051 Alba
tel. 0173.44.00.83

Torino, 19 marzo 2013

Gentilissimo
dott. Fabio Cerchiai
Presidente Fondiaria - SAI s.p.a.
corso Galileo Galilei, 12
10126 - Torino

Fondiaria - SAI S.p.A. (assemblea speciale)

Gentilissimo Presidente,

mi è stato chiesto di esprimere il mio parere *pro veritate* in ordine agli effetti sui privilegi di priorità e di maggiorazione, attribuiti agli azionisti di risparmio di categoria A, derivanti dalle modificazioni statutarie deliberate dall'assemblea straordinaria di Fondiaria - SAI s.p.a. in data 27 giugno 2012, che ha eliminato il valore nominale espresso dalle azioni ordinarie e di risparmio; raggruppato tali azioni; introdotto un'ulteriore categoria di azioni di risparmio; aumentato il capitale sociale a pagamento mediante emissione di nuove azioni ordinarie e di azioni di risparmio di nuova categoria, da offrire in opzione agli aventi diritto.

Mi sono stati sottoposti i seguenti documenti:

- l'avviso di convocazione di assemblea speciale degli azionisti di risparmio di categoria A in data 23 - 26 - 27 marzo 2013;

- la relazione del Rappresentante comune degli azionisti di risparmio, avv. Dario Trevisan, in data 1° marzo 2013;

- la relazione del Rappresentante comune degli azionisti di risparmio, dott. Sandro Quagliotti, relativa all'assemblea speciale dell'11 - 12 - 13 aprile 2012;

- la relazione illustrativa degli amministratori per l'assemblea straordinaria del 26 e 27 giugno 2012;

- la relazione del Rappresentante comune degli azionisti di risparmio, dott. Sandro Quagliotti, per l'assemblea speciale del 29 giugno - 2 e 3 luglio 2012, con l'allegato parere circa gli effetti economici sui diritti degli azionisti di risparmio delle delibere dell'assemblea straordinaria dei soci tenuta il 19 marzo 2012 redatto da PKF, nonché il parere sull'eventuale pregiudizio degli azionisti di risparmio di Fondiaria - SAI S.p.A. del 21 maggio 2012 redatto dal prof. avv. Umberto Morera;

- l'integrazione della relazione del Rappresentante comune, dott. Sandro Quagliotti, all'assemblea speciale del 29 giugno - 2 e 3 luglio 2012, con l'allegato parere del prof. avv. Mario Cera in data 1° giugno 2012;

- la nota interpretativa di Fondiaria - SAI S.p.A. in data 15 febbraio 2013.

Al fine di rispondere al quesito mi pare opportuno richiamare, in primo luogo, la disciplina delle azioni di risparmio nella versione contenuta nella legge 7 giugno 1974, n. 216 ed in quella presente nel successivo T.U.F. del 1998.

Alla luce di tali dati normativi esaminerò le regole statutarie sulle azioni di risparmio, con particolare riferimento ai privilegi di priorità e di maggiorazione, nel

testo anteriore alla deliberazione assembleare del 27 giugno 2012 ed in quello successivo.

In conclusione potranno essere messe a confronto le regole statutarie anteriori e successive alle modificazioni introdotte nel giugno dell'anno scorso.

1. Il dato normativo contenuto nella legge 7 giugno 1974, n. 216.

La legge ora richiamata prevede e disciplina per la prima volta nel nostro ordinamento le azioni di risparmio che possono essere emesse da società quotate.

Con particolare riferimento ai diritti patrimoniali ad esse connesse, l'art. 15, nel suoi primi quattro commi, prevede che: "*gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legale, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del 5% del valore nominale dell'azione. Gli utili che residuano dopo l'assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato stabilito nel primo comma, di cui l'assemblea deliberi la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 2% del valore nominale dell'azione. L'atto costitutivo può stabilire il dividendo privilegiato e la maggiorazione in misura superiore a quelle indicate. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura indicata o stabilita, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi*".

La norma contiene quindi la previsione di un privilegio di priorità e di un privilegio di maggiorazione a favore dei titolari di azioni di risparmio (cfr.

ANGELICI, *Le azioni*, in *Codice civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, p. 124 ss.). Come risulta chiaramente dal dato normativo ("*gli utili netti ... **devono** essere distribuiti*"), sussiste un vero e proprio diritto alla corresponsione dell'utile di priorità, che ha come unico presupposto la sua esistenza accertata dal bilancio regolarmente approvato (sotto deduzione della riserva legale).

Si è infatti osservato in dottrina (v. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, p. 68 s.) come "*a prescindere dal problema di verificare se il diritto alla distribuzione del dividendo privilegiato sorga automaticamente con l'approvazione di un bilancio da cui risultino utili sufficienti a soddisfare il privilegio, o se, pur essendo l'assemblea privata di ogni potere discrezionale a riguardo, sia, tuttavia, necessaria una deliberazione di distribuzione, sia indubbio che all'azionista di risparmio spetti una porzione dell'utile distribuibile o, meglio, dell'utile accertato, dedotta solamente la quota da assegnarsi alla riserva legale, in quanto il suo diritto non solo non è toccato da un'eventuale decisione assembleare di non distribuire dividendi, ma, comunque, prevale su ogni assegnazione di quote a eventuali riserve statutarie*".

Per contro, il privilegio di maggiorazione sussiste solo ove l'assemblea deliberi la distribuzione di utili (ulteriori rispetto a quelli in ogni caso spettanti agli azionisti di risparmio quali privilegio di priorità): ciò si desume ancora una volta chiaramente dal dato normativo, ove è previsto che: "*gli utili che residuano dopo l'assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato, **di cui l'assemblea deliberi la distribuzione**, sono ripartiti ...*").

Inoltre, come si deduce dal coordinamento delle regole ora richiamate, il privilegio di maggiorazione non si aggiunge a quello di priorità, nel senso che la differenza del 2% deve essere calcolata tenendo conto di quanto le azioni di risparmio hanno già conseguito in base al privilegio di priorità del 5%.

I diritti di priorità e di maggiorazione previsti dall'art. 15 hanno carattere inderogabile: per essi sono fissati una precisa percentuale (rispettivamente il 5% e il 2%), modificabile solo a favore degli azionisti di risparmio, ed un preciso punto di riferimento, costituito dal valore nominale dell'azione.

La disciplina contenuta nella legge del 1974 appare quindi caratterizzata da una forte rigidità, così da tipizzare in modo largamente inderogabile i connotati delle azioni di risparmio.

Con riferimento al privilegio di priorità, si è sottolineato in dottrina come la posizione attribuita all'azionista di risparmio, nei limiti di tale privilegio, venga sostanzialmente equiparata a quella del socio di società di persone, che ha il diritto di ottenere la ripartizione degli utili accertati (BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e da G. B. Portale, 2, Torino, 1991, p. 77). Anzi in una certa misura la posizione dell'azionista di risparmio è ancora più garantita rispetto a quella del socio di società di persone, dal momento che il diritto alla ripartizione dell'utile previsto a favore di quest'ultimo può essere derogato dal contratto sociale.

2. Il dato normativo contenuto nel T.U.F..

La disciplina delle azioni di risparmio contenuta nel Testo Unico della Finanza del 1998, con la contestuale abrogazione della normativa precedente, rappresenta una profonda innovazione.

L'art 145, comma secondo, stabilisce che "*l'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio*".

A sua volta il comma sette dispone che "*le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, sia in sede di conversione di azioni già emesse*".

E ancora: in conformità al comma ottavo, "*salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento del capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria, ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie*".

Come risulta chiaramente dal dato normativo, il legislatore attribuisce all'autonomia privata l'individuazione del contenuto, delle condizioni e dei limiti del privilegio attribuito agli azionisti di risparmio, con ciò trasformando un sistema, caratterizzato dalla rigidità e dalla tipizzazione di tale categoria di azioni, in uno connotato da un'ampia elasticità e dalla detipizzazione, con la possibilità quindi di prevedere diverse categorie di azioni di risparmio.

Come è stato osservato dalla dottrina, le azioni di risparmio possono essere privilegiate sotto il profilo della distribuzione degli utili: "*in questo caso lo statuto è*

libero di intervenire sia sulla misura del privilegio che sui parametri di riferimento sulla base dei quali individuare il privilegio stesso. Potrà essere previsto un privilegio di preferenza, consistente nell'attribuzione di una percentuale maggiorata di dividendo; oppure un privilegio di priorità, che garantisce il diritto di essere soddisfatti prima di altre categorie di azioni fino ad una determinata percentuale. E' ipotizzabile anche una combinazione dei due tipi di privilegio. Inoltre, la percentuale dell'eventuale maggiorazione potrà essere determinata in misura fissa, variabile o indicizzata. Quanto alla base di calcolo del privilegio, essa potrà essere costituita dal valore nominale delle azioni di risparmio, dal loro prezzo di emissione, dalla loro quotazione media di borsa o dall'ammontare degli utili e delle riserve disponibili risultanti dal bilancio. Lo statuto potrebbe anche prevedere che il diritto alla distribuzione degli utili sorga per effetto della sola delibera di approvazione del bilancio, senza che sia necessaria una successiva delibera di distribuzione di dividendi" (PRESTIPINO, in *Commentario T.U.F.* a cura di F. Vella, Torino, 2012, p. 1541; v. ancora ABRIANI, *Azioni di risparmio,* in *Il Digesto IV edizione. Aggiornamenti*, Torino, 2000, p. 51 ss.; ID., in ABRIANI - AMBROSINI - CAGNASSO - MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale* a cura di G. Cottino, Padova, 2010, p. 274 ss.; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 49 ss.; COSTANTINO, *Le azioni: profili generali e circolazione*, in *Le nuove s.p.a.* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, 2, Bologna, 2013, p. 43 ss.).

Con particolare riferimento alla presenza di categorie di azioni con privilegi sugli utili ed alla scelta da parte dello statuto di emettere azioni senza valore

nominale si è osservato in dottrina che in tali ipotesi "*il privilegio sugli utili potrebbe commisurarsi direttamente all'utile di esercizio risultante dal bilancio approvato; ovvero consistere in una maggiorazione del dividendo rispetto a quello deliberato per le azioni ordinarie; o ancora nella previsione di un dividendo minimo garantito fissato in termini assoluti*" (FIGA' - TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, p. 77).

3. Le regole statutarie anteriori alla deliberazione dell'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012.

L'art. 5 dello statuto prevedeva la misura del capitale sociale e la sua divisione in azioni ordinarie e in azioni di risparmio del valore nominale di un euro ciascheduna.

A sua volta l'art. 6 disponeva che le azioni si dividono in azioni ordinarie e azioni di risparmio; "*alle azioni di risparmio spetta il privilegio nella ripartizione degli utili ...*".

E ancora, in conformità all'art. 27, "*gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti come segue:*

- alle azioni di risparmio un dividendo privilegiato fino al 6,5% del loro valore nominale;

- la rimanenza alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 5,2% del valore nominale

dell'azione; salva la facoltà dell'assemblea di deliberarne in tutta o in parte l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendente della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione ed ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali.

Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 6,5% del loro valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi".

Da tali regole statutarie si deduce quanto segue:

- i titolari delle azioni di risparmio hanno diritto ad un dividendo di priorità in presenza della sola condizione consistente nell'esistenza di utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea (sotto deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge);

- il dividendo di priorità è fissato nella misura del 6,5%;

- il parametro di riferimento di tale percentuale è costituito dal valore nominale dell'azione, pari ad un euro;

- i titolari di azioni di risparmio hanno altresì diritto ad un dividendo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, ma sul presupposto che l'assemblea deliberi la distribuzione di utili: infatti è fatta salva la facoltà di quest'ultima di deliberare, in tutta o in parte, l'assegnazione degli utili a riserve o ad accantonamenti;

- la maggiorazione è fissata nella misura del 5,2%;

- il parametro di riferimento di tale percentuale è costituito dal valore nominale dell'azione, pari ad un euro;

- ciò comporta che le azioni ordinarie non hanno alcun diritto ad un dividendo di priorità;

- ciò comporta ancora che, nel caso di distribuzione di un dividendo ulteriore rispetto a quello necessario per soddisfare il privilegio di priorità previsto per le azioni di risparmio, dovrà essere versato a favore delle azioni ordinarie l'1,3% del valore nominale delle stesse, così che si realizzi una differenza del 5,2% tra il dividendo distribuito alle azioni di risparmio e quello assegnato alle azioni ordinarie; il restante dividendo potrà essere distribuito in pari misura tra le due categorie di azioni, essendosi realizzata la maggiorazione del 5,2% prevista dallo statuto;

- è infine stabilita la disciplina applicabile nel caso in cui venisse assegnato in un esercizio alle azioni di risparmio un dividendo di priorità inferiore al 6,5% del loro valore nominale.

4. Le regole statutarie successive alla deliberazione dell'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012.

L'art. 5 dello statuto nella nuova versione prevede l'ammontare del capitale sociale e la sua divisione in azioni ordinarie senza indicazione di valore nominale; azioni di risparmio di categoria A senza indicazione di valore nominale; azioni di risparmio di categoria B senza indicazione di valore nominale.

L'art. 6 ribadisce che la società può emettere azioni ordinarie, azioni di risparmio di categoria A e di categoria B.

Il sesto comma di tale articolo dispone che "*alle azioni di risparmio spetta il privilegio nella ripartizione degli utili*".

Infine l'art. 27 recita: "*gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti secondo l'ordine che segue:*

- alle azioni di categoria A un dividendo privilegiato fino ad euro 6,5 per azione;

- alle azioni di categoria B un dividendo privilegiato fino al 6,5% della parità contabile delle azioni di categoria B;

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

- quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di categoria A un dividendo inferiore ad euro 6,5 per azione e/o alle azioni di categoria B un dividendo per azione inferiore al 6,5% della parità contabile delle azioni di

categoria B, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi".

Da tali regole statutarie si deduce quanto segue:

- i titolari delle azioni di risparmio di categoria A hanno diritto ad un dividendo di priorità in presenza della sola condizione consistente nell'esistenza di utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea (sotto deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge);

- il dividendo di priorità a favore delle azioni di risparmio di categoria A è fissato nella misura di euro 6,5 per azione: tenuto conto che, prima delle modificazioni statutarie intervenute nel giugno 2012, il dividendo di priorità era fissato nella misura del 6,5% con riferimento al valore nominale dell'azione pari ad un euro e tenuto conto del raggruppamento delle azioni (un'azione ogni cento), **la misura risulta invariata.** In altre parole, prima dell'aumento di capitale, per ogni azione era previsto un dividendo pari al 6,5% del valore nominale dell'azione corrispondente ad un euro e quindi di euro 0,065. Nel caso di cento azioni si avrebbe avuto pertanto un dividendo di euro 6,5;

- i titolari di azioni di risparmio di categoria A hanno altresì diritto ad un dividendo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, ma sul presupposto che l'assemblea deliberi la distribuzione di utili: infatti è fatta salva la facoltà di quest'ultima di deliberare, in tutta o in parte, l'assegnazione degli utili a riserve o ad accantonamenti;

- la maggiorazione è fissata nella misura di euro 5,2 , esattamente pari a quella precedente, tenuto conto che era calcolata sul valore nominale delle azioni di un euro e che le azioni sono state raggruppate (un'azione ogni cento precedenti);

- ciò comporta che le azioni ordinarie non hanno alcun diritto ad un dividendo di priorità;

- ciò comporta ancora che, nel caso di distribuzione di un dividendo ulteriore rispetto a quello necessario per soddisfare il privilegio di priorità previsto per le azioni di risparmio, dovranno essere versati, a favore delle azioni ordinarie, complessivamente euro 1,3, così da realizzare la differenza di euro 5,2 tra il dividendo distribuito (in via prioritaria) alle azioni di risparmio di categoria A e quello assegnato alle azioni ordinarie;

- rimane invariata la disciplina applicabile nel caso in cui venisse assegnato in un esercizio alle azioni di risparmio di categoria A un dividendo di priorità inferiore ad euro 6,5;

- la presenza di azioni di categoria B e di un privilegio di priorità e di maggiorazione a favore di tale categoria di azioni non incide sulla posizione e sui diritti degli azionisti di risparmio di categoria A, dal momento che i diritti concessi agli azionisti di risparmio di categoria B sono postergati rispetto a quelli concessi agli azionisti di categoria A.

5. Il confronto.

Dal confronto tra i privilegi di priorità e di maggiorazione attribuiti agli azionisti di risparmio ora di categoria A prima e dopo l'intervenuta modificazione dell'atto costitutivo della società non risultano differenze.

In particolare la previsione di azioni senza valore nominale, il raggruppamento delle stesse e l'introduzione di una nuova categoria di azioni di risparmio non ha modificato i privilegi nella distribuzione degli utili previsti statutariamente a favore degli azionisti di risparmio, ora divenuti di categoria A.

Alla luce di tali considerazioni, non ritengo quindi necessario l'intervento dell'assemblea speciale al fine di approvare, ai sensi e per gli effetti dell'art. 146 comma I d. lgs. n. 58 / 1998, quanto deciso dall'assemblea straordinaria degli azionisti tenutasi il 27 giugno 2012.

Resto a disposizione per ogni ulteriore approfondimento e chiarimento e porgo i miei più cordiali saluti.

prof. avv. Oreste Cagnasso

PROF. ENRICO LAGHI
ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE
UNIVERSITÀ DI ROMA "LA SAPIENZA"

Spett.le
Fondiaria Sai S.p.A.
Corso Galileo Galilei, 12
10126 – Torino
CF e Partita I.V.A. 00818570012

c.a Ill.mi Sigg.ri
Consiglieri di Amministrazione

Nel mese di marzo 2013, Fondiaria Sai S.p.A. ("Fonsai" o la "Società") mi ha chiesto di esprimere un parere su alcune delle considerazioni contenute nella Relazione del Rappresentante Comune degli Azionisti possessori di Azioni di Risparmio Fondiaria Sai S.p.A. di Categoria A depositata in data 1° marzo 2013 (la "Relazione del RC"); in particolare, mi viene chiesto se l'attribuzione di un "valore assoluto" al privilegio di priorità e di maggiorazione (rispettivamente € 6,5 per azione ed € 5,2 per azione) riconosciuto alle Azioni di Risparmio Fondiaria Sai S.p.A. di Categoria A ("RISP A") all'atto dell'eliminazione del loro valore nominale (pari a € 1 per azione *ante* raggruppamento), unitamente al raggruppamento azionario, definito nel rapporto di n. 1 nuova azione ogni n. 100 azioni possedute, effettuato in occasione dell'aumento del capitale sociale di Fonsai deliberato dall'assemblea straordinaria degli azionisti del 27 giugno 2012 (l'"Aumento di Capitale") abbia determinato un pregiudizio agli azionisti possessori delle RISP A, anche alla luce delle elaborazioni numeriche riportate nella Relazione del RC.

Ai fini della risposta ai quesiti mi sono stati forniti i seguenti documenti:

a) Relazione del RC del 1° marzo 2013;

b) nota interpretativa redatta da Fondiaria SAI in data 15 febbraio 2013 ("Nota Interpretativa");

c) comunicato stampa di Fonsai del 13 settembre 2012 sul completamento dell'esecuzione dell'aumento di capitale deliberato dall'assemblea del 27 giugno 2012;

d) nota di sintesi depositata presso Consob in data 12 luglio 2012, a seguito di comunicazione dell'avvenuto rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione con nota del 12 luglio 2012 protocollo n. 12058721;

h

e) nota informativa depositata presso Consob in data 12 luglio 2012, a seguito di comunicazione dell'avvenuto rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione con nota del 12 luglio 2012 protocollo n. 12058721;

f) documento di registrazione depositato presso Consob in data 12 luglio 2012, a seguito di comunicazione dell'avvenuto rilascio dell'autorizzazione alla pubblicazione con nota del 12 luglio 2012 protocollo n. 12058721;

g) comunicato stampa di Fonsai del 6 luglio 2012 sulle condizioni dell'offerta dell'Aumento di Capitale;

h) comunicato stampa di Fonsai del 28 giugno 2012 sul raggruppamento delle azioni ordinarie e di risparmio;

i) verbale della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di Fonsai tenutasi il 27 giugno 2012, in seconda convocazione;

j) parere redatto dal prof. avv. Mario Cera del 1° giugno 2012;

k) relazione illustrativa redatta dagli amministratori in data 25 maggio 2012 per l'assemblea straordinaria del 26-27 giugno 2012;

l) relazione del rappresentante comune degli azionisti di risparmio del 21 maggio 2012;

m) parere redatto dal prof. Umberto Morena datato 21 maggio 2012;

n) parere di PKF Italia S.p.A. del 21 maggio 2012 circa gli effetti economici sugli azionisti di risparmio delle delibere dell'assemblea straordinaria dei soci tenuta il 19 marzo 2012;

o) relazione del prof. Gianfranco d'Atri dell'11 marzo 2012.

Nel seguito, dopo avere brevemente richiamato, per quanto di interesse ai fini del presente parere, le caratteristiche dell'Aumento di Capitale e i privilegi riconosciuti alle RISP A e alle Azioni di Risparmio di Categoria B ("RISP B") offerte in opzione ai possessori di RISP A in occasione dell'Aumento di Capitale (par. 1), viene sintetizzata la posizione del Rappresentante Comune sulla materia che occupa il presente parere (par. 2) e si esaminano criticamente le elaborazioni numeriche prospettate (parr. 3-6); infine, nel par. 8 si riportano le conclusioni raggiunte all'esito dell'analisi effettuata.

1. Il capitale sociale di Fonsai, *ante* Aumento di Capitale, era pari a € 494.731.136,00 ed era suddiviso in n. 367.047.470 Azioni Ordinarie ("ORD") e in n. 127.683.666 RISP A.

In occasione dell'Aumento di Capitale, le ORD e le RISP A sono state raggruppate nel rapporto di 100 a 1, così da offrire in opzione agli azionisti, n. 252 nuove azioni per ciascuna azione posseduta. In particolare, sono state offerte ai soci complessivamente n. 1.238.658.120 nuove azioni, e, per le precisione, n. 916.895.448[1] Azioni Ordinarie ai titolari di ORD e n. 321.762.672 RISP B ai titolari di RISP A.

Le ORD sono state offerte al prezzo di € 1 per azione (di cui € 0,435 per azione a titolo di sovrapprezzo); le RISP B al prezzo di € 0,565 per azione.

A seguito dell'Aumento di Capitale, il capitale sociale di Fonsai è divenuto pari a € 1.194.572.973,80 e risulta composto di n. 1.243.605.430 azioni, suddivise in:

- n. 920.565.922 ORD, senza indicazione di valore nominale;
- n. 1.276.836 RISP A, senza indicazione di valore nominale;
- n. 321.762.672 RISP B, senza indicazione di valore nominale.

La parità contabile delle azioni Fonsai è pari, pertanto, a € 0,9606 per azione (€ 1.194.572.973,80/1.243.605.430).

Le azioni di risparmio, prive del diritto di voto, attribuiscono ai loro possessori privilegi di natura patrimoniale, riconducibili prevalentemente alla distribuzione degli utili e al rimborso del capitale in sede di liquidazione. Tali diritti si differenziano per le RISP A e le RISP B. In particolare, gli articoli 6 e 27 dello statuto sociale di Fonsai prevedono che:

i) le RISP A hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di € 100,00 per azione;

ii) le RISP B hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di un importo per azione pari alla parità contabile media delle azioni della medesima categoria (intesa come il rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione delle RISP B e il numero complessivo di RISP B esistenti) che, a seguito dell'esecuzione integrale dell'Aumento di Capitale, risulta pari ad € 0,565 per azione ("Parità Contabile delle RISP B");

iii) in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni;

iv) in mancanza di utili di esercizio, l'assemblea avrà la facoltà di deliberare la distribuzione di riserve per assicurare il dividendo minimo garantito o la maggiorazione del dividendo;

[1] Si precisa che il numero di nuove azioni ordinarie offerte ai soci è il risultato del rapporto di cambio per il numero di azioni ordinarie *ante* aumento di capitale considerate al netto di circa n. 32.000 azioni proprie.

v) la riduzione del capitale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni;

vi) gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti secondo l'ordine che segue:

- alle RISP A un dividendo privilegiato fino ad € 6,5 per azione;

- alle RISP B un dividendo privilegiato per azione fino al 6,5% della Parità Contabile delle RISP B (e, dunque, di € 0,0367 per azione: 6,5% di € 0,565);

- la rimanenza alle ORD e alle RISP A e B in modo che alle RISP A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle ORD, in misura pari ad € 5,2 per azione, e alle RISP B un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle ORD in misura pari al 5,2% della Parità Contabile delle RISP B (e, dunque, di € 0,0293 per azione: 5,2% di € 0,565);

- resta salva la facoltà dell'assemblea di deliberarne, in tutto o in parte, l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendenti della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione od ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali;

- quando in un esercizio sia stato assegnato alle RISP A un dividendo inferiore a € 6,5 per azione e/o alle RISP B un dividendo per azione inferiore al 6,5% della Parità Contabile delle RISP B, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

2. Nella Relazione del RC si osserva, in estrema sintesi, per quanto rileva ai fini del presente parere, che:

a) "*(i) l'attribuzione di un valore assoluto dei diritti alle Azioni di Risparmio di Categoria A, unitamente (ii) al raggruppamento delle azioni ha determinato e/o sta determinando una compressione dei diritti degli azionisti di risparmio di Categoria A in termini assoluti*" (p. 16);

b) "*le Azioni di Risparmio di Categoria A, raggruppate, non hanno mantenuto gli stessi diritti a percepire il medesimo dividendo in proporzione ai diritti patrimoniali inerenti la parità contabile teorica implicita cui erano ancorati detti diritti. È come se – non già per effetto di un aumento di capitale che ovviamente determina una diluizione – ma per effetto di una delibera si fosse eliminata la parità contabile teorica da queste espressa cui erano legati i diritti patrimoniali di*

Euro 100 per azione portandola a Euro 1. Ciò con riferimento alla possibilità di concorrere "in misura proporzionale" con le altre azioni alla distribuzione dell'utile, accrescendo contestualmente in misura "non proporzionale" i diritti delle Azioni Ordinarie a vedersi riconoscere una c.d. "retrocessione privilegiata" e/o differenziale in via privilegiata sul monte utili distribuibili, in modo stabile e permanente ed in valore assoluto – di ben 99 volte – rispetto a quelli che sarebbero stati loro riconosciuti in assenza di raggruppamento" (p. 17).

A supporto di tali considerazioni, il Rappresentante Comune presenta alcune elaborazioni aventi ad oggetto, da una parte, la modalità di distribuzione del dividendo illustrata nella Nota Informativa e, dall'altra parte, quella che, secondo la prospettazione del Rappresentante Comune, avrebbe dovuto essere la corretta modalità di ripartizione dell'utile per non determinare un pregiudizio ai portatori di RISP A.

Considerato che le elaborazioni numeriche effettuate dal Rappresentante Comune conducono a risultati, in termini di dividendo da riconoscersi alle RISP A, profondamente diversi da quelli che risultano dalla (corretta) applicazione della Nota Informativa, mi viene chiesto un parere sui calcoli riportati nella Relazione del RC.

Di seguito, le mie osservazioni.

3. Nella Relazione del RC sono contenute sostanzialmente due elaborazioni numeriche: la prima, che ripercorre la modalità di distribuzione del dividendo ai sensi della Nota Informativa; la seconda, che evidenzia quella che avrebbe dovuto essere la modalità di ripartizione del dividendo se si fosse partiti dagli assunti (peraltro erronei) rappresentati dal Rappresentante Comune nella Relazione del RC.

La prima elaborazione numerica formulata dal Rappresentante Comune contiene una imprecisione.

Come si evince dalla Relazione del RC, questi assume che la distribuzione dell'utile da parte di Fonsai debba avvenire, *in primis*, attribuendo, nei limiti dell'utile distribuibile, in via gerarchicamente ordinata in senso di priorità:

a) alle RISP A un dividendo pari a € 6,5 per azione;

b) alle RISP B un dividendo pari a € 0,036 per azione;

c) alle ORD un dividendo pari a € 0,007 per azione.

L'entità complessiva di utili distribuibili necessarie a soddisfare tale ripartizione del dividendo è di € 26.326.852. Fin qui *nulla quaestio*.

L'utile residuo viene poi ripartito, da parte del Rappresentante Comune, nella misura di € 1,3 per azione alle RISP B e alle ORD. Assumendo che la Società abbia tali risorse disponibili, significherebbe distribuire, secondo il Rappresentante

Comune, complessivamente € 1.615.027.172, di cui € 1.196.735.699 alle ORD ed € 418.291.474 alle RISP B.

L'eventuale utile che dovesse ulteriormente residuare dopo avere distribuito, nel complesso, € 1.641.354.024 (€ 1.633.054.590 alle azioni diverse dalle RISP A), sarebbe distribuito a tutte le categorie di azioni indistintamente. Il tutto, come rappresentato in Tabella 1.

TABELLA 1

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo teorico	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile teoricamente distribuibile				
dividendo RISP A (1)	6,5	1.276.836	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,036	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,007	920.565.922	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)			26.326.852	
dividendo ORD (4)	1,300	920.565.922	1.196.735.699	
dividendo RISP B (5)	1,300	321.762.672	418.291.474	
totale dividendi (4+5)			1.615.027.172	
totale dividendi (2+3+4+5)		1.242.328.594	1.633.054.590	
dividendo RISP A	6,5	1.276.836	8.299.434	5,193
dividendo RISP B	1,336	321.762.672	429.874.930	0,029
dividendo ORD	1,307	920.565.922	1.203.179.660	
totale dividendi distribuiti (1+2+3+4+5) *ante* distribuzione paritetica		1.243.605.430	1.641.354.024	

È agevole rilevare, come riportato anche in Tabella 1, che il dividendo così riconosciuto alle RISP A risulterebbe maggiore di € 5,193 rispetto al dividendo riconosciuto alle ORD, ovvero godrebbero di un privilegio di maggiorazione inferiore a € 5,2 per azione, così contravvenendo alla norma statutaria.

In effetti, il Rappresentante Comune, nello svolgimento dell'esemplificazione, interpreta in modo impreciso quanto rappresentato a p. 3 della Nota Informativa.

La Nota Informativa, a p. 3, specifica che "... *(i) alle sole azioni ordinarie, sino a quando a ciascuna azione ordinaria venisse distribuito un importo pari a Euro 0,007, con ciò raggiungendo il differenziale di Euro 0,029 tra quanto distribuito a titolo di dividendo privilegiato alle Azioni di Categoria B e quanto distribuito alle azioni ordinarie; (ii) successivamente, in via paritaria alle azioni ordinarie e alle Azioni di Categoria B, sino a quando a ciascuna azione ordinaria venisse distribuito un importo complessivamente pari ad Euro 1,3, con ciò raggiungendo il differenziale di Euro 5,2 tra quanto distribuito a titolo di dividendo privilegiato alle Azioni di Categoria A e quanto distribuito alle azioni ordinarie; (iii) successivamente ancora, in via paritaria alle azioni ordinarie, alle Azioni di Categoria A ed alle Azioni di Categoria B*".

Poiché, come emerge dalla Tabella 1, alle sole ORD viene attribuito, immediatamente dopo avere distribuito alle RISP A e alle RISP B i rispettivi privilegi di priorità, un dividendo pari a € 0,007, il dividendo da riconoscere alle ORD (e alle RISP B), affinché le RISP A conseguano un privilegio di maggiorazione di € 5,2 per azione rispetto alle ORD non è di € 1,3 per azione come indicato dal Rappresentante Comune, ma di € 1,293. Sommando tale importo a quello precedente ricevuto di € 0,007 si raggiunge la soglia di € 5,2 per azione (€ 6,5 per

azione - € 1,3 per azione) rappresentativa del privilegio di maggiorazione delle RISP A, dopo la quale tutte le azioni ricevono indistintamente lo stesso dividendo.

Nella Tabella 2 si riportano i dati della Tabella 1, opportunamente corretti.

TABELLA 2

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC CORRETTA

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo teorico	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile teoricamente distribuibile				
dividendo RISP A (1)	6,5	1.276.836	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,036	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,007	920.565.922	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)			26.326.852	
dividendo ORD (4)	1,293	920.565.922	1.190.291.737	
dividendo RISP B (5)	1,293	321.762.672	416.039.135	
totale dividendi (4+5)		1.243.605.430	1.606.330.872	
totale dividendi (2+3+4+5)			1.624.358.290	
dividendo RISP A	6,5	1.276.836	8.299.434	5,200
dividendo RISP B	1,329	321.762.672	427.622.591	0,029
dividendo ORD	1,300	920.565.922	1.196.735.699	
totale dividendi distribuiti (1+2+3+4+5) *ante* distribuzione paritetica		1.243.605.430	1.632.657.724	

Il Rappresentante Comune osserva che quanto riportato nella Tabella 1[2] evidenzierebbe il pregiudizio arrecato alle RISP A dalla delibera di Aumento di Capitale; pregiudizio che si sarebbe evidenziato solo con la pubblicazione della Nota Informativa da parte di Fonsai in data 15 febbraio 2013 e che sarebbe rappresentato, nella sostanza, dalla circostanza che, dopo avere ricevuto un dividendo unitario di € 6,5 per azione, sarebbe del tutto irrealistico attendersi che le RISP A percepiscano un'ulteriore dividendo, potendosi realizzare tale fattispecie solo nel caso in cui Fonsai consegua risultati tali da consentirle di distribuire dividendi per oltre € 1.641.354.024 (*recte*: 1.632.657.724).

4. Il Rappresentante Comune individua la causa di tale pregiudizio "*(i)* [nel]*l'attribuzione di un valore assoluto dei diritti alle Azioni di Risparmio di Categoria A, unitamente (ii) al raggruppamento delle azioni*" (p. 16).

Il Rappresentante Comune tenta di dimostrare tale convincimento con una esemplificazione che assume, quale ipotesi, la distribuzione di un dividendo di € 110.977.732.

Il Rappresentante Comune identifica poi due scenari e dal confronto di essi ritiene dimostrato il pregiudizio arrecato alle RISP A:

- il primo scenario è quello della distribuzione del dividendo secondo quanto riportato nella Nota Informativa, ovverosia in conformità con le regole statutarie di Fonsai definite in occasione dell'Aumento di Capitale deliberato in data 27 giugno 2012. Posto che il dividendo ipotizzato non

[2] La correzione effettuata in Tabella 2 non modificherebbe la conclusione del Rappresentante Comune, essendo essa comunque di entità minore.

porta ad assorbire la differenza di € 5,2 per azione che deve intercorrere tra le RISP A e le ORD (ovvero il privilegio di maggiorazione), l'esemplificazione proposta dal Rappresentante Comune non risulta inficiata dall'erronea interpretazione della Nota Informativa prospettata nella Relazione del RC di cui si è detto nel precedente par. 3. Non occorre pertanto apportare correzioni ai dati rappresentati nella Relazione del RC;

- il secondo scenario è quello della distribuzione del dividendo secondo quanto il Rappresentante Comune ritiene che avrebbe dovuto essere per non comprimere i diritti delle RISP A. Posto che, nel caso specifico, il dividendo ipotizzato porta ad assorbire la differenza di € 0,052 per azione che deve intercorrere tra le RISP A e le ORD (privilegio di maggiorazione), l'esemplificazione proposta dal Rappresentante Comune risulta inficiata dall'erronea interpretazione prospettata nella Relazione del RC di cui si è detto nel precedente par. 3. Si dovrebbero pertanto apportare ai dati rappresentati nella Relazione del RC le opportune correzioni[3]. Tuttavia, per chiarezza espositiva, si assume la prospettazione del Rappresentante Comune come se fosse corretta e, poi, in allegato al presente parere, si riportano i dati rettificati degli errori contenuti nella Relazione del RC.

Nella Tabella 3 si riportano i dati utilizzati nella Relazione del RC per la predisposizione del primo scenario; nella Tabella 4 si riportano le risultanze dell'applicazione del secondo scenario, come tratti dalla Relazione del RC (senza dunque correzione alcuna).

TABELLA 3

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			**110.977.732**	
dividendo RISP A (1)	6,5	1.276.836	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,036	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,007	920.565.922	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)			**26.326.852**	
utile residuo			**84.650.881**	
dividendo RISP B (4)	0,068	321.762.672	21.924.548	
dividendo ORD (5)	0,068	920.565.922	62.726.332	
totale dividendi (4+5)		**1.242.328.594**	**84.650.881**	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			**0**	
dividendo RISP A	6,500	1.276.836	8.299.434	6,42186
dividendo RISP B	0,104	321.762.672	33.508.005	0,02900
dividendo ORD	0,075	920.565.922	69.170.293	
totale dividendi		**1.243.605.430**	**110.977.732**	

[3] Tali correzioni - va sottolineato - porterebbero a una distribuzione di dividendi ancora più favorevole alle RISP A rispetto a quella prospettata dal Rappresentante Comune, il quale, dunque, avrebbe addirittura commesso un "errore" a svantaggio della categoria dei possessori di RISP A.

TABELLA 4

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			110.977.732	
dividendo RISP A (1)	0,065	127.683.600	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,036	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,007	920.565.922	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)		1.370.012.194	26.326.852	
utile residuo			84.650.881	
dividendo RISP B (4)	0,013	321.762.672	4.182.915	
dividendo ORD (5)	0,013	920.565.922	11.967.357	
totale dividendi (4+5)		1.242.328.594	16.150.272	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			68.500.609	
dividendo ORD (6)	0,05	920.565.922	46.028.296	
dividendo RISP B (7)	0,05	321.762.672	16.088.133	
dividendo RISP A (8)	0,05	127.683.600	6.984.180	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5-6-7-8)		1.370.012.194	0	
dividendo RISP A	0,1150	127.683.600	14.683.614	0,045
dividendo RISP B	0,0990	321.762.672	31.854.504	0,029
dividendo ORD	0,0700	920.565.922	64.439.614	
totale dividendi		1.370.012.194	110.977.732	

* Il privilegio di maggiorazione è pari a € 0,045 per azione, anziché essere pari a € 0,052 per azione, come avrebbe dovuto accadere accedendo a tale esemplificazione. Il che, tra l'altro, dimostra inequivocabilmente come l'elaborazione numerica prospettata dal Rappresentante Comune sia comunque erronea.

Come è agevole rilevare dal confronto delle Tabelle 3 e 4 la differenza che intercorre tra le due esemplificazioni proposte dal Rappresentante Comune è riconducibile, *in apparenza*, a due soli dati: la misura del privilegio di priorità in valore assoluto riconosciuto alle RISP A e il numero delle RISP A considerate ai fini del calcolo della distribuzione del dividendo: nella Tabella 3 il privilegio in valore assoluto è pari a € 6,5, mentre nella Tabella 4 è pari a € 0,065; le RISP A sono 1.276.836 nella Tabella 3, mentre sono 127.683.600 nella Tabella 4.

Considerato che le risultanze della Tabella 4 sono più favorevoli ai possessori di RISP A rispetto a quelle della Tabella 3, il Rappresentante Comune conclude nel senso che la decisione dell'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012 che ha determinato un privilegio di priorità in valore assoluto a favore delle RISP A, unitamente al raggruppamento azionario deliberato, avrebbero determinato un pregiudizio in capo ai possessori di RISP A.

Tale conclusione, tuttavia, è tanto suggestiva quanto erronea.

La ragione per la quale le due esemplificazioni proposte nella Relazione del RC (e riepilogate nelle Tabelle 3 e 4) giungono a risultati differenti non dipende infatti dalla circostanza che l'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012 ha deliberato un privilegio di priorità in valore assoluto a favore delle RISP A, unitamente al raggruppamento azionario, ma discende dal fatto che il Rappresentante Comune, nella seconda esemplificazione, da una parte, non ha considerato che agli azionisti possessori delle RISP A sono state offerte in opzione le azioni RISP B e, dall'altra parte, ha modificato i termini del rapporto tra RISP A e altre azioni emesse dalla Società (ORD e RISP B), così riducendo artificialmente l'effetto diluitivo connesso all'Aumento di Capitale; effetto che, per stessa ammissione del Rappresentante Comune, risulta fisiologico in ogni aumento di capitale e per ciò stesso non può

costituire ragione per ritenere che sia stato arrecato un danno ad azionisti possessori di una determinata categoria di azioni (nella specie, le RISP A).

In altri termini, la diversità di risultati, in termini di dividendo da riconoscersi alle RISP A nei due scenari prospettati - e in particolare il maggiore dividendo che risulta nello scenario alternativo proposto dal Rappresentante Comune (Tabella 4) - dipende da una artificiale riduzione della diluizione delle RISP A rispetto alle altre categorie di azioni (ORD e RISP B) - realizzata mediante un (impossibile) frazionamento delle sole RISP A (ovvero mancato raggruppamento, sin dall'origine, delle RISP A a fronte del raggruppamento delle altre categorie di azioni - e non certo dalla fissazione del privilegio di priorità in valore assoluto e al raggruppamento azionario di tutte le azioni).

Ancora più chiaramente la diversità di risultati cui si giunge nelle Tabelle 3 e 4 dipende dal fatto che il Rappresentante Comune, in modo del tutto arbitrario e illogico, ha rideterminato il numero delle azioni che compongono il capitale sociale di Fonsai, considerando, per le RISP A, il dato *ante* raggruppamento e per le ORD e le RISP B il dato *post* raggruppamento. In altri termini, il Rappresentante Comune ha rideterminato, a proprio piacimento, il numero di azioni che formano il capitale sociale di Fonsai.

Come emerge chiaramente dalla Tabella 5 - dove sono riportati il capitale sociale di Fonsai quale risulta *post* Aumento di Capitale e quello calcolato dal Rappresentante Comune - il capitale sociale è stato "rideterminato" dal Rappresentante Comune conservando il numero di RISP A quale era *ante* raggruppamento e assumendo il numero di ORD e di RISP B quale risultante *post* raggruppamento: tale evidente incoerenza è la reale ragione della differenza di valori di dividendo riconosciuti alle diverse categorie di azioni quale risulta dalla Tabella 3 e dalla Tabella 4.

D'altro canto, il raggruppamento azionario, di per sé, non produce effetti sulla distribuzione del dividendo alle RISP A, in quanto non incide sul privilegio di priorità né su quello di maggiorazione, purché riguardi tutte le categorie di azioni che formano il capitale della Società. Il che può essere agevolmente riscontrato dimostrando che la distribuzione di dividendo di cui alla Tabella 3 non si sarebbe modificata per il solo fatto del mancato raggruppamento delle azioni ovvero in qualunque ipotesi di raggruppamento/frazionamento azionario si intendesse effettuare. Il tutto, purché, all'atto del raggruppamento/frazionamento, si fosse conservato (come in effetti è accaduto) un privilegio di priorità in valore assoluto pari al 6,5% del valore nominale (*ante* sua eliminazione) risultante *post* raggruppamento/frazionamento e un privilegio di maggiorazione pari al 5,2% del valore nominale (*ante* sua eliminazione) risultante *post* raggruppamento/frazionamento.

Nella Tabella 5 si riporta l'esemplificazione prospettata dal Rappresentante Comune (di cui alla Tabella 3), nell'ipotesi in cui il raggruppamento azionario non fosse stato effettuato.

TABELLA 5

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC
SENZA RAGGRUPPAMENTO

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			110.977.732	
dividendo RISP A (1)	0,065	127.683.600	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,00036	32.176.267.200	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,00007	92.056.592.200	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)		124.232.859.400	26.326.852	
utile residuo			84.650.881	
dividendo RISP B (4)	0,00068	32.176.267.200	21.924.548	
dividendo ORD (5)	0,00068	92.056.592 200	62.726.332	
totale dividendi (4+5)		124.360.543.000	84.650.881	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			0	
dividendo RISP A	0,06500	127.683.600	8.299.434	0,06425
dividendo RISP B	0,00104	32.176.267.200	33.508.005	0,00029
dividendo ORD	0,00075	92.056.592.200	69.170.293	
totale dividendi		124.360.543.000	110.977.732	

Come è agevole rilevare dalla Tabella 5, in assenza di raggruppamento azionario, il dividendo distribuito alle RISP A, alle RISP B e alle ORD è identico a quello calcolato nella Tabella 3, che riproduce l'esemplificazione originaria proposta dal Rappresentante Comune.

Da quanto precede emerge chiaramente come i calcoli effettuati dal Rappresentante Comune siano completamente erronei e fuorvianti.

La differenza tra il calcolo riportato nella Tabella 5 e quello effettuato dal Rappresentante Comune (cfr. Tabella 4) è riconducibile esclusivamente al fatto che nella Tabella 5 si dà per non effettuato il raggruppamento azionario per tutte le categorie di azioni della Società e il valore del privilegio di priorità e di maggiorazione delle RISP A e delle RISP B viene parametrato alla dimensione del numero di azioni rispettando il principio, nel caso delle RISP A, di riconoscere in valore assoluto un privilegio di priorità del 6,5% di € 1 (valore nominale implicito *ante* eliminazione del valore nominale) e di maggiorazione del 5,2% sempre di € 1 (ovvero sia € 0,065 per 1 azione, ovvero € 0,65 per 10 azioni, € 6,5 per 100 azioni nel caso del privilegio di priorità delle RISP A; € 0,052 per 1 azione ovvero € 0,52 per 10 azioni e € 5,2 per 100 azioni nel caso del privilegio di priorità delle RISP A)[4]; diversamente, nel calcolo operato dal Rappresentante Comune si assume la possibilità del raggruppamento delle sole RISP B e delle ORD, ma non delle RISP A. Il che, evidentemente, distorce completamente i risultati dell'analisi condotta.

A conferma di quanto affermato si considerino le seguenti due ipotesi, riportate nelle Tabelle 6 e 7: nella prima, si assume di frazionare tutte le azioni rispetto al valore iniziale, in un rapporto di 1.000 nuove azioni ogni azione posseduta; nella seconda si assume di raggruppare le azioni in un rapporto di 1 nuova azione ogni 1.000 possedute.

[4] Analoghe considerazioni valgono per il calcolo del privilegio di priorità e di maggiorazione delle RISP B.

TABELLA 6

ESEMPLIFICAZIONE CON FRAZIONAMENTO ULTERIORE

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			110.977.732	
dividendo RISP A (1)	0,0065	1.276.836.000	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,000036	321.762.672.000	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,000007	920.565.922.000	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)		**1.243.605.430**	**26.326.852**	
utile residuo			**84.650.881**	
dividendo RISP B (4)	0,000068	321.762.672.000	21.924.548	
dividendo ORD (5)	0,000068	920.565.922.000	62.726.332	
totale dividendi (4+5)		**1.242.328.594.000**	**84.650.881**	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			**0**	
dividendo RISP A	0,006500	1.276.836.000	8.299.434	0,006425
dividendo RISP B	0,000104	321.762.672.000	33.508.005	0,000029
dividendo ORD	0,000075	920.565.922.000	69.170.293	
totale dividendi			**110.977.732**	

TABELLA 7

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC CON ULTERIORE RAGGRUPPAMENTO

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			110.977.732	
dividendo RISP A (1)	6.500	1.277	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	36	321.763	11.583.456	
dividendo ORD (3)	7	920.566	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)		**1.243.605**	**26.326.852**	
utile residuo			**84.650.881**	
dividendo RISP B (4)	1.300	321.763	21.924.548	
dividendo ORD (5)	1.300	920.566	62.726.332	
totale dividendi (4+5)		**1.242.329**	**84.650.881**	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			**0**	
dividendo RISP A	6.500	1.277	8.299.434	6.425
dividendo RISP B	104	321.763	33.508.005	29
dividendo ORD	75	920.566	69.170.293	
totale dividendi		**1.243.605**	**110.977.732**	

Come emerge chiaramente dalle Tabelle 6 e 7, il raggruppamento/frazionamento azionario, unitamente alla fissazione di valori di privilegio di priorità e di maggiorazione in misura fissa equivalente alla situazione *ante* eliminazione del valore nominale (€ 0,065 per azione, ovvero € 0,65 per 10 azioni, € 6,5 per 100 azioni ovvero € 65 per 1.000 e, in astratto, € 0,0065 per un decimo di azione, 0,00065 per un centesimo di azione e 0,000065 per un millesimo di azione) non determinano alcun effetto sulla misura del dividendo delle RISP A.

5. Una volta dimostrato che il raggruppamento/frazionamento azionario non produce effetti sulla misura del dividendo da attribuire alle azioni (RISP A, RISP B e ORD), purché la definizione del privilegio (di priorità e di maggiorazione) in misura fissa riconosciuto alle RISP A sia coerente con l'iniziale misura percentuale calcolata in riferimento al valore nominale originario delle azioni, risulta evidente come il fatto che sia improbabile che, come risulta dalla Tabella 1, le RISP A godano di una ripartizione di dividendi ulteriore rispetto a quella derivante dal calcolo del privilegio di priorità dipende non già dai due fattori indicati dal Rappresentante Comune, quanto essenzialmente dalla cospicua entità della misura fissa del privilegio di priorità (che peraltro tutela i possessori di RISP A).

È agevole, anche in questo caso, infatti, dimostrare che riducendo la misura fissa del privilegio di priorità la probabilità che alle RISP A venga riconosciuta una quota di dividendo ulteriore rispetto a quella derivante dal calcolo del privilegio di priorità cresce, ma la misura del dividendo riconosciuto alle RISP A è sempre inferiore a quella derivante dall'applicazione dei parametri definiti nello Statuto di Fonsai.

Nella Tabella 8 si evidenzia come una riduzione del 50% del privilegio di priorità e di maggiorazione per le RISP A, sostanzialmente dimezza la misura dell'utile teorico oltre il quale vi sarebbe una ripartizione di dividendo ulteriore alle RISP A rispetto alla percezione del dividendo da privilegio di priorità.

Va sottolineato che tuttavia il livello di dividendo che sarebbe riconosciuto alle RISP A, in ipotesi di riduzione della misura del privilegio di priorità e di maggiorazione, sarebbe comunque sempre inferiore a quella derivante dall'applicazione dei parametri definiti nello Statuto di Fonsai. Ad esempio, nell'ipotesi rappresentata in Tabella 8, una misura di dividendo equivalente a quella riportata in Tabella 1 (€ 8.299.434 alle RISP A) si avrebbe con un livello di utili pari a oltre € 4,8 mld, ovverosia circa 3 volte superiori a quelli, già significativi, di cui in Tabella 1 (€ 1.641.354.024).

La riduzione del privilegio, di priorità e di maggiorazione, in misura fissa definito dallo Statuto di Fonsai, dunque, finirebbe per penalizzare i possessori di RISP A e non certo per avvantaggiarli.

TABELLA 8

ESEMPLIFICAZIONE: RIDUZIONE DEL 50% (2 VOLTE) DEL PRIVILEGIO DI PRIORITA' E DI MAGGIORAZIONE IN MISURA FISSA				
Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile teoricamente distribuibile				
dividendo RISP A (1)	3,2500	1.276.836	4.149.717	
dividendo RISP B (2)	0,0360	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,0070	920.565.922	6.443.961	
totale dividendi (1+2+3)		1.243.605.430	22.177.135	
dividendo ORD (4)	0,64300	321.762.672	206.893.398	
dividendo RISP B (5)	0,64300	920.565.922	591.923.888	
totale dividendi (4+5)		1.242.328.594	798.817.286	
totale dividendi (2+3+4+5)			816.844.704	
dividendo RISP A	3,250	1.276.836	4.149.717	2,600
dividendo RISP B	0,679	321.762 672	218.476.854	0,029
dividendo ORD	0,650	920.565.922	598.367.819	
totale dividendi distribuiti (1+2+3+4+5) *oltre* distribuzione paritetica		1.243.605.430	820.994.421	

6. Dalle analisi effettuate emerge dunque come, in effetti, la *reale* ragione della diversità di risultati, in termini di dividendo da riconoscersi alle categorie di azioni (RISP A, RISP B, ORD) cui perviene il Rappresentante Comune, dipenda non dal raggruppamento azionario o dalla dimensione del privilegio (di priorità e di maggiorazione) stabilito in misura fissa dallo Statuto di Fonsai, quanto dalla circostanza che il Rappresentante Comune altera, in modo illogico e

incomprensibile, la proporzione esistente tra le categorie di azioni che compongono il capitale sociale di Fonsai.

Più precisamente, *ante* Aumento di Capitale, il capitale sociale di Fonsai era composto, per circa il 26% da RISP A e per circa il 74% da ORD.

In occasione dell'Aumento di Capitale sono state offerte, in opzione, ai possessori di RISP A, Azioni di Risparmio di Categoria B nella stessa proporzione con la quale sono state offerte Azioni Ordinarie ai possessori di ORD, ovverosia nella proporzione di n. 252 azioni per n. 1 azione posseduta.

Post Aumento di Capitale, il capitale sociale è risultato composto da ORD per circa il 74% e da RISP A e da RISP B per circa il 26%: la proporzione è pertanto rimasta sostanzialmente inalterata tra ORD e RISP (considerate congiuntamente quelle A e quelle B).

Tenuto conto della dimensione dell'Aumento di Capitale, l'effetto diluitivo per i possessori di azioni che non hanno partecipato alla sottoscrizione è risultato rilevante. Le RISP A si sono diluite rispetto alle RISP B e alle ORD in ragione del fatto che in opzione ai possessori di RISP A sono state offerte RISP B.

La riduzione della probabilità di concorrere alla distribuzione del dividendo, *post* incasso di quello di priorità, è pertanto fisiologicamente correlata all'effetto diluizione subìto dalle RISP A; effetto tanto maggiore quanto i possessori di RISP A non abbiano optato per la sottoscrizione delle RISP B, come peraltro loro consentito.

Occorre tuttavia considerare che i possessori di azioni *ante* Aumento di Capitale che non hanno sottoscritto l'Aumento di Capitale per la parte di propria competenza hanno potuto negoziare i diritti di opzione sul mercato.

L'esempio riportato in Tabella 4 del Rappresentante Comune riconfigura, erroneamente, il capitale di Fonsai, rideterminando il numero delle RISP nella misura del 33% del capitale sociale (9% circa le RISP A e 21% circa le RISP B) e quello delle ORD nel 67%. Più precisamente, il Rappresentante Comune identifica quello che avrebbe dovuto essere, a suo modo di vedere, il capitale sociale di Fonsai se non si fosse proceduto al raggruppamento azionario delle sole RISP A e lo calcola nel modo che segue: RISP A: n. 127.683.600; RISP B: n. 321. 762.672; ORD: n. 920.565.922; Totale: n. 1.370.012.194. Il che è erroneo e illogico – essendo stato (correttamente) determinato il capitale sociale in n. 1.243.605.430 (RISP A: 1.276.836; RISP B: 321. 762.672 e ORD: 920.565.922) – e porta, di conseguenza, agli errori di calcolo poi commessi dal Rappresentante Comune nelle elaborazioni successive.

7. Da ultimo, appare opportuno effettuare alcune considerazioni di ordine generale sul valore del privilegio (di priorità e di maggiorazione) in misura fissa stabiliti in occasione dell'Aumento di Capitale in favore delle RISP A.

Innanzi tutto, si osserva che il privilegio di priorità di € 6,5 per azione delle RISP A rappresenta un rendimento del 677% rispetto alla parità contabile delle azioni (€ 0,9606 per azione) riveniente dall'Aumento di Capitale (€ 6,5/0,9606), a fronte di un privilegio di priorità delle RISP B del 6% circa (€ 0,036/0,565).

Va poi rilevato che, quand'anche si volesse fare riferimento all'esemplificazione proposta dal Rappresentante Comune nella Tabella 3 (come risultante dalla Tabella 4; valori corretti), il rendimento unitario delle RISP A, pari a € 6,5 per azione, rappresenterebbe, ancora una volta, un rendimento sulla parità contabile di € 0,9606 del 677%, a fronte di un rendimento delle RISP B del 138% sulla medesima parità contabile (235% sulla Parità Contabile delle RISP B di € 0,565) e delle ORD del 135% (sempre sulla parità contabile di € 0,9606). A ciò aggiungasi che, sempre in questa esemplificazione, il dividendo unitario delle RISP A sarebbe comunque 5 volte più elevato di quello delle ORD e 1,02 volte quello delle RISP B.

Ancora, va segnalato che nell'esemplificazione proposta in Tabella 3 che replica quella riportata nella Relazione del RC a titolo di spiegazione della Nota Informativa, su di un dividendo di oltre € 110 mln, il rendimento unitario delle RISP A, pari a € 6,5 per azione, rappresenterebbe un rendimento sulla parità contabile di € 0,9606 sempre pari al 677%, a fronte di un rendimento delle RISP B dell'11% sulla medesima parità contabile (18% sulla Parità Contabile delle RISP B di € 0,565) e delle ORD dell'8% (sempre sulla parità contabile di € 0,9606). A ciò aggiungasi che il dividendo unitario delle RISP A sarebbe oltre 86 volte più elevato di quello delle ORD e oltre 62 volte quello delle RISP B.

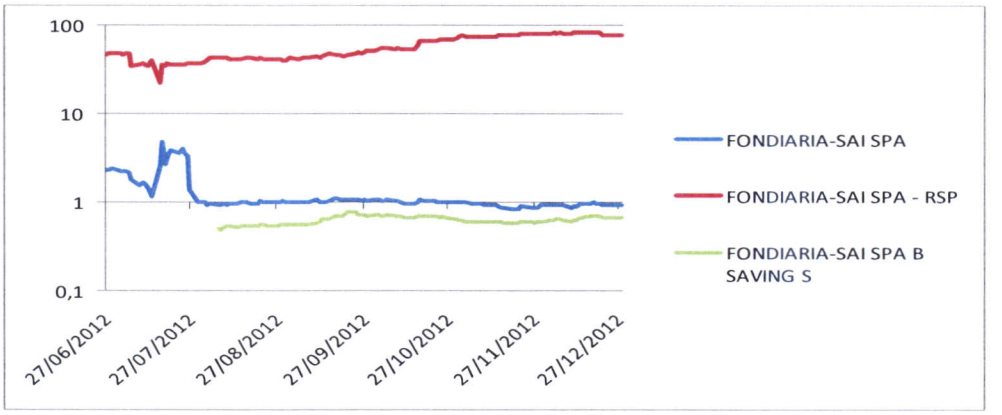
Si tratta di differenziali enormi che spiegano le ragioni dall'andamento del corso azionario delle RISP A rispetto alle ORD e alle RISP B.

Dalla data del 27 giugno 2012 le RISP A quotano, infatti, valori medi pari a € 57,3 mentre le ORD quotano intorno a € 1,29 e le RISP B € 0,64. A ciò aggiungasi che, a fronte di un andamento crescente del corso azionario delle RISP A, le ORD e le RISP B hanno fatto segnare una diminuzione di prezzo tra la data della delibera di Aumento di Capitale e la chiusura dell'esercizio 2012 (cfr. Tabella 9 e Grafico 1).

TABELLA 9

Fondiaria Sai	27/06/2012	27/09/2012	28/12/2012	Media
Azioni ordinarie	1,4	1,084	0,949	1,29
Azioni risparmio A	37,64	50,15	79,65	57,30
Azioni risparmio B	na	0,727	0,6705	0,64

Grafico 1



La differenza tra il prezzo delle RISP A, da una parte, e il prezzo delle ORD e delle RISP B, dall'altra parte, pari a oltre 50 volte, è motivata proprio dalla differente remunerazione in termini di dividendo riconosciuto alle RISP A. Più in particolare, la differenza di quotazione tra RISP A e RISP B, a parità di diritti amministrativi, è solo collegata al diverso valore dei diritti patrimoniali.

È altresì da sottolineare che sul mercato italiano una distanza così rilevante tra quotazioni delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie della stessa società non è dato riscontrarla, a conferma della rilevanza del valore del privilegio riconosciuto alle RISP A.

Dall'esame del campione di società del FTSE MIB Index e delle imprese bancarie/assicurative del FTSE All Share Index caratterizzate da azioni di risparmio quotate nel triennio 2010-2012 risulta che il rapporto tra il prezzo delle azioni di risparmio e il prezzo delle azioni ordinarie è compreso in un *range* tra il 55% e il 376% mentre lo stesso rapporto relativo alle stesse categorie di azioni Fonsai risulta in media pari al 2.971%. E ancora più rilevante è il fatto che, *post* Aumento di Capitale, tale rapporto è risultato del 5.418% per le azioni Fonsai (RISP A vs ORD) a fronte di rapporti enormemente inferiori tra azioni di risparmio e azioni ordinarie delle altre società esaminate (cfr. Tabella 10).

TABELLA 10

Società	B Carige	B Desio	Unicem	Exor	Fiat	Fiat Ind	Fonsai	Impregilo	Intesa	Telecom Italia	Unicredit
Valore medio triennio 2010-2012	16%	97%	55%	80%	78%	65%	**2.971%**	376%	82%	83%	203%
Valore medio 27/06/2012-28/12/2012	181%	102%	49%	84%	na	na	**5.418%**	423%	82%	86%	280%

Infine, va sottolineato che, ove si ponessero a confronto l'ipotesi di distribuzione di un utile nel caso di non effettuazione dell'Aumento di Capitale e nel caso di effettuazione dell'Aumento di Capitale e si assumesse che i possessori di RISP A sottoscrivano per intero le RISP B loro offerte – così da evitare, nella comparazione, gli effetti distorsivi conseguenti alla diluizione – ci si accorgerebbe che

l'ammontare dei dividendi che riceverebbe il possessore di RISP A nell'ipotesi effettuazione dell'Aumento di Capitale sarebbe superiore a quello che avrebbe ricevuto senza effettuazione dell'Aumento di Capitale.

Al fine di dimostrare quanto precisato, si consideri lo stesso esempio riportato nella Tabella 3, si ipotizzi che ciascun possessore di RISP A sottoscriva l'Aumento di Capitale – e dunque riceva 252 RISP B per ogni RISP A posseduta – e si replichi l'esercizio di distribuzione del dividendo con la struttura del capitale *ante* Aumento di Capitale.

Da tale calcolo si evince che un azionista possessore di n. 1 azione RISP A *ante* Aumento di Capitale avrebbe ricevuto, in ipotesi di un utile distribuibile di € 110.977.732, un dividendo unitario di € 26,3. Nel caso di Aumento di Capitale e di sottoscrizione delle RISP B, lo stesso azionista avrebbe n. 1 azione RISP A e n. 252 RISP B e riceverebbe € 6,5 per la RISP A posseduta ed € 26,2 per le RISP B possedute (€ 0,104 per n. 252 RISP B). Egli pertanto riceverebbe un dividendo complessivo di € 32,7 per le azioni di risparmio detenute (1 RISP A e 252 RISP B); importo superiore agli € 26,3 per azione che avrebbe ricevuto senza Aumento di Capitale. Il tutto, come rappresentato nella Tabella 11 che segue.

TABELLA 11

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Priv. di magg.ne per azione rispetto ORD	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Priv. di magg.ne per azione rispetto ORD
utile distribuibile (0)			**110.977.732**				**110.977.732**	
dividendo RISP A (1)	6,5000	1.276.836	8.299.434		6,5000	1.276.836	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,0360	321.762.672	11.583.456					
dividendo ORD (3)	0,0070	920.565.922	6.443.961		1,3000	3.670.474	4.771.616	
totale dividendi (1+2+3)		**1.243.605.430**	**26.326.852**			**4.947.310**	**13.071.050**	
utile residuo			**84.650.880**				**97.906.682**	
dividendo RISP B (4)	0,06814	321.762.672	21.924.548		19,8	1.276.836	25.268.434	
dividendo ORD (5)	0,06814	920.565.922	62.726.332		19,8	3.670.474	72.638.248	
totale dividendi (4+5)		**1.242.328.594**	**84.650.880**			**4.947.310**	**97.906.682**	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			**0**				**0**	
dividendo RISP A	6,500	1.276.836	8.299.434	6,42	26,3	1.276.836	33.567.868	5,20
dividendo RISP B	0,104	321.762.672	33.508.005					
tot. RISP A + RISP B	**0,129**	**323.039.508**	**41.807.439**			**1.276.836**	**33.567.868**	
dividendo ORD	0,075	920.565.922	69.170.293	0,029	21,1	3.670.474	77.409.864	
totale dividendi		**1.243.605.430**	**110.977.732**			**4.947.310**	**110.977.732**	
dividendo per azione RISP A posseduta + 252 RISP B	**32,7**				**26,3**			
dividendo per azione ORD posseduta	**19,0**				**21,1**			

8. In conclusione, dalle considerazioni svolte nel presente parere, si può affermare che: (i) le elaborazioni numeriche riportate nella Relazione del RC, volte a dimostrare che alle RISP A avrebbe dovuto essere riconosciuto un dividendo maggiore di quello conseguente alla (pretesamente) pregiudizievole applicazione del criterio di cui alla Nota Informativa del 15 febbraio 2013 sono destituite di fondamento; (ii) le ragioni addotte dal Rappresentante Comune per spiegare le ragioni del (preteso) pregiudizio sopportato dalle RISP A nella distribuzione del dividendo *post* Aumento di Capitale del 27 giugno 2012 – ovverosia il

raggruppamento azionario e la fissazione di un privilegio (di priorità e di maggiorazione) in valore assoluto decisi dall'assemblea degli azionisti di Fonsai del 27 giugno 2012 – sono erronee, al pari del (preteso) "rimedio" identificato dal Rappresentante Comune, costituito da un ipotetico frazionamento delle sole RISP A (o meglio, dall'annullamento per le sole RISP A dell'intervenuto raggruppamento deciso dall'assemblea degli azionisti del 27 giugno 2012).

°_°_°

Il presente parere si compone di n. 18 pagine siglate e numerate e di n. 1 allegato.

°_°_°

Roma, 19 marzo 2013

Enrico Laghi

Allegato 1

Tabella 4 riportata nel parere, corretta dell'errore compiuto dal Rappresentante Comune (e replicato al solo fine di favorire la comparazione dei dati contenuti nel presente parere con quelli riportati nella Relazione del RC).

TABELLA 4 rettificata

ESEMPLIFICAZIONE DA RELAZIONE RC

Ripartizione utili (€)	Dividendo unitario	N. azioni	Dividendo complessivo	Privilegio di maggiorazione per azione rispetto alle ORD
utile distribuibile (0)			110.977.732	
dividendo RISP A (1)	0,0650	127.683.600	8.299.434	
dividendo RISP B (2)	0,0360	321.762.672	11.583.456	
dividendo ORD (3)	0,0007	920.565.922	644.396	
totale dividendi (1+2+3)		1.370.012.194	20.527.286	
utile residuo			90.450.446	
dividendo RISP B (4)	0,0060	321.762.672	1.930.576	
dividendo ORD (5)	0,0123	920.565.922	11.322.961	
totale dividendi (4+5)		1.242.328.594	13.253.537	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5)			77.196.909	
dividendo ORD (6)	0,056	127.683.600	7.194.665	
dividendo RISP B (7)	0,056	321.762.672	18.130.557	
dividendo RISP A (8)	0,056	920.565.922	51.871.687	
utile residuo per tutte le categorie di azioni (0-1-2-3-4-5-6-7-8)		1.370.012.194	0	
dividendo RISP A	0,1213	127.683.600	15.494.099	0,0520
dividendo RISP B	0,0983	321.762.672	31.644.589	0,0290
dividendo ORD	0,0693	920.565.922	63.839.044	
totale dividendi		1.370.012.194	110.977.732	