ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI

26 gennaio 2015 – unica convocazione

ASSEMBLEA SPECIALE DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI CATEGORIA B

27 gennaio 2015 – unica convocazione

ASSEMBLEA SPECIALE DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI CATEGORIA A

27 gennaio 2015 – unica convocazione

Integrazione
alle relazioni illustrative del Consiglio di Amministrazione predisposte
per l'Assemblea Straordinaria del 26 gennaio 2015
e
per le Assemblee Speciali del 27 gennaio 2015

(*redatta su richiesta della Consob ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998*)

Via Stalingrado 45 – 40128 Bologna, Capitale sociale Euro 1.996.129.451,62 i.v. – Registro delle Imprese di Bologna, Codice Fiscale e Partita IVA n. 00818570012, R.E.A. 511469 – società autorizzata all'esercizio delle assicurazioni e iscritta alla Sez. I dell'Albo Imprese presso l'IVASS al n. 1.00006; soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF; facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol, iscritto all'Albo dei gruppi Assicurativi al n. 046

La presente documentazione non costituisce un'offerta o un invito a sottoscrivere o acquistare titoli. I titoli cui si fa riferimento non sono stati e non saranno registrati negli Stati Uniti ai sensi dell'United States Securities Act del 1933 (come successivamente modificato) (il "Securities Act") o in Australia, Canada o Giappone nonché in qualsiasi altro paese in cui tale offerta o sollecitazione sia soggetta all'autorizzazione da parte di autorità locali o comunque vietata ai sensi di legge. I titoli ivi indicati non possono essere offerti o venduti negli Stati Uniti o a U.S. Persons salvo che siano registrati ai sensi del Securities Act o in presenza di un'esenzione alla registrazione applicabile ai sensi del Securities Act. Copie di questo documento non vengono preparate né possono essere distribuite o inoltrate negli Stati Uniti, in Canada, Australia o Giappone.

These materials do not constitute an offer or an invitation to subscribe for or purchase any securities. The securities referred to herein have not been registered and will not be registered in the United Stated under the U.S. Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act") or in Australia, Canada or Japan or any other jurisdiction where such an offer or solicitation would require the approval of local authorities or otherwise be unlawful. The securities may not be offered or sold in the United States or to U.S. Persons unless such securities are registered under the Securities Act or an exemption from the registration requirements of the Securities Act is available. Copies of these materials are not being made and may not be distributed or sent into the United States, Canada, Australia or Japan.

Signori Azionisti,

su richiesta formulata dalla Consob con lettera del 22 gennaio 2015 ai sensi e per gli effetti dell'art. 114, comma 5, del D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (il "**TUF**"), forniamo qui di seguito alcune informazioni integrative dei contenuti delle relazioni illustrative predisposte dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("**UnipolSai**" o la "**Società**") – ai sensi dell'art. 125-*ter* del TUF (le "**Relazioni**") – per l'Assemblea Straordinaria e per le competenti Assemblee Speciali chiamate a pronunciarsi, rispettivamente in data 26 e 27 gennaio 2015, sulla proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A (le "**Azioni di Risparmio di Categoria A**") e delle azioni di risparmio di categoria B (le "**Azioni di Risparmio di Categoria B**" e, insieme alle Azioni di Risparmio di Categoria A, le "**Azioni di Risparmio**") in azioni ordinarie di UnipolSai e di adozione delle conseguenti modifiche statutarie (complessivamente, l'"**Operazione**" o la "**Conversione**").

Per il significato dei termini qui di seguito indicati con la lettera maiuscola e non espressamente definiti si rinvia alle Relazioni.

In primo luogo, si precisa che le integrazioni qui di seguito fornite riprendono, fra l'altro, quanto già pubblicato sul sito *internet* della Società (all'indirizzo www.unipolsai.com sezione *governance/assemblee*) in data 22 gennaio 2015, prima che la Consob trasmettesse a UnipolSai la richiesta sopra richiamata, in risposta alle domande e alle richieste di contenuto analogo formulate dal rappresentante comune dei possessori di Azioni di Risparmio di Categoria A (il "**Rappresentante Comune**").

La risposta della Società alle domande e alle richieste formulate dal Rappresentante Comune è qui allegata, comprensiva della lettera del Rappresentante Comune del 22 dicembre 2014, nonché dei pareri all'uopo resi alla Società dal Prof. Piergaetano Marchetti e dal Prof. Enrico Laghi; tale risposta si intende qui integralmente richiamata.

Con la propria lettera del 22 gennaio 2015, la Consob ha richiesto alla Società:

"*di indicare se abbia valutato e, in caso affermativo, con quali esiti:*

a) *la prosecuzione del giudizio in caso di approvazione della proposta di conversione in oggetto e la destinazione del fondo comune costituito ai sensi dell'art. 146 del TUF con deliberazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio tenutasi in data 13 aprile 2012;*

b) *l'influenza che l'esito del citato contenzioso potrà avere sui proposti rapporti di conversione;*

c) *l'eventuale previsione di misure in favore dei medesimi azionisti di risparmio di categoria A nel caso di accoglimento in giudizio delle richieste avanzate innanzi al Tribunale di Torino;*

d) *l'eventuale previsione di misure compensative in favore degli azionisti di risparmio atte a riequilibrare gli effetti delle determinazioni in merito alla distribuzione di eventuali utili relativamente all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014 sui rapporti di conversione già fissati tra le azioni di risparmio e quelle ordinarie con particolare riferimento a quelle di categoria A.*"

Con riferimento, inoltre, alle condizioni di efficacia della conversione e, in particolare, alle condizioni relative al "complessivo valore di liquidazione" delle azioni di risparmio di categoria A e B per le quali sarà eventualmente esercitato il recesso, si richiede di precisare:

a) *le motivazioni sottostanti la fissazione del valore massimo per l'esercizio del diritto di recesso (30 milioni di euro) e del valore di liquidazione delle azioni di risparmio*

eventualmente oggetto del predetto diritto;

b) *in quale momento sarà effettuata la verifica dell'avveramento delle condizioni, tenuto conto che il valore di liquidazione potrà essere quantificato al termine del procedimento di liquidazione previsto dall'art. 2437-quater del codice civile;*

c) *le modalità con le quali la Società potrà eventualmente rinunciare alle condizioni di efficacia della conversione, indicando, in particolare, l'organo societario competente a deliberare in merito all'eventuale rinuncia*".

** *** **

Premesso quanto sopra, si riportano qui di seguito le risposte e le considerazioni della Società in merito alle richieste di informazioni formulate dalla Consob, distintamente per ciascuno dei punti dalla stessa evidenziati.

A. Con riferimento al contenzioso in essere innanzi al Tribunale di Torino fra gli Azionisti di risparmio di categoria A e la Società (il "**Contenzioso**") relativo alle delibere assunte in occasione dell'Assemblea dei Soci del 19 marzo 2012 e del 27 giugno 2012 (le "**Delibere del 2012**"), fermo restando che, ad avviso della Società, le pretese fatte valere dal Rappresentante Comune nel Contenzioso sono inammissibili e comunque del tutto infondate in fatto e in diritto, si precisa quanto segue:

a) ogni valutazione sull'eventuale prosecuzione del Contenzioso a valle della Conversione non spetta alla Società, dipendendo essa dalle determinazioni che la competente Autorità giudiziaria potrà in proposito assumere. Con riguardo alla destinazione del fondo comune costituito ai sensi dell'art. 146 del TUF, qualora il giudice dovesse disporre che il giudizio pendente innanzi al Tribunale di Torino prosegua anche a valle della Conversione e che il Rappresentante Comune conservi la propria legittimazione processuale e sostanziale in qualità di organo rappresentativo di interessi di categoria, tale fondo potrà essere ancora utilizzato da quest'ultimo a copertura dell'eventuale esborso derivante dalle spese di giudizio;

b) il Contenzioso avviato dal Rappresentante Comune si colloca in un contesto del tutto estraneo alla Conversione, talché in nessun caso il rapporto di Conversione proposto risentirebbe degli esiti del Contenzioso medesimo. Al riguardo, si evidenzia che una cosa è il rapporto di Conversione determinato sulla base di metodi di mercato, altra e diversa cosa è l'eventuale pretesa al risarcimento dell'asserito danno che taluni Azionisti di risparmio di categoria A intendessero far valere nei confronti della Società in conseguenza delle Delibere del 2012;

c) per le ragioni di cui sopra, nell'ambito della Conversione non è prevista alcuna misura in favore degli Azionisti di risparmio di categoria A nella denegata ipotesi in cui le richieste avanzate dal Rappresentante Comune innanzi al Tribunale di Torino venissero accolte. In proposito, si segnala che il Giudice istruttore, con provvedimento dell'8 gennaio 2015, ha fissato per il 17 giugno p.v. l'udienza per la precisazione delle conclusioni, evidenziando che "*[…..] prima di dare corso all'istruttoria, tenuto conto delle eccezioni preliminari sollevate da FONDIARIA SAI potenzialmente idonee a definire il giudizio appare opportuno rimettere la causa in decisione*";

d) non vi sono elementi connessi alla distribuzione di un eventuale dividendo che possono incidere sui rapporti di Conversione, la cui determinazione è avvenuta sulla base di metodi di mercato, facendo riferimento – nell'ambito dell'analisi relativa ai rapporti di Conversione impliciti nelle medie dei prezzi – al rapporto tra prezzi ufficiali e medie aritmetiche semplici dei prezzi ufficiali:

(i) utilizzando quali periodi di riferimento il 7 gennaio 2014 e 2 settimane, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti a detta data;

(ii) utilizzando quali periodi di riferimento il 28 novembre 2014 e 2 settimane, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti a detta data, nonché la media delle quotazioni nel periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 e il 28 novembre 2014 (ultimo giorno di quotazione prima della delibera del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai sulla proposta di Conversione).

Tale metodologia risulta in linea con altre operazioni di conversione avvenute in precedenza, che prevedevano, come nel caso di specie, l'efficacia della conversione dopo lo stacco del dividendo.

B. Per quanto riguarda le condizioni di efficacia della Conversione, si precisa quanto segue:

a) la soglia prevista quale valore massimo per l'esercizio del diritto di recesso risponde a logiche di carattere patrimoniale e finanziario ed è stata valutata tenuto conto, fra l'altro, della misura e della composizione qualitativa del capitale regolamentare che risulteranno ad esito della Conversione; il valore di tale soglia risulta in linea con la media degli ammontari massimi fissati per il recesso in precedenti operazioni similari, tutte disponibili al pubblico. Da un'analisi di detti precedenti emerge, infatti, che l'incidenza media dell'ammontare massimo dei recessi sulla capitalizzazione di mercato della categoria i cui titoli avrebbero potuto essere oggetto di recesso è sostanzialmente allineata a quella individuata dalla Società. Relativamente al valore di liquidazione delle Azioni di Risparmio eventualmente oggetto di recesso, si ribadisce che lo stesso è stato determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter* del codice civile, facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura sul mercato azionario nei sei mesi che hanno preceduto la pubblicazione dell'avviso di convocazione delle relativa Assemblee Speciali (e, quindi, nei sei mesi precedenti venerdì 28 novembre 2014, estremo incluso). Lo statuto sociale non deroga al criterio legale sopra menzionato;

b) anche il momento per la verifica del superamento o meno della soglia massima allo scadere del termine per l'esercizio del diritto di recesso e la facoltà della Società di rinunciare a tale condizione risultano in linea con quanto avvenuto in precedenti operazioni di conversione.

Come riportato nelle Relazioni, si ricorda che:

- la verifica dell'avveramento della condizione in esame sarà effettuata al termine del periodo per l'esercizio del diritto di recesso, distintamente per le Azioni di Risparmio di Categoria A e per le Azioni di Risparmio di Categoria B;
- la Società darà comunicazione dell'eventuale rinuncia mediante avviso pubblicato sul sito *internet* della Società medesima e su almeno un quotidiano a diffusione nazionale entro quaranta giorni lavorativi dalla chiusura del periodo per l'esercizio del diritto di recesso;
- al termine del periodo per l'esercizio del diritto di recesso, qualora non si sia verificato il superamento delle soglie dei recessi ovvero la Società abbia comunicato di rinunciare alle condizioni, sarà avviata la procedura di liquidazione delle Azioni di Risparmio eventualmente oggetto di recesso, prima mediante offerta in opzione e prelazione a

tutti gli altri Soci (indipendentemente dalla categoria di appartenenza) e poi, ove dovessero rimanere azioni di risparmio invendute, mediante offerta in Borsa;

c) il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, nella riunione del 30 novembre 2014, in sede di approvazione della proposta di Conversione, ha attribuito al Presidente e all'Amministratore Delegato, disgiuntamente fra loro, il potere di rinunciare eventualmente alla condizione in questione, con riferimento a una o entrambe le categorie di Azioni di Risparmio.

Bologna, 24 gennaio 2015

Allegati: Risposte di UnipolSai alle domande a richieste formulate dal Rappresentante Comune degli Azionisti di risparmio di categoria A

[PAGINA VOLUTAMENTE LASCIATA IN BIANCO]

RISPOSTE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.

ALLE DOMANDE E ALLE RICHIESTE

FORMULATE DAL RAPPRESENTANTE COMUNE

DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI CATEGORIA A

Redatte anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 127-ter del D.Lgs. 58/1998.

Signori Azionisti,

il presente documento fornisce le risposte di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (la "**Società**" o "**UnipolSai**") alle domande e alle richieste formulate dal rappresentante comune (il "**Rappresentante Comune**") dei possessori di azioni di risparmio di categoria A della Società (le "**Azioni di Risparmio A**"), prima con lettera del 22 dicembre 2014 (Allegata *sub* A) e poi nella relazione del Rappresentante Comune depositata in data 6 gennaio 2015 (la "**Relazione del Rappresentante Comune**"), in vista dell'assemblea speciale dei possessori di Azioni di Risparmio A convocata dal Consiglio di Amministrazione della Società per il 27 gennaio 2015, alle ore 15.00, in unica convocazione (l'"**Assemblea Speciale**") con all'ordine del giorno l'approvazione – ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), del D.Lgs. 58/1998 (il "**TUF**") – della deliberazione dell'assemblea straordinaria della Società concernente la conversione obbligatoria delle Azioni di Risparmio A, oltre che delle azioni di risparmio di categoria B della Società (le "**Azioni di Risparmio B**"), in azioni ordinarie e connesse modifiche statutarie (la "**Conversione**" o l'"**Operazione**").

Alla Relazione del Rappresentante Comune risultano allegati i seguenti documenti:

1) in conseguenza del deposito effettuato in data 6 gennaio 2015, la relazione predisposta dal Rappresentante Comune in vista dell'assemblea speciale dallo stesso convocata per il giorno 26 gennaio 2015, ore 14:30, in unica convocazione (insieme alla Relazione del Rappresentante Comune, le "**Relazioni del Rappresentante Comune**"), per discutere e deliberare sui seguenti punti all'ordine del giorno: (i) "*Informativa del Rappresentante Comune in ordine alle iniziative intraprese dal medesimo a tutela della categoria nei confronti di UnipolSai S.p.A. e sull'utilizzo del Fondo Comune ex art. 146, I comma, TUF, costituito con delibera dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio in data 13.04.2012"*; (ii) "*Informativa inerente l'azione legale promossa dal Rappresentante Comune di categoria nei confronti di UnipolSai S.p.A. (già Fondiaria-Sai S.p.A.), pendente presso il Tribunale di Torino, avente ad oggetto le deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-Sai S.p.A. del 27.06.2012 ed effetti dell'eventuale conversione obbligatori delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie, come da proposta del Consiglio di Amministrazione della Società in data 01.12.2014; autorizzazione alla prosecuzione di detto giudizio e/o alle ulteriori diverse iniziative aventi carattere giudiziale e/o stragiudiziale per la tutela dei diritti di categoria; delibere inerenti e conseguenti*"; (iii) "*Autorizzazione al Rappresentante Comune di categoria all'utilizzo del Fondo Comune ex art. 146, I comma, TUF, costituito con delibera dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio in data 13.04.2012 ai fini della copertura dei costi sostenuti e da*

sostenersi per le attività a tutela degli interessi di categoria; delibere inerenti e conseguenti"; (iv) "*Eventuali dimissioni o decisione circa la Revoca dell'attuale Rappresentante Comune degli azionisti possessori di azioni UnipolSai categoria Risparmio A, Avv. Dario Trevisan*"; (v) "*Eventuale nomina di un nuovo rappresentante comune*";

2) sempre in conseguenza del deposito effettuato in data 6 gennaio 2015, un parere sugli "*Effetti economici determinati sul rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione per le Azioni di Risparmio di Categoria A emesse da UnipolSai Assicurazioni S.p.A., qualora la Società non avesse proceduto a raggruppare detta categoria di azioni*", reso dal Prof. Roberto Barontini in data 5 gennaio 2015; e

3) in conseguenza di un successivo deposito effettuato in data 10 gennaio 2015, un ulteriore parere sul "*Processo di valutazione utilizzato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. per la determinazione del rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in azioni Ordinarie*", reso sempre dal Prof. Roberto Barontini in data 8 gennaio 2015.

1. Premessa.

Le Relazioni del Rappresentante Comune, nonché le argomentazioni a fondamento delle stesse – così come le domande (le "**Domande**") e le richieste ivi contenute (le "**Richieste**") – muovono tutte dall'erroneo e infondato presupposto che le deliberazioni assembleari del 2012 (le "**Deliberazioni Assembleari del 2012**") dell'allora Fondiaria-SAI S.p.A., ora UnipolSai, funzionali al rafforzamento patrimoniale della medesima – e segnatamente l'eliminazione del valore nominale delle azioni, il raggruppamento azionario e l'aumento di capitale – abbiano determinato un pregiudizio di diritto ai possessori di Azioni di Risparmio A. In particolare, ad avviso del Rappresentante Comune, il pregiudizio arrecato ai possessori di Azioni di Risparmio A discenderebbe dal fatto che, nel contesto delle Deliberazioni Assembleari del 2012, il raggruppamento azionario abbia riguardato anche le azioni di risparmio, oltreché le azioni ordinarie.

La Società ha già in diverse occasioni evidenziato come le argomentazioni svolte dal Rappresentante Comune siano del tutto infondate, in fatto e in diritto. Al riguardo, la Società richiama quanto reso noto al mercato in data 15 febbraio 2013 e 20 marzo 2013, nonché quanto pubblicato nel documento informativo sulla fusione di Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Premafin in Fondiaria-SAI (la "**Fusione**"), che ha portato alla nascita di UnipolSai, e nel documento redatto ai fini del giudizio di equivalenza per la quotazione delle azioni di UnipolSai (emesse, a servizio del concambio, nel contesto della richiamata Fusione) pubblicato in data 24 dicembre 2013. Tutti i chiarimenti forniti dalla Società sono ancora disponibili sul sito *internet* della Società (www.unipolsai.com, Sezione Governance).

Coerentemente con quanto precede, la Società ha sempre evidenziato di ritenere inammissibile e del tutto destituita di giuridico fondamento anche l'azione promossa dal Rappresentante Comune dinanzi al Tribunale di Torino (azione più volte richiamata nelle Relazioni del Rappresentante Comune e nelle Domande) per far valere l'asserito pregiudizio subito dai possessori di Azioni di Risparmio A in conseguenza delle Deliberazioni Assembleari del 2012.

Con l'occasione si informa che il Giudice istruttore, con provvedimento dell'8 gennaio 2015, ha fissato per il 17 giugno p.v. l'udienza per la precisazione delle conclusioni, evidenziando che "*[…..] prima di dare corso all'istruttoria, tenuto conto delle eccezioni preliminari sollevate da FONDIARIA SAI potenzialmente idonee a definire il giudizio appare opportuno rimettere la causa in decisione*".

2. Assoluta infondatezza delle argomentazioni poste a fondamento delle Relazioni del Rappresentante Comune.

Si è già sopra evidenziato che la Società ha in più occasioni avuto modo di illustrare e ribadire le ragioni che depongono in modo univoco per l'infondatezza delle pretese avanzate dal Rappresentante Comune. Tali ragioni sono state supportate anche da autorevoli pareri *pro-veritate* resi, per quanto riguarda i profili giuridici dal Prof. Piergaetano Marchetti e dal Prof. Oreste Cagnasso, e per quanto riguarda i profili economico-finanziari dal Prof. Enrico Laghi. Tali pareri sono stati resi pubblici in allegato alla nota predisposta dalla Società in data 20 marzo 2013, in vista dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di categoria A tenutasi in data 26 marzo 2013 e resi disponibili sul sito *internet* della Società (www.unipolsai.com, Sezione Governance/Assemblee).

La Società richiama pertanto integralmente quanto già comunicato al mercato e a tutti i propri Azionisti, al fine di evidenziare l'inconsistenza degli argomenti posti dal Rappresentante Comune a fondamento delle proprie pretese e dell'azione promossa di fronte al Tribunale di Torino.

In questa sede, considerati i contenuti delle Relazioni del Rappresentante Comune e del parere reso dal Prof. Roberto Barontini in data 5 gennaio 2015, integralmente incentrati sull'assunto che la Società avrebbe dovuto procedere a raggruppare le sole azioni ordinarie lasciando immutate le azioni di risparmio, appare opportuno svolgere alcune brevi precisazioni e puntualizzazioni al riguardo. Tali precisazioni sono supportate, per quanto concerne i profili giuridici, dal parere *pro-veritate* reso dal Prof. Piergaetano Marchetti in data 16 gennaio 2015 e, per quanto riguarda gli aspetti economico-finanziari, dal parere *pro-veritate* reso dal Prof. Enrico Laghi in data 20 gennaio 2015 (entrambi tali pareri sono allegati al presente documento, rispettivamente *sub* B e *sub* C).

Nel rimandare integralmente a quanto indicato nei pareri allegati, ci si limita qui ad evidenziare quanto segue:

a. il raggruppamento di azioni è innanzitutto un'operazione neutrale, in quanto per sua natura rivolta indistintamente, e a parità di condizioni, a tutte le azioni in circolazione a prescindere dalla categoria di appartenenza. Nella specie, l'aver raggruppato nel rapporto di 1 ogni 100 le precedenti azioni ordinarie e di risparmio in circolazione **ha mantenuto perfettamente inalterato il rapporto tra le due categorie di azioni**. E così, a titolo di esempio, (i) il privilegio di priorità delle azioni di risparmio è passato da Euro 0,065 per ogni azione di risparmio avente una parità contabile di Euro 1 ad Euro 6,5 per ogni azione di risparmio avente una parità contabile di Euro 100, e (ii) il privilegio di maggiorazione delle azioni di risparmio è passato da Euro 0,052 per ogni azione di risparmio rispetto ad ogni azione ordinaria avente ciascuna una parità contabile di Euro 1 ad Euro 5,2 per ogni azione di risparmio rispetto ad ogni azione ordinaria aventi ciascuna una parità contabile di Euro 100. **Già per ciò solo, dunque, parlare di pregiudizio connesso al raggruppamento appare con tutta evidenza assolutamente infondato**;

b. **il raggruppamento è ammissibile solo a parità di condizioni per tutte le azioni e le categorie azionarie in circolazione**. Se ciò non fosse, si determinerebbe, infatti, un'indebita e ingiustificata alterazione degli assetti partecipativi e proprietari, con violazione di principi di diritto anche costituzionalmente garantiti. **Raggruppare infatti le sole azioni ordinarie e non anche le azioni di risparmio – come sostenuto dal Rappresentante Comune – in mancanza di perdite rilevanti ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. equivarrebbe ad alterare l'equilibrio esistente tra le azioni ordinarie e le azioni di risparmio in mancanza <u>dell'unico ed indefettibile</u> presupposto in presenza del quale tale equilibrio può essere alterato**. Infatti come appena accennato, l'unico caso in cui l'ordinamento societario consente di raggruppare le sole azioni ordinarie è quello nel quale sia necessario procedere <u>alla riduzione del capitale sociale</u> in presenza di <u>perdite rilevanti ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c.</u> (come è avvenuto nel caso RCS S.p.A., più volte erroneamente richiamato dal Rappresentante Comune come precedente cui fare riferimento a supporto della sua teoria, ma in effetti del tutto diverso dal caso dell'aumento di capitale deliberato dalla Società il 27 giugno 2012). **In realtà, nelle ipotesi in cui si proceda al raggruppamento per la copertura di perdite, più che ad un "raggruppamento" delle azioni si assiste ad un "annullamento" di parte delle stesse e, in contropartita di detto annullamento, la società (come nel caso RCS) riduce il proprio capitale sociale (riduzione che, invece, non era all'ordine del giorno e non è stata deliberata da Fondiaria Sai)**;

c. in conseguenza di quanto precede, poiché il raggruppamento delle sole azioni ordinarie non sarebbe stato ammissibile, l'eventuale mancato raggruppamento di tutte le azioni, ordinarie e di risparmio, nel contesto delle Deliberazioni Assembleari del 2012, avrebbe comportato per gli azionisti di risparmio di categoria A il medesimo effetto diluitivo. **Ed invero, in mancanza di raggruppamento, per effetto dell'aumento di capitale deliberato il 27 giugno 2012, la Società avrebbe dovuto emettere un numero di nuove azioni cento volte superiore a quanto si è verificato *post*-raggruppamento; di talché la ripartizione del monte dividendi fra le categorie di azioni sarebbe stata identica a quella attuale (si veda sul punto il parere del Prof. Laghi qui allegato);**

d. alla luce di quanto indicato (e, più precisamente, alla luce dei principi di diritto applicabili nel nostro ordinamento), **gli azionisti di risparmio di categoria A avrebbero potuto evitare l'effetto diluitivo sopra richiamato (o quello identico nel caso in cui non si fosse proceduto al raggruppamento) esercitando il <u>diritto di opzione</u> a loro <u>esclusivamente</u> spettante con riguardo all'emissione delle nuove azioni di risparmio di categoria B**. Si ricorda, infatti, che le Azioni di Risparmio di Categoria B emesse nel contesto dell'aumento di capitale deliberato dalla Società il 27 giugno 2012 erano tutte riservate in opzione agli azionisti di risparmio. **Circa il 20% degli azionisti di risparmio esercitarono effettivamente tale diritto di opzione. Gli altri pensarono che fosse per loro più conveniente non esercitarlo e di tale decisione non possono oggi far ricadere le conseguenze sugli altri azionisti.**

3. Risposte alle Domande del Rappresentante Comune

Premesso quanto sopra sulla palese infondatezza, in fatto e in diritto, delle richieste formulate dal Rappresentante Comune, si riportano di seguito le risposte della Società alle sue Domande:

A. Posto che il Consiglio di Amministrazione ha assunto quale data di riferimento per il computo dei "premi" impliciti sui corsi di borsa, ai fini dell'informativa sul calcolo dei concambi, quella del 7 gennaio 2014, sulla base di quali comunicazioni ufficiali al mercato detta data risulta rilevante per i fini di cui sopra?

Già prima della data della Fusione il mercato aveva l'aspettativa che, a valle della stessa, la Società avrebbe proceduto alla semplificazione della propria struttura azionaria. Tale aspettativa discendeva dal fatto che in varie occasioni la Società aveva indicato che la percorribilità di detta ipotesi di semplificazione sarebbe stata verificata solo dopo la nascita di UnipolSai, avvenuta in data 6

gennaio 2014 (riferimenti: Reuters 9 maggio 2013, Articolo "Il Sole 24 Ore" 26 ottobre 2013, Aggiornamento documento informativo per la Fusione del 24 dicembre 2013, Articolo "Il Sole 24 Ore" 7 gennaio 2014).

Il Consiglio di Amministrazione ha pertanto ritenuto corretto prendere in considerazione, fra le date su cui calcolare i "premi" impliciti incorporati nei rapporti di conversione proposti, anche quella del 7 gennaio 2014, e cioè il primo giorno di quotazione dei titoli UnipolSai successivo all'efficacia della Fusione.

Lo stesso Prof. Barontini ha peraltro ritenuto condivisibile la scelta al riguardo operata dall'organo amministrativo di UnipolSai, affermando nel proprio parere dell'8 gennaio 2015 (cfr. pagina 9 di detto parere) che "*Si ritiene condivisibile l'approccio usato dagli Amministratori di prendere a riferimento orizzonti temporali più lontani nel tempo (a partire dal 7 gennaio 2014)*".

B. Posto che la Società ha precisato che la conversione obbligatoria si perfezionerà solo dopo la data di stacco del dividendo relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, quale impatto avrà detta distribuzione sui rapporti di conversione e sui loro valori sottostanti impliciti (atteso che per le azioni di risparmio di categoria A potrà essere distribuito il solo dividendo unitario pari ad Euro 6,5 per azione, mentre per le azioni di risparmio di categoria B, oltre ad Euro 0,029 per azione, verrà distribuito un dividendo unitario pari a quello delle azioni ordinarie)?

Premesso che non vi sono elementi connessi alla distribuzione di un eventuale dividendo che possano incidere sui rapporti di conversione, si precisa che, nell'ambito dell'analisi relativa ai rapporti di conversione impliciti nelle medie dei prezzi, si è fatto riferimento al rapporto tra prezzi ufficiali e medie aritmetiche semplici dei prezzi ufficiali:

(i) utilizzando quali periodi di riferimento il 7 gennaio 2014 e 2 settimane, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti a detta data (per le motivazioni espresse nella risposta al Quesito 1);

(ii) utilizzando quali periodi di riferimento il 28 novembre 2014 e 2 settimane, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti a detta data, nonché la media delle quotazioni nel periodo compreso tra il 7 gennaio 2014 e il 28 novembre 2014 (ultimo giorno di quotazione prima della delibera del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai sulla proposta di Conversione).

Tale metodologia risulta in linea con altre operazioni di conversione avvenute in precedenza, che prevedevano, come nel caso di specie, l'efficacia della

conversione dopo lo stacco del dividendo.

C. Quali sono le ragioni che hanno portato la Società a subordinare l'efficacia della conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie alla condizione dell'assenza di un superamento dell'importo di Euro 30 milioni sul totale dei corrispettivi per la liquidazione delle azioni di categoria oggetto dell'esercizio del diritto di recesso *ex* art. 2437-*ter*, comma 3, cod. civ.? Sulla base di quali parametri detto importo è stato ritenuto congruo? Per quale motivo si è voluto computare detto valore solo in relazione ai recessi esercitati e non già rispetto all'effettivo esborso finanziario che graverebbe sulla Società anche a seguito dell'offerta in opzione delle azioni oggetto di recesso, dapprima agli azionisti ordinari e di risparmio e poi sul mercato borsistico?

La soglia prevista risulta in linea con la media degli ammontari massimi fissati per il recesso in precedenti operazioni similari, tutte disponibili al pubblico. Da un'analisi di detti precedenti emerge, infatti, che l'incidenza media dell'ammontare massimo dei recessi sulla capitalizzazione di mercato della categoria i cui titoli avrebbero potuto essere oggetto di recesso è sostanzialmente allineata a quella individuata dalla Società.

Anche il momento per la verifica del superamento o meno della soglia massima allo scadere del termine per l'esercizio del diritto di recesso e la facoltà della Società di rinunciare a tale condizione risultano in linea con quanto avvenuto in precedenti operazioni di conversione.

D. Quali impatti e quali conseguenze potrebbero derivare sul contenzioso instaurato nei confronti della Società, attualmente in essere presso il Tribunale di Torino, avente ad oggetto l'impugnativa delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-Sai S.p.A. del 27.06.2012 dalla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie? Quali effetti deriverebbero dall'accoglimento delle domande, in particolare, sui rapporti di conversione e/o quale potrebbe essere l'ammontare complessivo che la Società sarebbe tenuta a pagare a titolo di risarcimento del danno per equivalente, ipotizzando che questo sia accordato a tutti gli azionisti di risparmio di categoria A? Appare corretto ipotizzare che il risarcimento conseguente all'accoglimento della domanda di impugnativa delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-Sai S.p.A. del 27.06.2012 sia quantificabile in un importo che deriverebbe (i) rispristinando il regime di distribuzione dei dividendi statutariamente previsto per le azioni di risparmio di categoria A rispetto alle altre categorie

in assenza del loro raggruppamento (non più opponibile) ed (ii) applicando il medesimo vuoi alla già avvenuta distribuzione di dividendo dell'esercizio 2014, vuoi a quella prevista per l'esercizio 2015, vuoi ai rapporti di conversione delle azioni di categoria A rispetto alle azioni di risparmio di categoria B in funzione dell'attualizzazione del differenziale di dividendo pre-raggruppamento, costantemente riconosciuto alle prime rispetto alle seconde?

Fermo restando che, ad avviso della Società, le pretese fatte valere dal Rappresentante Comune nel giudizio instaurato innanzi al Tribunale di Torino sono inammissibili e comunque del tutto infondate in fatto e in diritto, si osserva che è del tutto improprio che il Rappresentante Comune si rivolga alla Società – che riveste la posizione di sua controparte processuale nel giudizio dallo stesso instaurato – per chiedere quali sarebbero le conseguenze della conversione su tale giudizio.

E. Quali conseguenze potrebbero derivare dall'esecuzione della conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie, sulla possibilità di utilizzare le somme di cui al Fondo Comune art. 146, I comma, D.Lgs. 58/98 per la prosecuzione del giudizio già promosso a tutela degli interessi di categoria, di cui sopra?

Premesso ancora una volta che la Società ritiene del tutto inammissibili e infondate, in fatto e in diritto, le pretese avanzate dal Rappresentante Comune nel giudizio instaurato innanzi al Tribunale di Torino, la Società si atterrà a quanto verrà disposto dalla competente Autorità giudiziaria.

F. Infondatezza delle Richieste del Rappresentante Comune

Alla luce di tutto quanto evidenziato nei paragrafi che precedono, si riscontrano qui di seguito le Richieste avanzate dal Rappresentante Comune:

(i) la richiesta di revisione dei rapporti di Conversione deve essere considerata del tutto destituita di fondamento non solo perché – ad avviso della Società – basata su una pretesa inammissibile e comunque assolutamente infondata in fatto e in diritto, ma anche perché incongruente sotto il profilo finanziario. Ed invero, una cosa è il rapporto di Conversione determinato sulla base di metodi di mercato, la cui adeguatezza è stata, peraltro, riscontrata dallo stesso Prof. Barontini, altra e diversa cosa è l'eventuale pretesa al risarcimento dell'asserito danno che, in un contesto estraneo alla Conversione, taluni azionisti di risparmio A intendessero far valere nei confronti della Società in conseguenza delle Delibere del 2012;

(ii) per le medesime ragioni non può essere in alcun modo accolta nemmeno la richiesta alternativa di attribuzione di un *warrant* ovvero di un diritto ad ottenere ulteriori azioni ordinarie e/o la liquidazione di un extra-dividendo. Al riguardo, si osserva, inoltre, che il caso richiamato dal Rappresentante Comune (fusione Gemina-Atlantia) non è affatto assimilabile a quello della Conversione, dato che in detta situazione il *warrant* era stato attribuito agli azionisti a fronte di una richiesta risarcitoria avanzata da soggetti diversi dagli azionisti medesimi e per un importo determinato, nonché emersa solo dopo la fissazione e l'annuncio dei rapporti di concambio;

(iii) la richiesta di eliminare o aumentare la soglia di 30 milioni di Euro (per la liquidazione del corrispettivo delle Azioni di Risparmio A eventualmente oggetto di recesso), quale condizione di efficacia della Conversione, va anch'essa integralmente respinta per le ragioni indicate al punto *sub* 3 che precede;

(iv) il parere integrale dell'*advisor* UBS Limited è stato fornito ad esclusivo supporto del Consiglio di Amministrazione.

Bologna, 20 gennaio 2015

Allegati:

- Lettera del Rappresentante Comune del 22 dicembre 2014;
- Parere Prof. Marchetti del 16 gennaio 2015;
- Parere Prof. Laghi del 20 gennaio 2015.

TREVISAN & ASSOCIATI
STUDIO LEGALE
Viale Majno 45 – 20122 Milano
Tel. +39.02.80.51.133 - Fax +39.02.86.90.111
mail@trevisanlaw.it
www.trevisanlaw.it

Spettabile

UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Via Stalingrado n. 45
40128 - Bologna

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 22 dicembre 2014

Via PEC

Oggetto: UnipolSai S.p.A. – Convocazione assemblea speciale azionisti di risparmio di categoria A.

Egregi Signori,

con la presente, in qualità di Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio di categoria A, sono a richiederVi la pubblicazione dell'avviso di convocazione, qui allegato, dell'assemblea speciale di categoria che viene dal sottoscritto convocata in data 26 gennaio 2015, ore 14,30 (e comunque se in orario successivo, al termine dell'assemblea ordinaria e straordinaria convocata per il medesimo giorno).

Preciso che la separazione in due sezioni dell'ordine del giorno è originata dalla richiesta di convocazione, formulata in data 12 dicembre 2014, da alcuni azionisti di risparmio di categoria, come coordinati dal Dott. Radaelli.

A riguardo, si rileva come detta richiesta di convocazione, non risulti essere stata ritualmente formulata, poiché, alcune "certificazioni" allegate alla stessa sono prive di efficacia, in quanto già scadute all'atto della richiesta di convocazione (certificazione afferente il socio Guizzetti), ovvero sono valide per l'esercizio di un diritto diverso da quello esercitato nella fattispecie (certificazione afferente sempre il socio Giuzzetti), ovvero non è chiara la data di cessazione della loro validità (certificazioni afferenti i soci Felappi e Gentili), ovvero non è specificato il diritto esercitato (certificazione afferente il socio Felappi).[1]

Da quanto sopra ne deriva che non può dirsi legalmente raggiunta la soglia minima per considerare, ai sensi dell'art. 146 TUF, pienamente efficacie e validamente formulata tale richiesta ai sensi

Ciò nondimeno, il sottoscritto Rappresentante Comune ha ritenuto, comunque, opportuno acconsentire volontariamente e, dunque, per propria scelta alla formulazione degli ultimi due punti all'ordine del giorno, così come proposti dai suddetti possessori di azioni di risparmio di categoria A, ritenendo per contro che i primi tre punti dell'ordine del giorno siano sostanzialmente assorbiti e potranno essere trattati nell'ambito di quelli già formulati dallo stesso Rappresentante Comune nella propria convocazione.

In attesa, inoltre, di conoscere le specifiche statuizioni e/o valutazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alla proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie, sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti ordinari e risparmio di categoria A e B, rispettivamente in data 26 e 27 gennaio 2015, si formulano i seguenti quesiti:

1. posto che il Consiglio di Amministrazione ha assunto quale data di riferimento per il computo dei "premi" impliciti sui corsi di borsa, ai fini dell'informativa sul calcolo dei

[1] Cfr. art. 21 del Regolamento congiunto Banca d'Italia / Consob del 22 febbraio 2008 e successive modifiche.

concambi, quella del 7 gennaio 2014, sulla base di quali comunicazioni ufficiali al mercato detta data risulta rilevante per i fini di cui sopra?

2. posto che la Società ha precisato che la conversione obbligatoria si perfezionerà solo dopo la data di stacco del dividendo relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, quale impatto avrà detta distribuzione sui rapporti di conversione e sui loro valori sottostanti impliciti (atteso che che per le azioni di risparmio di categoria A potrà essere distribuito il solo dividendo unitario pari ad Euro 6,5 per azione, mentre per le azioni di risparmio di categoria B, oltre ad Euro 0,029 per azione, verrà distribuito un dividendo unitario pari a quello delle azioni ordinarie)?
3. quali sono le ragioni che hanno portato la Società a subordinare l'efficacia della conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie alla condizione dell'assenza di un superamento dell'importo di Euro 30 milioni sul totale dei corrispettivi per la liquidazione delle azioni di categoria oggetto dell'esercizio del diritto di recesso ex art. 2437-ter, comma 3, cod. civ.? Sulla base di quali parametri detto importo è stato ritenuto congruo? Per quale motivo si è voluto computare detto valore solo in relazione ai recessi esercitati e non già rispetto all'effettivo esborso finanziario che graverebbe sulla Società anche a seguito dell'offerta in opzione delle azioni oggetto di recesso, dapprima agli azionisti ordinari e di risparmio e poi sul mercato borsistico?
4. quali impatti e quali conseguenze potrebbero derivare sul contenzioso instaurato nei confronti della Società, attualmente in essere presso il Tribunale di Torino, avente ad oggetto l'impugnativa delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-Sai S.p.A. del 27.06.2012 dalla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie? Quali effetti deriverebbero dall'accoglimento delle domande, in particolare, sui rapporti di conversione e/o quale potrebbe essere l'ammontare complessivo che la Società sarebbe tenuta a pagare a titolo di risarcimento del danno per equivalente, ipotizzando che questo sia accordato a tutti gli azionisti di risparmio di categoria A? Appare corretto ipotizzare che il risarcimento conseguente all'accoglimento della domanda di impugnativa delle deliberazioni dell'assemblea straordinaria Fondiaria-Sai S.p.A. del 27.06.2012 sia quantificabile in un importo che deriverebbe (i) rispristinando il regime di distribuzione dei dividendi statutariamente previsto per le azioni di risparmio di categoria A rispetto alle altre categorie in assenza del loro raggruppamento (non più opponibile) ed (ii) applicando il medesimo vuoi alla

già avvenuta distribuzione di dividendo dell'esercizio 2014, vuoi a quella prevista per l'esercizio 2015, vuoi ai rapporti di conversione delle azioni di categoria A rispetto alle azioni di risparmio di categoria B in funzione dell'attualizzazione del differenziale di dividendo pre raggruppamento, costantemente riconosciuto alle prime rispetto alle seconde?

5. quali conseguenze potrebbero derivare dall'esecuzione della conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di categoria A in azioni ordinarie, sulla possibilità di utilizzare le somme di cui al Fondo Comune art. 146, I comma, D.Lgs. 58/98 per la prosecuzione del giudizio già promosso a tutela degli interessi di categoria, di cui sopra?

A riguardo ed in particolare, con riferimento alla domanda di cui al punto sub 4, si osserva che, secondo le preliminari valutazioni del Rappresentante Comune (in relazione alle quali ci si riserva ogni ulteriore valutazione ed esplicitazione), in caso di accoglimento della domanda giudiziale, ad ogni azione di risparmio di categoria A dovrebbe spettare:

a) una porzione di dividendo 2014 non corrisposta, pari a Euro 19,4157, che equivarrebbe al dividendo unitario riconosciuto alle azioni ordinarie che non è stato distribuito alle azioni di risparmio di categoria A, moltiplicato per 100 e diminuito della somma eccedente il dividendo privilegiato riconosciuto a dette azioni (a queste è stato, infatti, riconosciuto solo il dividendo privilegiato – cumulato su tre esercizi – pari ad Euro 19,5, oltre ad un'ulteriore somma derivante dalla distribuzione di riserve pari ad Euro 0,1433 per azione, per un dividendo complessivo di Euro 19,6433. In alternativa, tale porzione potrebbe calcolarsi ipotizzando che, oltre ai dividendi privilegiati dei due esercizi precedenti, non corrisposti, per i quali varrebbe il cumulo pieno – difformemente da quanto affermato dalla Società – per un totale di Euro 13,00, si dovrebbero aggiungere Euro 5,2 per azione – a valere quale maggiorazione in privilegio sull'esercizio corrente – nonché Euro 19,559 per azione, corrispondenti al dividendo unitario base delle ordinarie moltiplicato per 100, per un totale così di Euro 37,759. In tal caso il delta da riconoscersi rispetto a quanto distribuito sarebbe pari ad Euro 18,11 per azione. Infine, nell'ipotesi più penalizzante, tale per cui (come sostenuto dalla Società nella Nota Informativa del 15 febbraio 2013), nonostante il cumulo dei dividendi privilegiati dei due esercizi precedenti, il differenziale del dividendo complessivo da

riconoscersi alle azioni di risparmio di categoria A rispetto a quelle ordinarie, debba essere sempre uguale ad Euro 5,2 per azione - ovvero Euro 0,052 ante raggruppamento – il delta da riconoscersi sarebbe, comunque, equivalente ad Euro 5,1157 per azione - pari a Euro 19,559 per azione, cui sommare Euro 5,2 di maggiorazione, cui sottrarre Euro 19,6433, che sono stati effettivamente erogati);

b) una porzione di utile 2014 non corrisposta, pari a quella del dividendo 2015 dell'azione ordinaria, moltiplicato per 100, maggiorato di Euro 5,2, a cui sottrarre Euro 6,5 che verranno riconosciuti prima della conversione (a titolo esemplificativo, se ipotizzassimo un dividendo unitario alle azioni ordinarie pari a Euro 0,17 per azione, dalla formula sopra descritta si ricaverebbe un differenziale pari ad Euro 15,7 per azione di risparmio di categoria A);

c) un diverso rapporto di conversione, ovvero il riconoscimento in più (per difetto) di n. 17 azioni ordinarie rispetto a quelle oggi previste, pari ad almeno il 17% rispetto al concambio attuale, equivalente ad una somma di Euro 40,40 per azione, a valere quale dato minimo ricavato dalle simulazioni di attualizzazione del differenziale di dividendo tra le azioni di risparmio di categoria A e le azioni di risparmio di categoria B, tenuto conto dei corsi di borsa medi delle ordinarie alla data precedente l'annuncio dell'operazione (28 novembre 2014) pari ad Euro 2,300 per azione (parametro utilizzato dalla Società anche per calcolare il "premio")[2].

In ragione di quanto sopra, in ogni caso, si richiede, sin da ora, che siano rivisti i rapporti di conversione delle azioni di risparmio di categoria A rispetto alle azioni ordinarie o, in alternativa, che sia accordato agli azionisti di risparmio di categoria A un warrant e/o un diritto che attribuisca agli azionisti di categoria la facoltà di ottenere ulteriori azioni ordinarie e/o la liquidazione di un extra dividendo, nell'ipotesi in cui il giudice dovesse accogliere la domanda con sentenza definitiva, sulla base dei suddetti parametri, ipotesi molto simile a quella utilizzata nel caso Gemina-Atlantia, con l'abbinamento di un

[2] Se, infatti, volessimo calcolare il valore di detta maggiorazione di dividendo tra le azioni di risparmio di categoria A e quelle di risparmio di categoria B pari ad Euro 0,023 per azione, le risultanze finali dipenderebbero sostanzialmente dai tassi di capitalizzazione utilizzati.
In particolare, se si capitalizzasse tale differenziale ad un tasso pari all'"yield to maturity" a cui prezzano i c.d. "perpetui" di UnipolSai (es ISIN XS1078235733) - corrispondente alla data odierna a circa il 5,7% ed in media, nel periodo tra il 6 gennaio 2014 e il 28 novembre 2014, al 5,6% - otterremmo un valore aggiuntivo di circa Euro 40,40 per azione.
La scelta di un tale tasso di capitalizzazione appare del tutto ragionevole ed addirittura conservativa, in quanto i "perpetui" sono strumenti finanziari sostanzialmente equiparabili ai titoli azionari in termini di profilo di rischio al pari delle azioni di categoria A.

warrant alle ordinarie di nuova emissione destinate alla conversione per i soli azionisti di categoria A.

A riguardo si ha motivo di ritenere che in presenza di una formulazione siffatta, la maggior parte della categoria aderirebbe senz'altro alla proposta di conversione di 1 a 100 come oggi formulata dalla Società. Sarebbe una soluzione ottimale, in quanto farebbe salve le reciproche ragioni e consentirebbe agli azionisti di categoria di approvare la proposta di conversione e:

- in presenza di un orientamento del giudice di ultima istanza nel senso conforme a quanto rappresentato dalla Società circa la correttezza dei propri comportamenti, dell'iter seguito e delle norme statutarie adottate, di ottenere conferma che detti rapporti di conversione sono congrui e accettabili;
- in presenza di un orientamento del giudice di ultima istanza nel senso conforme a quanto rappresentato dai medesimi azionisti, di poter beneficiare - utilizzando gli stessi parametri della Società - di quanto diversamente dovrebbe essere loro riconosciuto per effetto dell'accoglimento della domanda giudiziale e, più in generale, per effetto delle maggiorazioni dei dividendi pregressi e dei rapporti di conversione come sopra evidenziati.

Si confida che tale soluzione possa essere presa in debita considerazione dalla Società.

Si chiede, altresì, sin da ora, di aumentare la soglia di Euro 30 milioni del totale dei corrispettivi per la liquidazione delle azioni di categoria oggetto dell'esercizio de diritto di recesso, quale condizione a cui subordinare l'efficacia della conversione obbligatoria e/o di calcolare detta soglia sulla base dell'effettivo esborso finanziario che graverà sulla Società a seguito dell'offerta in opzione delle azioni oggetto di recesso, dapprima agli azionisti ordinari e di risparmio e poi sul mercato borsistico.

Restando in attesa di un Vostro riscontro, porgo cordiali saluti.

Avv. Dario Trevisan

Il Rappresentante Comune

dei titolari di Azioni di Risparmio UnipolSai S.p.A.

PROF. PIERGAETANO MARCHETTI
PROFESSORE EMERITO NELL'UNIVERSITÀ BOCCONI
NOTAIO

PARERE PRO VERITATE

L'INDEROGABILITÀ DEL PRINCIPIO PER CUI RAGGRUPPAMENTI O FRAZIONAMENTI DI AZIONI NON POSSONO RIGUARDARE SOLO UNA CATEGORIA DI AZIONI

1. In previsione dell'assemblea speciale delle azioni di risparmio di categoria A di UnipolSAI Assicurazioni S.p.A. convocata per il prossimo 27 gennaio 2015, ed alla luce della documentazione per tale assemblea predisposta, mi si chiede se sia configurabile un raggruppamento di azioni che operi non relativamente a tutte le azioni che costituiscono il capitale sociale, ma solo ad alcune di esse (nella specie ad una categoria).

2. La risposta è pacificamente negativa, salva l'ipotesi, di cui si parlerà infra sub. 6, del raggruppamento di una sola categoria di azioni come tecnica per ridurre il capitale salvaguardando azioni postergate nelle perdite, salva cioè l'ipotesi in cui il raggruppamento serva per far gravare le perdite, conformemente alla previsione statutaria, solo su una o più categorie (ma non su tutte le categorie) di azioni.

3. La regola, ripeto pacifica, della inammissibilità di un raggruppamento (come di un frazionamento) che non si estenda a tutte le azioni che costituiscano il capitale sociale discende da basilari, direi elementari, principi della disciplina della società per azioni.

Mi riferisco al principio sancito dall'art. 2348 cod. civ. secondo il quale "*le azioni devono essere di eguale valore*", il che significa che le azioni devono rappresentare tutte una identica "dose", una identica "frazione" del capitale sociale. Nel caso in cui lo statuto indichi in modo fisso il valore nominale delle azioni l'art. 2346, secondo comma, cod. civ, ribadisce che "il valore nominale di ciascuna azione corrisponde ad una frazione del capitale sociale" e che la determinazione del valore nominale "deve riferirsi senza eccezione a tutte le azioni emesse dalla società".

L'art. 2348, primo comma, cod. civ, ancora, dopo avere sancito la doverosità dell'eguaglianza del valore delle azioni enunzia pure il principio della attribuzione (di regola) di eguali diritti alle azioni. Il secondo comma introduce una eccezione a quanto stabilito nel primo comma, ma tale eccezione riguarda solo il principio della parità di diritti, e non quello della eguaglianza del valore, e cioè della eguaglianza della frazione del capitale rappresentato dalle (da tutte le) azioni. Ciò significa che anche le azioni di diverse categorie (munite cioè di diversi diritti, in deroga, consentita, alla regola di *default* della eguaglianza di diritti) devono comunque rappresentare una frazione di capitale identica a quella rappresentata da tutte le azioni in circolazione.

4. E' altrettanto pacifico che il principio dell'egual valore delle azioni, di tutte le azioni, cioè della identità della frazione di capitale rappresentata dall'azione quale che sia la categoria cui appartiene, opera anche (come ora consentito dall'art. 2346, terzo comma, cod. civ.) "in mancanza di indicazione del valore nominale dell'azione". In tal caso, infatti, è la norma stessa a chiarire che ciò che manca è l'esplicitazione, la "indicazione" del valore rappresentato dall'azione, ma non il fatto che l'azione continui a rappresentare una frazione, necessariamente identica, di capitale sociale. Ed in effetti l'art. 2348 cod. civ., laddove sancisce che eguale deve essere, senza possibilità di eccezione, il valore dell'azione, non distingue tra il caso in cui il valore sia esplicito, indicato, ed il caso in cui il valore sia implicito (rappresenti cioè il quoziente tra capitale e numero delle azioni).

Ed in effetti la dottrina non ha sul punto dubbi: "*si deve…affermare che tutte le azioni senza valore nominale rappresentano sempre la medesima frazione del capitale*" (NOTARI, *Azioni*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, p. 17). E' ancora la dottrina ad affermare pacificamente, dunque, che l'obiettivizzazione e la standardizzazione della partecipazione sociale permangono in ogni caso grazie al fatto che "*le azioni, con valore nominale espresso o implicito, rappresentano tutte la medesima frazione del capitale*" (FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 14 ed., Milano, 2009, p. 429).

5. Al fine di fugare l'impressione (sicuramente erronea) che le considerazioni sin qui svolte riguardino principi meramente teorici e dogmatici, sia consentito soffermarsi sulla conseguenza di un ipotetico raggruppamento "asimmetrico", cioè di una sola categoria di azioni.

Poniamo, per semplicità, il caso che vi siano due categorie di azioni che si distinguono per l'attribuzione di diversi diritti amministrativi - una formata da 100 azioni a voto pieno (categoria A), l'altra formata sempre da 100 azioni (categoria B) a voto limitato - ma che abbiano eguali diritti patrimoniali (cioè eguali diritti al dividendo).

Se le 100 azioni di categoria A venissero raggruppate in 10 azioni senza procedere ad analogo e corrispondente raggruppamento delle azioni di categoria B, queste ultime aumenterebbero senza alcuna giustificazione il peso nella vita sociale allorchè votino (100 voti contro 10 delle A), così come aumenterebbe in modo ingiustificato la loro partecipazione agli utili, in quanto il dividendo sarebbe ripartito non più su 200 azioni ma su 110 azioni, di cui la categoria A rappresenterebbe il 10% anziché il 50%. Si verificherebbe così una macroscopica alterazione degli equilibri tra azionisti, una palese violazione della parità di trattamento, la creazione "occulta" di una categoria di azioni.

Analoga e abnorme situazione si creerebbe ove avvenisse un raggruppamento delle azioni ordinarie, ma non delle azioni di risparmio. Una volta soddisfatto il dividendo privilegiato, infatti, l'utilizzo del dividendo residuo per remunerare l'azione ordinaria sino al raggiungimento del differenziale di legge e poi la

distribuzione "a pioggia" del dividendo che ancora residui, vedrebbe ingiustificatamente penalizzate le azioni ordinarie perché ridotte di numero.

Si faccia ad esempio il caso che:

a) le azioni di risparmio siano 100 e non vengano raggruppate, e le azioni ordinarie siano 1.000 e vengano raggruppate in 100;

b) l'azione di risparmio abbia ricevuto il dividendo privilegiato di 1 euro;

c) il differenziale di dividendo tra azioni di risparmio e azioni ordinarie sia del 2%.

Ora, in tale ipotesi dal dividendo che residua dopo il pagamento privilegiato dovrebbe essere prelevato un ammontare che consenta alle azioni ordinarie di ricevere un dividendo di 1 euro - 2%. Ebbene, prima del raggruppamento delle ordinarie si sarebbe a tale fine dovuto prelevare 0,98 euro per 1.000 azioni, cioè 980 euro. Dopo il raggruppamento "asimmetrico", cioè delle sole azioni ordinarie, il pagamento risulterebbe di 0,98 x 100, cioè di 98 euro!

Ove poi si procedesse alla distribuzione (essendo stato rispettato il dividendo privilegiato e differenziale) *pari passu* del dividendo residuo a tutte le azioni, è evidente che il raggruppamento asimmetrico sposterebbe assai significativamente, ancora una volta, la parte di dividendo spettante alle azioni non raggruppate.

Il raggruppamento asimmetrico avrebbe effetti perversi anche in una serie di altre operazioni. Si pensi alla distribuzione di riserve, che andrebbe a beneficiare in modo più che proporzionale le azioni non oggetto del raggruppamento. Si pensi agli aumenti gratuiti del capitale, che accrescerebbero in modo ingiustificatamente sproporzionato il possesso azionario dei titolari di azioni non raggruppate. Si pensi, ancora, al recesso, che vedrebbe privilegiato l'azionista titolare di azioni non raggruppate perchè conseguirebbe il corrispettivo per un maggior numero di azioni.

E' inutile cercare di ricorrere alla flessibilità statutaria per introdurre correttivi per almeno qualcuno di questi effetti distorsivi. A parte che non sembra che ciò possa coprire tutti i possibili casi, e che comunque ogni intervento darebbe

luogo ad un assetto disciplinare di difficilissima intelligibilità, comprensione e gestione, certo è che, 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 di società per azioni.

Il raggruppamento asimmetrico, che implica l'assegnazione a certe azioni di un valore diverso dalle altre, insomma, equivarrebbe all'attribuzione di privilegi patrimoniali alle azioni non raggruppate, nella attribuzione in altri termini ancora di (ulteriori) particolari diritti ad una categoria di azioni. Ma si è visto, ed è del resto principio pacifico, che non è possibile lavorare sul valore esplicito o implicito dell'azione per attribuire particolari diritti e privilegi. L'eguaglianza del valore non impedisce affatto che si creino categorie di azioni con diritti diversi, ed è proprio la creazione di speciali categorie di azioni a costituire il presupposto essenziale di tale attribuzione (G.FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, III ed. a cura di Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2005, p. 276).

6. Sciolgo una riserva formulata all'inizio di queste note per chiarire che gli esempi di "raggruppamenti asimmetrici" (operanti cioè solo per una categoria di azioni e non per tutte le azioni) riguardano esclusivamente una casistica del tutto particolare e cioè il caso di (i) riduzione di capitale per perdite, (ii) in presenza di diverse categorie di azioni, (iii) delle quali una postergata nelle perdite. E' questo il caso della delibera di riduzione e reintegra del capitale di RCS MediaGroup del maggio 2013.

Si tenga presente che:

(i) in caso di perdite del capitale ex art. 2446 o 2447 cod. civ. la società deve ridurre il capitale sociale;

(ii) la via tecnica per la riduzione del capitale sociale è alternativamente la riduzione del valore delle azioni o l'annullamento delle stesse;

(iii) quando vi è una categoria di azioni postergate nelle perdite, la perdita deve colpire ovviamente solo le azioni dell'altra (o altre) categoria;

(iv) in questo caso il principio inderogabile della eguaglianza del valore (esplicito o implicito) di tutte le azioni, cioè il principio inderogabile per cui tutte le azioni devono rappresentare una identica frazione di capitale, fa sì che la riduzione del capitale potrà e dovrà avvenire solo con il sistema dell'annullamento di azioni della categoria che per prima subisce le perdite.

(v) L'annullamento delle azioni a copertura di perdite può avvenire, ovviamente, stabilendo un "raggruppamento" di azioni, che qui ha il semplice significato, per così dire, di "rapporto di annullamento" (si annullano x azioni ogni y possedute).

(vi) Se infatti, ad esempio, ad ogni due azioni del valore (implicito o esplicito) di un euro se ne sostituisce (cioè le si raggruppa in) una azione, ciò comporta la riduzione del capitale di un euro e l'annullamento di un'azione.

Orbene, è evidente che il raggruppamento asimmetrico funzionale alla riduzione del capitale per perdite in presenza di una categoria postergata nelle perdite costituisce semplicemente una modalità tecnica di annullamento delle azioni, ma non incide affatto, come viceversa avverrebbe in ipotesi non funzionali a riduzioni di capitale in presenza di azioni postergate nelle perdite, sull'eguaglianza del valore dell'azione.

Nel caso di riduzione asimmetrica per perdite, il valore (esplicito o implicito) rimane dunque identico, mentre nell'ipotesi di raggruppamento asimmetrico non funzionale a riduzione del capitale per perdite il risultato sarebbe la attribuzione a determinate azioni di un valore (frazione del capitale) diverso dalle altre. Il che, si ripete, è testualmente vietato dalla legge.

7. L'ipotesi di raggruppamento così come di frazionamento delle sole azioni di una categoria pertanto deve ritenersi 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) introdurrebbe indebite alterazioni nei reciproci rapporti delle varie categorie azionarie. Una delibera assembleare che addivenisse ad un siffatto raggruppamento sarebbe dunque 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..

Milano, 16 gennaio 2015

prof. Piergaetano Marchetti

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

Spett.le
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 - Bologna
C.F. e P. IVA 00818570012

Nel mese di marzo 2013 Fondiaria Sai S.p.A., ora UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (nel seguito anche solo "UnipolSai" o la "Società"), mi aveva 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 (nel seguito anche solo il "RC" o il "Rappresentante Comune") depositata in data 1° marzo 2013; in particolare, mi era stato 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 (nel seguito anche solo "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 della Società deliberato dall'assemblea straordinaria degli azionisti del 27 giugno 2012 (nel seguito anche solo l'"Aumento di Capitale") avesse determinato un pregiudizio agli azionisti possessori delle RISP A, anche alla luce delle elaborazioni numeriche riportate nella Relazione del RC.

All'esito dell'esame della documentazione fornita da UnipolSai, lo scrivente aveva affermato 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 pregiudizievole applicazione del criterio di cui alla Nota Informativa del 15 febbraio 2013, erano destituite di fondamento; (ii) le ragioni addotte dal Rappresentante Comune per spiegare le ragioni del 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 UnipolSai del 27 giugno 2012 – erano erronee, al pari del "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 Rappresentate Comune, con lettera del 22 dicembre 2014, con la relazione depositata in data 6 gennaio 2015 (nel seguito anche solo la "Relazione del Rappresentante Comune") e con la successiva integrazione del 10 gennaio 2015 (nel seguito anche solo l'"Integrazione") ha formulato, in vista dell'assemblea speciale dei possessori di RISP A convocata dal Consiglio di Amministrazione della Società per il 27 gennaio 2015, in unica convocazione (nel seguito anche solo l'"Assemblea Speciale")[1], apposite domande e richieste alla Società.

Alla Relazione e alla Integrazione del Rappresentante Comune risultano rispettivamente allegati, tra l'altro, un parere sugli *"Effetti economici determinati sul rapporto di conversione proposto dal Consiglio di Amministrazione per le Azioni di Risparmio di Categoria A emesse da UnipolSai Assicurazioni S.p.A., qualora la Società non avesse proceduto a raggruppare detta categoria di azioni"* reso dal Prof. Roberto Barontini in data 5 gennaio 2015 (nel seguito anche solo il "Parere del 5 gennaio 2015") e un ulteriore parere sul *"Processo di valutazione utilizzato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. per la determinazione del rapporto di conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in azioni Ordinarie"* reso sempre dal Prof. Roberto Barontini in data 8 gennaio 2015 (nel seguito anche solo il "Parere dell'8 gennaio 2015" e, congiuntamente con il Parere del 5 gennaio 2015, i "Pareri").

La presente nota ha lo scopo di fornire alcune osservazioni in ordine ai Pareri resi dal prof. Barontini a favore del Rappresentante Comune e allegate alla Relazione e alla Integrazione.

1. Nel Parere del 5 gennaio 2015, il prof. Barontini afferma che, ove fosse accolta la tesi del Rappresentante Comune secondo cui il raggruppamente delle RISP A sarebbe avvenuto in modo illegittimo, si avrebbero effetti sul rapporto di conversione delle RISP A in azioni ordinarie favorevoli per i possessori di RISP A.

   Tale tesi viene confortata mediante lo sviluppo di due simulazioni, successivamente riperformate dallo scrivente, che ipotizzano la distribuzione di dividendi alle varie categorie di azioni, considerando varie ipotesi di monte dividendi complessivo: l'una assume il raggruppamento di tutte le azioni secondo le modalità in concreto stabilite dall'Assemblea; la seconda assume di non procedere con il solo raggruppamento delle RISP A.

   La prima simulazione evidenzia che, per potere distribuire un dividendo aggiuntivo alle azioni di risparmio A oltre a quello "base" pari a 6,5 euro per azione, occorrerebbe un monte dividendi particolarmente elevato (superiore a 3,5 mld), poiché solo a tale livello di dividendo si verrebbe a determinare il differenziale pari a 5,2 euro per azione tra le RISP A e le azione ordinaria (nel seguito anche solo "ORD"), come previsto statutariamente (cfr. Tabella A).

---

[1] Si precisa che l'assemblea speciale dei possessori di Azioni di Risparmio A ha all'ordine del giorno l'approvazione - ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), del D.Lgs. 58/1998 (il "Tuf") - della deliberazione dell'assemblea straordinaria della Società concernente la conversione obbligatoria delle Azioni di Risparmio A, oltre che delle azioni di risparmio di categoria B della Società (le "Azioni di Risparmio B"), in azioni ordinarie e connesse modifiche statutarie (la "Conversione" o l' "Operazione").

TABELLA A

Ipotesi con raggruppamento azioni A

	Monte Dividendi			DPS				
Totale	Ord	Risp A	Risp B	Ord	Risp A	Risp B	Diff A/ ord	Diff B/ Ord
8.299.434	-	8.299.434	0	0,000	6,5	0,000		
22.151.853	-	8.299.434	13.852.419	0,000	6,5	0,037		
38.866.370	16.714.517	8.299.434	13.852.419	0,007	6,5	0,037		0,02938
50.000.000	26.265.107	8.299.434	15.435.459	0,012	6,5	0,041		0,02938
53.868.096	29.583.216	8.299.434	15.985.446	0,013	6,5	0,042		0,02938
60.000.000	34.843.253	8.299.434	16.857.313	0,015	6,5	0,045		0,02938
70.000.000	43.421.398	8.299.434	18.279.168	0,019	6,5	0,048		0,02938
80.000.000	51.999.543	8.299.434	19.701.023	0,023	6,5	0,052		0,02938
90.000.000	60.577.689	8.299.434	21.122.877	0,027	6,5	0,056		0,02938
100.000.000	69.155.834	8.299.434	22.544.732	0,030	6,5	0,060		0,02938
400.000.000	326.500.198	8.299.434	65.200.368	0,143	6,5	0,173	6,4	0,02938
500.000.000	412.281.652	8.299.434	79.418.914	0,181	6,5	0,211	6,3	0,02938
600.000.000	498.063.107	8.299.434	93.637.459	0,219	6,5	0,248	6,3	0,02938
3.468.054.104	2.958.321.634	8.299.434	501.433.036	1,300	6,5	1,329	5,2	0,02938

La seconda simulazione è sviluppata, come accennato, sul presupposto del mancato raggruppamento delle sole RISP A. Da tale seconda simulazione emergerebbe che il raggiungimento della soglia di 0,52 euro per azione (5,2 euro x 100 azioni) si raggiungerebbe ad un livello di monte dividendi totale molto inferiore, pari a circa 54 milioni di euro; e quindi già a partire da tale livello di dividendi potrebbe essere distribuito un dividendo unitario superiore a 0,65 euro per azione di risparmio A (6,5 euro x 100 azioni) (cfr. Tabella B).

TABELLA B

Ipotesi senza raggruppamento azioni A

	Monte Dividendi			DPS				
Totale	Ord	Risp A	Risp B	Ord	Risp A	Risp B	Diff A/ ord	Diff B/ Ord
8.299.434	-	8.299.434	0	0,000	0,065	0,0000		
22.151.853	-	8.299.434	13.852.419	0,000	0,065	0,0367		
38.866.370	16.714.517	8.299.434	13.852.419	0,007	0,065	0,0367	0,058	0,02938
50.000.000	26.265.107	8.299.434	15.435.459	0,012	0,065	0,041	0,053	0,02938
53.868.096	29.583.216	8.299.434	15.985.446	0,013	0,065	0,042	0,052	0,02938
60.000.000	34.601.707	8.581.017	16.817.276	0,015	0,067	0,045	0,052	0,02938
70.000.000	42.785.936	9.040.226	18.173.838	0,019	0,071	0,048	0,052	0,02938
80.000.000	50.970.164	9.499.436	19.530.400	0,022	0,074	0,052	0,052	0,02938
90.000.000	59.154.394	9.958.645	20.886.961	0,026	0,078	0,055	0,052	0,02938
100.000.000	67.338.622	10.417.855	22.243.523	0,030	0,082	0,059	0,052	0,02938
400.000.000	312.865.489	24.194.139	62.940.372	0,137	0,189	0,167	0,052	0,02938
500.000.000	394.707.777	28.786.234	76.505.989	0,173	0,225	0,203	0,052	0,02938
600.000.000	476.550.066	33.378.329	90.071.605	0,209	0,261	0,239	0,052	0,02938
3.468.054.104	2.823.831.188	165.082.093	479.140.823	1,241	1,293	1,270	0,052	0,02938

Conseguentemente nel Parere si rileva che su orizzonti di monte dividendi ritenuti probabili, compresi tra 400 e 600 milioni, le RISP A beneficerebbero di un differenziale positivo minimo rispetto alle azioni di risparmio B (nel seguito anche solo le "RISP B") pari a 0,0226 euro per azione.

Tale differenziale, capitalizzato a un tasso compreso tra il 5,2% e il 7,5% determinerebbe un valore incrementale compreso tra 0,30 e 0,39 euro per azione

(rispettivamente pari a 30,21 e 38,83 se moltiplicati x 100) che andrebbe considerato nel determinare il rapporto di conversione tra RISP A e ORD.

In ragione di quanto sopra, il prof. Barontini conclude nel Parere del 5 gennaio 2015 nel senso che il numero di azioni ordinarie da offrire in più rispetto al concambio proposto di 100 azioni, sarebbe compreso tra 13 e 17 azioni ordinarie, nell'ipotesi di non considerare il raggruppamento relativamente alle sole RISP A.

2. La tesi avanzata dal prof. Barontini non è condivisibile. In particolare non è condivisibile il presupposto che sia possibile il non raggruppamento per le sole RISP A in presenza del raggruppamento di tutte le altre categorie di azioni. In altre parole il fatto che il prof. Barontini faccia proprio l'assunto del Rappresentante Comune secondo cui la Società avrebbe dovuto procedere a raggruppare le sole ORD, rende priva di significato l'analisi condotta dal prof. Barontini.

A tale riguardo, il prof Marchetti, in data 16 gennaio 2015, ha evidenziato come *"l'ipotesi di raggruppamento così come di frazionamento delle sole azioni di una categoria (...) deve ritenersi 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) introdurrebbe indebite alterazioni nei reciproci rapporti delle varie categorie azionarie. Una delibera assembleare che addivenisse ad un siffatto raggruppamento sarebbe dunque 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."*.

Si rammenta, inoltre, che l'errore commesso dal Rappresentante Comune stia nel fatto che lo stesso, in modo del tutto arbitrario e illogico, abbia rideterminato il numero delle azioni che compongono il capitale sociale di UnipolSai, considerando, per le RISP A, il dato *ante* raggruppamento e, per le ORD e le RISP B, il dato *post* raggruppamento. Così facendo egli ha rideterminato a proprio piacimento e senza alcuna relazione con la realtà dei fatti il numero di azioni che formano il capitale sociale della Società.

Il capitale sociale, infatti, 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 così come risulta nel secondo scenario proposto dal prof. Barontini.

Nella Tabella C si riporta la situazione effettiva attuale del capitale sociale di UnipolSai e i pesi % delle varie categorie di azioni, nonchè la situazione *pro-forma* che si determinerebbe considerando il mancato raggruppamento delle azioni di RISPA in presenza di quello delle altre categorie di azioni.

TABELLA C

Numero azioni attuale		
Ordinarie	2.275.632.026	85,74%
Risparmio A	1.276.836	0,05%
Risparmio B	377.193.155	14,21%
Totale	**2.654.102.017**	**100,00%**

Numero azioni "pro-forma" escluso raggrup. azioni Risp.A		
Ordinarie	2.275.632.026	81,84%
Risparmio A	127.683.600	4,59%
Risparmio B	377.193.155	13,57%
Totale	**2.780.508.781**	**100,00%**

Dalla Tabella C emerge chiaramente come il raggruppamento di solo alcune delle categorie di azioni conduca a rideterminare i pesi delle azioni alterando la composizione del capitale sociale; di qui le differenze in termini di ripartizione del dividendo da distribuire.

In definitiva, il raggruppamento azionario nonché la fissazione del privilegio di priorità in termini assoluti non incidono sull'ammontare del dividendo percepito dalle varie categorie di azionisti mentre l'asserito beneficio che si verrebbe a produrre in termini di maggiore dividendo per i risparmisti A deriva dal fatto che nelle simulazioni effettuate sono stati modificati artificialmente i termini del rapporto tra azioni di risparmio A e le altre categorie di azioni, venendo in tal modo, tra l'altro, a rideterminare impropriamente il numero di azioni che compongono il capitale della Società.

A conferma di quanto osservato e tenuto conto di quanto già riportato dallo scrivente nel proprio parere del marzo 2013 - cui si rinvia per ulteriori approfondimenti - è stata effettuata una simulazione che ipotizza, per omogeneità, il mancato raggruppamento di tutte le categorie di azioni, in modo tale da salvaguardare i rapporti relativi tra le varie categorie di azioni.

Come si evince dalla Tabella D, la situazione che risulta dalla simulazione (mancato raggruppamento di tutte le categorie di azioni) è la medesima di quella riportata nella tabella A che considera il raggruppamento delle azioni di risparmio A, unitamente al raggruppamento di tutte le altre categorie di azioni.

TABELLA D

				Ipotesi senza raggruppamento tutte categorie di azioni				
	Monte Dividendi			DPS				
Totale	Ord	Risp A	Risp B	Ord	Risp A	Risp B	Diff A/ord	Diff B/Ord
8.299.434	-	8.299.434	0	0,0000	0,065	0,0000		
22.151.853	-	8.299.434	13.852.419	0,0000	0,065	0,000367		
38.866.370	16.714.517	8.299.434	13.852.419	0,0001	0,065	0,000367	0,065	0,00029
50.000.000	26.265.107	8.299.434	15.435.459	0,0001	0,065	0,000409	0,065	0,00029
53.868.096	29.583.216	8.299.434	15.985.446	0,0001	0,065	0,000424	0,065	0,00029
60.000.000	34.843.253	8.299.434	16.857.313	0,0002	0,065	0,000447	0,065	0,00029
70.000.000	43.421.398	8.299.434	18.279.168	0,0002	0,065	0,000485	0,065	0,00029
80.000.000	51.999.543	8.299.434	19.701.023	0,0002	0,065	0,000522	0,065	0,00029
90.000.000	60.577.689	8.299.434	21.122.877	0,0003	0,065	0,000560	0,065	0,00029
100.000.000	69.155.834	8.299.434	22.544.732	0,0003	0,065	0,000598	0,065	0,00029
400.000.000	326.500.198	8.299.434	65.200.368	0,0014	0,065	0,001729	0,064	0,00029
500.000.000	412.281.652	8.299.434	79.418.914	0,0018	0,065	0,002106	0,063	0,00029
600.000.000	498.063.107	8.299.434	93.637.459	0,0022	0,065	0,002482	0,063	0,00029
3.468.054.104	2.958.321.634	8.299.434	501.433.036	0,0130	0,065	0,013294	0,052	0,00029

Le risultanze della tabella D confermano come la distorsione che evidenzia il prof. Barontini nel suo Parere del 5 gennaio 2015 discende in realtà dal fatto di non avere raggruppato una categoria di azioni e avere raggruppato le altre; se infatti come è doveroso fare, o si raggruppano tutte le azioni o non se ne raggruppa nessuna, la simulazione offre identici risultati in termini di livello di dividendo a partire dal quale si da luogo al secondo giro di distribuzione.

A tale riguardo preme sottolineare quanto già affermato, in data 20 marzo 2013, dal prof. Marchetti, il quale ha precisato il fatto che anche nel caso in cui *"le azioni A non parteciperanno ad eventuali "secondi giri" di distribuzione dell'utile di esercizio* [tale circostanza] *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!"*.

3. Appare opportuno ricordare che, in occasione dell'Aumento di Capitale, sono state offerte, in opzione, ai possessori di RISP A, le RISP B nella stessa proporzione con la quale sono state offerte ORD ai possessori di ORD, ovverosia nella proporzione di n. 252 azioni per n. 1 azione posseduta.

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.

4. Nel Parere dell'8 gennaio 2015, il prof. Barontini conclude che "*sulla base dello Statuto sociale vigente ed assumendo quindi sia legittimo l'accorpamento delle Azioni di Risparmio Categoria A a seguito delle deliberazioni assunte in occasione dell'assemblea dei soci del 19.03.2012 e del 27.06.2012,* (...) *la metodologia utilizzata dagli Amministratori a supporto della determinazione dei rapporti di conversione delle Azioni di Risparmio in Azioni Ordinarie è adeguata nella circostanza*".

   Tale considerazione rende irrilevante ogni ulteriore valutazione sul Parere dell'8 gennaio 2015 atteso che essa dimostra la correttezza del comportamento tenuto dagli Amministratori della Società nella determinazione dei rapporti di conversione.

5. In conclusione, alla luce di quanto sin qui rappresentato e di quanto riportato nei pareri già resi dallo scrivente (segnatamente il riferimento è al parere del marzo 2013), risulta che:

   (i) il raggruppamento di azioni è un'operazione neutrale, in quanto per sua natura rivolta indistintamente, e a parità di condizioni, a tutte le azioni in circolazione a prescindere dalla categoria di appartenenza. Nel caso di specie, l'aver raggruppato nel rapporto di 1 ogni 100 le precedenti azioni ordinarie e di risparmio in circolazione ha mantenuto perfettamente inalterato il rapporto tra le due categorie di azioni;

   (ii) poiché il raggruppamento delle sole ORD non sarebbe stato ammissibile, l'eventuale mancato raggruppamento di tutte le azioni, ordinarie e di risparmio, nel contesto delle Deliberazioni Assembleari del 2012, avrebbe comportato per gli azionisti di risparmio di categoria A il medesimo effetto diluitivo. Ed invero, in mancanza di raggruppamento, per effetto dell'aumento di capitale deliberato il 27 giugno 2012, la Società avrebbe dovuto emettere un numero di nuove azioni cento volte superiore a quanto si è verificato *post*-raggruppamento; di conseguenza, come dimostrato nel parere redatto da chi scrive nel marzo 2013, la ripartizione del monte dividendi fra le categorie di azioni sarebbe stata identica a quella attuale;

   (iii) gli azionisti di risparmio di categoria A avrebbero potuto evitare l'effetto diluitivo (o quello identico nel caso in cui non si fosse proceduto al raggruppamento) esercitando il diritto di opzione a loro esclusivamente spettante con riguardo all'emissione delle nuove azioni di risparmio di categoria B. Si ricorda, infatti, che le Azioni di Risparmio di Categoria B emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale deliberato dalla Società il 27 giugno 2012 erano tutte riservate in opzione agli azionisti di risparmio;

(iv) le osservazioni contenute nel Parere del 5 gennaio 2015 del prof. Barontini non sono condivisibili atteso che le elaborazioni numeriche riportate nel Parere, volte a dimostrare che alle RISP A avrebbe dovuto essere riconosciuto un dividendo maggiore di quello riconosciuto, sono destituite di fondamento in quanto basate sull'erroneo presupposto della possibilità di raggruppare solo alcune categorie di azioni;

(v) le conclusioni contenute nel Parere dell'8 gennaio 2015 del prof. Barontini confermano, ove mai fosse stato necessario, la correttezza della determinazione del rapporto di conversione proposto.

°_°_°

Il presente parere si compone di n. 8 pagine siglate e numerate.

Roma, 20 gennaio 2015

Enrico Laghi