pwc

DIALOGO SPA IN LIQUIDAZIONE

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, COMMA 2, DEL CODICE CIVILE

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: **Milano** 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel.0458263001

www.pwc.com/it

INDICE

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO 3

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO 5

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA 5

4. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAL LIQUIDATORE E RELATIVI RISULTATI 6

4.1 Metodologia adottata 6

4.2 Risultati cui pervengono il Liquidatore e il Consulente 9

4.3 Sintesi delle valutazioni eseguite dal Liquidatore con il supporto del Consulente 9

4.4 Difficoltà di valutazione incontrate dal Liquidatore 10

5 LAVORO SVOLTO 10

6 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL LIQUIDATORE E DAL CONSULENTE 11

7 LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO 12

8 CONCLUSIONI 13

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, COMMA 2, DEL CODICE CIVILE

Milano, 29 giugno 2016

Al Liquidatore di
Dialogo SpA in liquidazione

1 Motivo ed oggetto dell'incarico

In data 19 marzo 2015, i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo Finanziario SpA (di seguito "UGF") e di di UnipolSai Assicurazioni SpA (di seguito anche la "Capogruppo", "UnipolSai" o la "Società Incorporante") hanno deliberato, per quanto di propria competenza, le linee guida di un progetto di riorganizzazione societaria finalizzato a semplificare ed efficientare la gestione e l'organizzazione amministrativa, patrimoniale e finanziaria del Gruppo Assicurativo Unipol (di seguito, anche il "Gruppo") nonché ad eliminare duplicazioni di strutture e di competenze.
In tale contesto, in data 12 maggio 2016 il Consiglio di Amministrazione della Capogruppo ha approvato un'operazione di integrazione tramite fusione per incorporazione di Dialogo SpA in liquidazione (di seguito anche "Dialogo", la "Società" o la "Società Incorporanda", già Dialogo Assicurazioni SpA) in UnipolSai (la "Prospettata Operazione di Fusione").

Alla data della presente relazione, UnipolSai detiene un numero di azioni ordinarie di Dialogo pari a 8.818.363, corrispondenti ad una partecipazione pari al 99,85% del capitale sociale della Società Incorporanda.
A far data dal 31 dicembre 2015, data di efficacia dell'acquisto del ramo d'azienda assicurativo di Dialogo da parte della Compagnia Assicuratrice Linear SpA, Dialogo è decaduta dall'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa. In considerazione del fatto che l'oggetto sociale non è più perseguibile e non è stata individuata all'interno del Gruppo Unipol (UGF e sue controllate) una diversa *mission*, in data 10 maggio 2016 il Consiglio di Amministrazione della Società ha deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci la messa in liquidazione della Società e la conseguente modifica della denominazione sociale eliminando la parola "Assicurazioni".
L'Assemblea Straordinaria dei Soci di Dialogo dell'8 giugno 2016 ha deliberato, tra l'altro, di sciogliere innanzi tempo la Società, con effetto dal giorno di iscrizione del verbale dell'Assemblea stessa, e di affidare le operazioni liquidatorie a un unico liquidatore nella persona del Dott. Maurizio Castellina (di seguito, il "Liquidatore") che ha assunto, di conseguenza, la rappresentanza della Società.

In data 30 giugno 2016 è previsto che il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai ed il Liquidatore approvino la bozza del progetto di fusione per incorporazione della Società nella Capogruppo.
In considerazione del fatto che Dialogo è posseduta per oltre il 90 per cento da UnipolSai, il Liquidatore si è avvalso della facoltà prevista dall'articolo 2505-bis del Codice Civile che prevede che alla fusione per incorporazione non si applichino, tra le altre, le disposizioni dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile in tema di relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, qualora venga concesso agli azionisti terzi della Società Incorporanda il diritto di far acquistare le loro azioni dalla Società Incorporante (di seguito "Diritto di Vendita") per un corrispettivo (di seguito, "Valore di Vendita" o "Valore di Liquidazione") determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

In tale circostanza, il Liquidatore ha ritenuto, pertanto, applicabile l'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile il quale stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni per le quali il socio esercita il recesso sia determinato dagli Amministratori (per Dialogo il Liquidatore), sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

Nell'ambito della Prospettata Operazione di Fusione, in data 13 giugno 2016, Dialogo ha incaricato KPMG Advisory SpA (di seguito anche "KPMG" o il "Consulente") di fornire al Liquidatore un parere indipendente, in relazione al Valore di Vendita per l'esercizio del relativo Diritto di Vendita in capo ai soci di Dialogo diversi da UnipolSai, determinato ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, che sarà oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e del Liquidatore, nelle deliberazioni di propria competenza, in data 30 giugno 2016.

In tale contesto, il Liquidatore, ha provveduto a determinare il valore di vendita per il 100% di Dialogo pari ad Euro 5.114 migliaia ed il relativo prezzo di vendita per azione pari ad Euro 0,58, a seguito dei risultati del procedimento valutativo adottato, riepilogato nel prosieguo.

KPMG, nell'ambito dell'incarico, ha predisposto in data 28 giugno 2016 il documento dal titolo "*Parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dal Liquidatore di Dialogo SpA in liquidazione, nell'ambito del progetto di integrazione di Dialogo SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA*".

In data 28 giugno 2016, il Liquidatore ha formalmente provveduto alla determinazione preliminare del Valore di Liquidazione delle azioni di Dialogo, individuato in Euro 0,58, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.
Tutto ciò fermo restando che il Liquidatore ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la determinazione preliminare del Valore di Liquidazione delle azioni di Dialogo.

PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC"), quale soggetto incaricato, ai sensi del Decreto Legislativo 39/2010, della revisione legale del bilancio d'esercizio della Società Incorporanda, ha ricevuto dal Liquidatore, in data 21 giugno 2016, l'incarico di predisporre il parere ex articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile sul Valore di Liquidazione delle azioni della Società Incorporanda.

Ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale di Dialogo è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

2 Natura e limiti dell'incarico

Il presente documento ha il fine di fornire al Liquidatore il parere previsto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dal Liquidatore, per determinare il Valore di Vendita delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

Il presente documento illustra il metodo seguito dal Liquidatore con il supporto del Consulente, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.
Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica di Dialogo. Tale valutazione compete esclusivamente al Liquidatore che ha incaricato il Consulente di fornire un parere indipendente, in relazione al Valore di Vendita per l'esercizio del relativo Diritto di Vendita in capo ai soci minoritari di Dialogo.

3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dal Liquidatore i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e in particolare:

- Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015 di Dialogo SpA approvato dall'Assemblea dei Soci in data 29 aprile 2016;
- Stima del risultato netto atteso al 31 dicembre 2016 di Dialogo, predisposta dal Liquidatore;
- Dettagli relativi al numero di azioni in circolazione e all'azionariato di Dialogo al 31 dicembre 2015;
- Documento dal titolo "*Operatività della Società – Informazioni e/o deliberazioni inerenti e conseguenti*" predisposto dalla Società a supporto del Consiglio di Amministrazione di Dialogo del 10 maggio 2016 che ha deliberato di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci la messa in liquidazione della Società e la conseguente modifica della denominazione sociale eliminando la parola "Assicurazioni";
- Verbale dell'Assemblea Straordinaria dei Soci di Dialogo che, in data 8 giugno 2016, ha deliberato, tra l'altro, la liquidazione della Società e l'affidamento delle operazioni liquidatorie a un unico liquidatore nella persona del Dott. Maurizio Castellina;
- Documento dal titolo "*Ipotesi di fusione di Dialogo in UnipolSai*", datato 21 giugno 2016, predisposto dal Liquidatore contenente le risultanze in merito alla determinazione del Valore di Vendita stimato ai fini della Prospettata Operazione di Fusione;
- Documento dal titolo "*Parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dal Liquidatore di Dialogo SpA in liquidazione, nell'ambito del progetto di integrazione di Dialogo SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA*", datato 28 giugno 2016, predisposto da KPMG;
- Comunicazione del Liquidatore, datata 28 giugno 2016, relativa all'individuazione del Valore di Liquidazione preliminare di ogni azione di Dialogo, pari ad Euro 0,58, ai sensi dell'articolo

2505-bis, comma 1, del Codice Civile e dell'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile (di seguito la "Comunicazione"). Tale Comunicazione illustra la metodologia di valutazione adottata dal Liquidatore, con il supporto del Consulente, per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni e le motivazioni poste alla base delle scelte metodologiche effettuate, nonché l'applicazione delle suddette metodologie ed i relativi risultati;

- Ulteriori dettagli ed informazioni di natura contabile e gestionale ritenuti utili ai fini dello svolgimento del presente incarico.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata dal Liquidatore in data 29 giugno 2016, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4 *Metodologia di valutazione adottata dal Liquidatore e relativi risultati*

Come precedentemente indicato, il Liquidatore ha provveduto a determinare il valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del Valore di Liquidazione delle azioni, ai sensi degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, comma 2 del Codice Civile. Il Consulente ha emesso in data 28 giugno 2016 un parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dal Liquidatore, nell'ambito del progetto di integrazione di Dialogo nella Capogruppo.

4.1 *Metodologie adottate*

L'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile prevede che ai fini della determinazione del valore delle azioni in ipotesi di recesso di un socio, gli amministratori debbano tener conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.
Non essendo le azioni di Dialogo quotate in mercati regolamentati, il Liquidatore e il Consulente, ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni, non hanno potuto fare riferimento a un valore di mercato delle azioni stesse.

Tenuto conto inoltre del fatto che:

- l'attività storicamente svolta da Dialogo, a seguito della cessione del ramo d'azienda assicurativo a favore di Compagnia Assicuratrice Linear SpA, non è rappresentativa dell'operatività corrente della Società;
- Dialogo, nella sua configurazione attuale, è una società non operativa, in liquidazione, con:
  - un totale attivo pari ad Euro 4,6 milioni al 31 dicembre 2015, costituito prevalentemente da:
    - crediti verso la Consolidante Fiscale UGF, pari ad Euro 2,2 milioni,
    - crediti per la cessione del ramo assicurativo, pari ad Euro 1,4 milioni,
    - cassa e disponibilità liquide, pari ad Euro 0,08 milioni,
    - imposte differite attive, per Euro 0,8 milioni;
    - un patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2015 pari ad Euro 4,5 milioni;

- senza dipendenti,

il Liquidatore e il Consulente hanno ritenuto di adottare, per le finalità di cui agli articoli 2505-bis, comma 1 e 2437-ter, comma 2, del Codice Civile, il metodo Patrimoniale Semplice (di seguito anche il "Metodo del Patrimonio Netto Rettificato" o "Metodo del PNR"), applicato in una prospettiva di cessazione delle attività aziendali.

Il metodo del Patrimonio Netto Rettificato si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Dal punto di vista teorico, il Metodo del PNR assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto contabile viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli eventuali importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- Rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- Rettifiche necessarie per recepire eventuali plusvalenze/minusvalenze latenti su specifiche poste dell'attivo.

La formula del metodo in parola è la seguente:

$$W = PNR + SA$$

dove:

- W = Valore della società oggetto di valutazione;
- PNR = Patrimonio netto contabile riespresso a valori correnti;
- SA = Eventuali surplus *assets*.

Il Metodo del PNR applicato in ottica liquidatoria prevede che la Società cessi di rappresentare un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito nell'ambito di un'organizzazione e che il capitale investito muti la propria destinazione, da insieme di risorse destinate al funzionamento dell'attività a valore di liquidazione.
Il valore di liquidazione rappresenta il valore ottenibile nell'ipotesi in cui l'azienda, cessando la propria attività economica, proceda alla vendita in blocco, o per parti, delle attività, al realizzo dei crediti ed al soddisfacimento delle passività, ivi incluse le passività verso i dipendenti: il valore che residua come netto rappresenta il valore di liquidazione dell'azienda.
L'applicazione di uno scenario di liquidazione prevede altresì che il risultato netto della liquidazione tenga conto di una serie aggiuntiva di oneri necessari per compiere la liquidazione sociale, quali, ad esempio le perdite di gestione derivanti dalla continuazione dell'attività aziendale residua, gli oneri di indennizzo del personale, nonché i costi propri dell'attività liquidatoria.

Nel caso di specie, dunque, il patrimonio netto contabile di riferimento al 31 dicembre 2015 è stato rettificato al fine di tener conto degli oneri per la liquidazione.

In particolare, il Liquidatore ed il Consulente hanno provveduto ad individuare le rettifiche patrimoniali da apportare in aumento e in diminuzione al patrimonio netto contabile di riferimento di Dialogo, pari ad Euro 4.520,4 migliaia al 31 dicembre 2015.

Al patrimonio netto contabile sopra indicato sono state apportate dal Liquidatore e dal Consulente le seguenti rettifiche:

- Rettifica in diminuzione per tener conto della perdita netta attesa per l'esercizio 2016 pari ad Euro 47,5 migliaia;
- Rettifica in aumento relativa ai benefici di natura fiscale derivanti dalla normativa in materia di Aiuto alla Crescita Economica ("ACE") e riveniente dagli aumenti di capitale di Dialogo perfezionatisi negli esercizi passati. Tale beneficio è stato quantificato dal Liquidatore e dal Consulente in Euro 651,1 migliaia;
- Rettifica in diminuzione rappresentata dagli oneri di liquidazione quantificati dal Liquidatore in Euro 10 migliaia.

La perdita attesa per l'esercizio in corso è stata stimata dal Liquidatore partendo dal risultato al lordo delle imposte conseguito nei primi tre mesi dell'anno (negativo per Euro 43,5 migliaia) e ipotizzando ulteriori costi operativi per i restanti nove mesi. La perdita netta attesa per il 2016 è pari ad Euro 105,1 migliaia. Tenuto conto, tuttavia, del beneficio ACE per l'anno in corso (pari ad Euro 57,7 migliaia secondo le stime del Liquidatore), la perdita stimata si attesta ad Euro 47,5 migliaia.

Per quanto concerne il beneficio di natura fiscale riconducibile alla normativa ACE post 2016, il Liquidatore ed il Consulente hanno assunto un'aliquota pari a quella in vigore per il corrente anno (4,75%) ed hanno tenuto conto dell'aliquota IRES applicabile dal 2017 pari al 24%. Il beneficio fiscale nel lungo termine così determinato risulta pari ad Euro 50,3 migliaia.
Capitalizzando quest'ultimo al tasso di attualizzazione del 6,78%, il beneficio fiscale complessivo post 2016 risulta pari ad Euro 742,4 migliaia (Euro 651,1 migliaia a seguito dell'attualizzazione dello stesso al 31 dicembre 2015).

Il tasso di attualizzazione sopra menzionato ("costo del capitale proprio") è stato calcolato dal Consulente e dal Liquidatore sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$Ke = Rf + \beta \, x \, (Rm - Rf)$$

dove:

- Rf: rappresenta il "*risk-free rate*", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (nel caso in oggetto, il Liquidatore ed il Consulente hanno fatto riferimento al rendimento medio annuo, al 31 dicembre 2015, dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato Italiano, pari all'1,78%);
- ß: rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il fattore ß assunto dal Liquidatore e dal Consulente è 1, pari al ß di mercato;

- Rm - Rf: rappresenta il "*market premium*", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "*risk-free*" (nel caso di specie, il premio al rischio applicato dal Consulente e dal Liquidatore è pari al 5%).

Per effetto delle rettifiche sopra illustrate pari, complessivamente, a Euro 593,6 migliaia, il patrimonio netto rettificato di Dialogo risulta pari ad Euro 5.114 migliaia.

La tabella seguente riepiloga i conteggi eseguiti dal Liquidatore e dal Consulente:

Stima PNR di Dialogo SpA	(valori in migliaia di Euro)
Patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2015	4.520,4
Stima risultato 2016	(47,5)
Beneficio fiscale ACE-Consolidato fiscale	651,1
Costi di liquidazione	(10,0)
Totale rettifiche	593,6
Patrimonio netto contabile rettificato al 31 dicembre 2015	**5.114,0**
Numero di azioni (unità)	8.831.774
Valore per azione - valore in euro	**0,58**

4.2 Risultati cui pervengono il Liquidatore e il Consulente

Come anticipato, l'applicazione della metodologia sopra menzionata, adottata dal Liquidatore e dal Consulente, ha portato questi ad individuare il valore del patrimonio netto rettificato di Dialogo pari ad Euro 5.114 migliaia.

Tenuto conto della totalità delle azioni, pari a 8.831.774, il valore per azione ai fini dell'esercizio del diritto di recesso è stato, pertanto, determinato dal Liquidatore, con il supporto del Liquidatore e del Consulente, pari ad Euro 0,58.

4.3 Sintesi delle valutazioni eseguite dal Liquidatore con il supporto del Consulente

Il valore di riferimento individuato dal Liquidatore, con il supporto del Consulente, in via preliminare in data 28 giugno 2016, per ciascuna delle n. 8.831.774 azioni di Dialogo che potranno essere oggetto di esercizio del Diritto di Vendita, risulta pari ad:

Euro 0,58 per azione

4.4 Difficoltà di valutazione incontrate dal Liquidatore

Nella Comunicazione del Liquidatore del 28 giugno 2016, non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate nelle valutazioni di cui al paragrafo precedente.

5 *Lavoro svolto*

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- Esame della Comunicazione del Liquidatore del 28 giugno 2016 relativa all'individuazione in via preliminare del Valore di Vendita delle azioni di Dialogo ai sensi degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, comma 2, del Codice Civile, in conseguenza della Prospettata Operazione di Fusione;

- Esame critico del documento dal titolo "*Ipotesi di fusione di Dialogo in UnipolSai*" datato 21 giugno 2016 predisposto dalla Società Incorporanda contenente le risultanze in merito alla determinazione del Valore di Vendita stimato ai fini della Prospettata Operazione di Fusione;

- Esame critico del documento dal titolo "*Parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dagli Organi di Direzione Competenti, nell'ambito del progetto di integrazione di Dialogo Assicurazioni SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA*", datato 28 giugno 2016, predisposto da KPMG;

- Discussioni con il Liquidatore al fine di comprendere il lavoro svolto per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;

- Esame critico del procedimento valutativo adottato dal Liquidatore e dal Consulente e raccolta di elementi utili per riscontrare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;

- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Liquidatore e dal Consulente, in ordine alla scelta del metodo adottato per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;

- Verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati dal Liquidatore e dal Consulente, mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la "Documentazione utilizzata", come descritta nel precedente paragrafo 3, nonché della correttezza matematica dei calcoli eseguiti;

- Sviluppo di "analisi di sensitività", nell'ambito del metodo di valutazione adottato dal Liquidatore e dal Consulente, al fine di verificare, in particolare, quanto il valore per azione individuato sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;

- Discussione con il Collegio Sindacale della Società in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile;

- Ottenimento di formale attestazione dal Liquidatore della Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Valore di Vendita delle azioni.

Il bilancio d'esercizio di Dialogo al 31 dicembre 2015 è stato da noi assoggettato a revisione contabile. Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio d'esercizio di Dialogo al 31 dicembre 2015 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

6 *Commenti sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dal Liquidatore e dal Consulente*

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Liquidatore e dal Consulente, ha avuto quale scopo la stima del Valore di Liquidazione delle azioni per l'esercizio del Diritto di Vendita in linea con il disposto degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, comma 2, del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico delle azioni di Dialogo indicato nel documento predisposto dal Liquidatore e nel parere emesso dal Consulente in data 28 giugno 2016, non può essere utilizzato per finalità diverse.

Come ricordato, l'applicazione del Metodo del PNR in ottica liquidatoria da parte del Liquidatore e del Consulente, ha condotto ad identificare un valore dell'azione pari a Euro 0,58.

Ciò premesso, le principali considerazioni in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, del metodo valutativo scelto dal Liquidatore e dal Consulente, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà dello stesso, sono riportate di seguito.

Le scelte valutative effettuate dal Liquidatore e dal Consulente e, nonchè le modalità di determinazione dei parametri dagli stessi adottati risultano ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa, alla luce delle attuali caratteristiche distintive ed operative di Dialogo.

Tenuto conto, difatti, del fatto che:

- Dialogo è attualmente una società in liquidazione, senza dipendenti e non operativa;
- Le *performance* di redditività storica della Società non sono rappresentative delle caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie di Dialogo nella sua attuale configurazione,

le metodologie di stima del capitale economico basate sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, ossia sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro (quali, metodo dei flussi di cassa attualizzati o "DCF", metodo reddituale o metodo dei dividendi attualizzati), risultano non applicabili. Parimenti, le metodologie basate sull'analisi comparativa di aziende similari, quali, metodo dei multipli di Borsa, risultano non applicabili in considerazione dell'attuale configurazione di Dialogo (azienda non funzionante, destinata alla liquidazione) e della conseguente assenza di un campione di aziende comparabili.

Il Metodo del PNR, applicato in una prospettiva di cessazione dell'attività aziendale, appare, dunque adeguato nella fattispecie, ad individuare il valore del capitale economico di Dialogo.

Si evidenzia, altresì, che l'approccio valutativo adottato appare coerente con il disposto dell'art. 2437-ter del Codice Civile, in quanto tiene conto:

- della consistenza patrimoniale di Dialogo;
- delle prospettive reddituali, alla luce delle rettifiche apportate al patrimonio netto contabile di riferimento per riflettere, da un lato, la stima della perdita netta attesa per il 2016 e riconducibile alla gestione dell'attività aziendale residua e, dall'altro, gli oneri per la liquidazione della Società.

7 *Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico*

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di analoghi processi valutativi.
Si richiama, in particolare, l'attenzione su quanto segue:

- Discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati

Il Metodo del PNR applicato dal Liquidatore e dal Consulente ha richiesto la stima di parametri valutativi, quali il costo del capitale proprio, nell'ambito del calcolo delle rettifiche apportate al patrimonio netto contabile di riferimento, con particolare riguardo ai benefici di natura fiscale derivanti dalla normativa ACE. A tal proposito si evidenzia che la stima del beneficio fiscale suddetto incorpora a partire dal 2017 e nel lungo termine un'aliquota pari a quella in vigore per il 2016 (4,75%). I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate con riferimento al costo del capitale proprio ed all'aliquota ACE. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

- *Limiti insiti nei dati previsionali*

La metodologia di valutazione adottata ai fini della determinazione del valore del capitale economico della Società, oltre a far riferimento al patrimonio netto contabile di partenza al 31 dicembre 2015, è basata sulle stime della perdita netta attesa per l'esercizio in corso e riconducibile alla gestione delle attività aziendali residue e dei costi di liquidazione. Tali dati prospettici e ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative.

Va, infine, tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate si manifestassero.

La suddetta limitazione è stata tuttavia mitigata mediante lo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività.

- Utilizzo di un'unica metodologia di stima del valore del capitale economico di Dialogo

Il valore del capitale economico di Dialogo è stato individuato attraverso un'unica metodologia valutativa rappresentata, come sopra illustrato, dal Metodo del PNR. Non è stato possibile verificare il risultato ottenuto attraverso l'applicazione in ottica liquidatoria del Metodo del PNR, attraverso ulteriori metodologie di controllo. Si ritiene, tuttavia, che l'approccio metodologico complessivo, dettato dalla finalità della valutazione nonchè dalle attuali caratteristiche distintive di Dialogo, unitamente allo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività, abbia comunque consentito di mitigare tale limitazione.

8 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere e fermo restando quanto evidenziato nel precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dal Liquidatore e dal Consulente, per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni di Dialogo non sia, limitatamente alla finalità per la quale esso è stato sviluppato, adeguato in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che esso non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni.

Il presente parere è indirizzato al Liquidatore di Dialogo ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'articolo 2437-ter del Codice Civile. Tale parere non potrà pertanto essere divulgato a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci di Dialogo che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile, o comunque utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 29 giugno 2016

PricewaterhouseCoopers SpA

Dario Troja
(Revisore legale)