

Augusto C)

### Note per intervento in Assemblea

Va, anzitutto, osservato come le considerazioni da ultimo pubblicate dal Consiglio di Amministrazione della Società confermino l'abnorme schema di ripartizione dell'utile ai soci. Tale struttura, al di là delle questioni di carattere legale che ne conseguono, certo non si addice ad una emittente destinata a divenire il secondo gruppo assicurativo quotato sul mercato italiano. Infatti, su un qualunque monte utili che l'assemblea dovesse decidere di distribuire, dopo il pagamento del privilegio pari ad Euro 6,5 per azione agli Azionisti di Risparmio di Categoria A e di Euro 0,036 per azione agli Azionisti di Risparmio di Categoria B, dovrebbe essere automaticamente riconosciuto un ulteriore "privilegio di priorità" a ciascuna delle Azioni Ordinarie pari ad Euro 1,293 ad azione (da riconoscersi anche alle Azioni di Risparmio di Categoria B), cui si sommerebbe quello di Euro 0,07, il che renderebbe materialmente impossibile soddisfare la distribuzione del dividendo c.d. "pari passu" in misura unitaria a tutte e tre le categorie di azioni (che diventeranno quattro post fusione). Alla decisione di distribuire l'utile anche alle Azioni Ordinarie di qualsivoglia ammontare, lo stesso dovrà (e non "potrà") essere ripartito come segue:

- Euro 8.299.433,34 esclusivamente in favore dei titolari delle Azioni di Risparmio di Categoria A;
- Euro 11.583.456,192 esclusivamente in favore dei titolari di Azioni di Risparmio di Categoria B;
- Euro 6.443.961,45 esclusivamente in favore dei titolari di Azioni di Ordinarie per consentire il rispetto del privilegio di maggiorazione delle Azioni di Risparmio di Categoria B;
- Euro 1.633.054.589,84 esclusivamente in favore dei titolari di Azioni Ordinarie e di Risparmio di Categoria B per consentire il rispetto del privilegio di maggiorazione delle Azioni di Risparmio di Categoria A;

e solo dopo tale ripartizione si potrà distribuire il dividendo "base" o dividendo "ordinario" o dividendo "pari passu" nella misura decisa dall'assemblea (che, dunque, di fatto è svuotata di tale potere).

Dallo schema sopra precisato ne deriva che l'entità del dividendo è automaticamente determinata dallo statuto, non essendo evidentemente possibile colmare la somma di oltre 1 miliardo e 600 milioni di Euro. Ulteriore, sarà, poi, il problema di come regolare i rapporti tra gli azionisti, attesa l'insufficienza dell'utile distribuibile che consenta il "soddisfacimento" di tale importo (che secondo la Società non determina alcun diritto a valere sugli utili futuri).

In definitiva, il Consiglio di Amministrazione ha confermato che oggi sono in circolazione varie categorie di azioni tali per cui:


- alle Azioni Ordinarie Fonsai è riconosciuto un diritto (dopo la distribuzione della quota rispettivamente pari ad Euro 8.299.433,34 ed Euro 11.583.456,192 al privilegio) a vedersi corrispondere “in via prioritaria” un dividendo pari al 135% circa della loro parità contabile effettiva;
- alle Azioni di Risparmio di Categoria B Fonsai – oltre al dividendo privilegiato – è riconosciuto un diritto a vedersi corrispondere “in via prioritaria” un ulteriore dividendo pari al 229% della loro parità contabile teorica;

e ciò prima che si distribuisca l'importo c.d. “*pari passu*” a tutte le categorie di azioni. Trattasi, evidentemente, di diritti patrimoniali completamente disallineati dalla parità contabile delle azioni cui gli stessi afferiscono.

Venendo, poi, ai pareri dei consulenti nella persona dei Professori Piergaetano Marchetti, Oreste Cagnasso e Enrico Laghi, ai cui pareri il Consiglio di Amministrazione fa integrale rinvio, questi in realtà, nella sostanza, non smentiscono le tesi sostenute dal Rappresentante Comune.

In particolare, in detti pareri non risultano compiutamente esaminati gli effetti derivanti dalla modifica dei diritti propri delle Azioni di Risparmio di Categoria A, dapprima espressi in “proporzione” ed in “percentuale” sulla c.d. “parità contabile effettiva” e/o “nominale implicito” delle azioni di categoria (in particolare il dividendo complessivo delle Azioni di Risparmio di Categoria A sulle Azioni Ordinarie non sarebbe dovuto essere superiore ad Euro 5,2 prima del raggruppamento ogni 1 Euro e dopo l'aumento ogni 0,96 Euro) e successivamente in “valore assoluto” e semplicemente “per azione” (con svincolo dalla parità contabile e/o della quota di capitale da quest'ultima rappresentata), cui poi si sono associati gli abnormi effetti distorsivi derivanti dal “raggruppamento”.

Si conferma, dunque, come sia chiaramente lesivo il “passaggio” dal regime di “retrocessione privilegiata” e/o “differenziale” (da riconoscersi alle Azioni Ordinarie e a quelle di Risparmio di Categoria B), (i) di Euro 0,013 per azione sul nominale e/o parità contabile di Euro 1 (ii) a quello di Euro 1,3 per azione (a prescindere dal nominale implicito e/o parità contabile di Euro 1, nonché a prescindere dal numero di azioni di tale categoria in circolazione). Questo parametro, infatti, o (i) doveva essere legato (come dovrebbe) alla parità contabile (Euro 100) e, allora, post aumento capitale avrebbe dovuto essere modificato conseguentemente ed in proporzione (come peraltro previsto dallo statuto, art. 6), o (ii) era indipendente dalla stessa parità contabile (e/o nominale implicito) e/o dal numero di azioni in circolazione e, allora, andava solo calcolato in termini assoluti, ovvero sempre e comunque in Euro 0,013 (ovvero in verità Euro 0,01293) per Azione Ordinaria (e di conseguenza per Azione di Risparmio di Categoria B, indipendentemente dal loro numero e dalla loro parità contabile).



Ciò anche secondo quanto osservato dallo stesso notaio Prof. Piergaetano Marchetti a pag. 5 del proprio parere che qui si riporta integralmente:

“Retrocessione delle azioni di risparmio”

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

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

*Dopo le operazioni straordinarie*

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

Non sfugga la circostanza che dopo le operazioni straordinarie (in pregiudizio della categoria), mentre per le Azioni di Risparmio di Categoria B si continua a fare riferimento ad un valore espresso in funzione della parità contabile teorica di Euro 0,565, per le Azioni di Risparmio di Categoria A questa proporzione non esiste più. Se si fosse mantenuta la percentuale, oggi la retrocessione sarebbe, dunque, stata pari ad Euro 1,3% di Euro 0,96, ovvero Euro 0,012 per azione<sup>1</sup>. Inoltre, detti esperti, ai fini della valutazione dell’effetto diluitivo dell’aumento di capitale, ritengono assimilabili ed equivalenti le due classi di Azioni di Risparmio di Categoria A e di Categoria B, quando invece – specie in conseguenza della Nota Interpretativa del 15 febbraio 2013 della Società - appare evidente che queste due classi si differenzino notevolmente.

Si sosterebbe infatti che – essendo state offerte in opzione agli Azionisti di Risparmio (oggi di Categoria A) le Azioni di Risparmio di Categoria B, ciò avrebbe consentito ai primi di mantenere inalterata, a parità di diritti, la loro quota di capitale. Questo sarebbe vero se le azioni offerte in opzione fossero state della stessa Categoria A. Diversamente, le Azioni di Risparmio di Categoria

<sup>1</sup> Si osservi peraltro come gli esempi qui e più innanzi riportati si dovrebbero ricordare con l’ultima indicazione dalla Società di una “retrocessione” pari ad Euro 1,293 per azione e non già di Euro 1,3 come precedentemente indicato nella Nota Interpretativa. Rilevo che, infatti, è stato ammesso l’errore della Società nella propria Nota Interpretativa, per di più attribuendolo al sottoscritto che invece l’ha segnalato!!! Ma ciò è evidentemente frutto della “confusione” che questo regime crea per tutti gli azionisti e per la Società stessa.



B, essendo un'altra categoria di azioni, con altri diritti e privilegi molto diversi, come sopra dimostrato, non hanno affatto consentito di mantenere inalterata, "a parità di diritti e condizioni", la quota sul capitale sociale posseduta ante aumento. Si è trattato di un'emissione di un'altra categoria azioni, con modifica dei relativi diritti: la via maestra sarebbe stata quella di far approvare la delibera agli Azionisti di Risparmio di Categoria A, ma ciò non è stato.

Quanto poi al parere del Prof. Laghi, questo non consente una compiuta e corretta valutazione dei rapporti finanziari tra le categorie di azioni, a parità di perimetro, pre e post aumento di capitale con e senza raggruppamento: in tale elaborato, infatti, si parte da premesse di fatto e numeriche completamente diverse da quelle su cui il Rappresentante Comune ha strutturato la propria Relazione e fornito i relativi esempi. In particolare, secondo la Società ed il Prof. Laghi, se non ci fosse stato il raggruppamento, l'aumento non si sarebbe potuto effettuare alle condizioni proposte e, dunque, con l'emissione dello stesso numero di Azioni Ordinarie e di Risparmio di Categoria B, oggi emesse (circostanza, peraltro, di fatto e non di diritto e mai dimostrata).

Si ipotizza che si sarebbe dovuto emettere un numero di azioni "convenzionalmente" più elevato, identificato in 100 volte maggiore rispetto a quanto effettivamente realizzato (e per quale motivo allora non 200 o 300 volte maggiore??). Questa indimostrata asserzione cambia evidentemente e radicalmente i parametri di partenza, con la funzione di dimostrare a posteriori un'"equivalenza" che diversamente non sussisterebbe.

L'eliminazione del valore nominale delle azioni, come è noto, era stata effettuata al solo scopo di ovviare ai *"problemi connessi alla presenza del valore nominale fissato in una cifra predeterminata"* (pag. 4, ultima riga, Relazione del Consiglio di Amministrazione all'assemblea del 27 giugno 2012) e consentire l'emissione *"di azioni ad un prezzo anche inferiore alla preesistente parità contabile"* (pag. 5, quinta riga, Relazione del Consiglio di Amministrazione all'assemblea del 27 giugno 2012). In definitiva, le Azioni Ordinarie e le Azioni di Risparmio di Categoria B potevano essere emesse nella stessa quantità e nello stesso numero di quelle che furono emesse in occasione dell'ultimo aumento di capitale, anche in assenza di raggruppamento e/o con una diversa parità contabile delle azioni ante raggruppamento. Peraltro, la presenza o meno di un raggruppamento delle Azioni di Risparmio di Categoria A non avrebbe potuto e dovuto alterare i rapporti tra le varie categorie e, dunque, al contrario, avrebbe dovuto essere "ininfluente" rispetto al numero ed al prezzo delle azioni emesse, almeno secondo quanto dichiarato dal Consiglio di Amministrazione, che ha, per l'appunto, attestato come "neutra" l'operazione di raggruppamento. Sempre secondo quanto rappresentato dal Consiglio, infatti, il raggruppamento era stato motivato da esigenze di natura "pratica" e, come precisato nella Relazione all'assemblea del 27 giugno 2012, non avrebbe avuto di per sé *"alcuna influenza sul valore della partecipazione posseduta: gli*



azionisti (ordinari e di risparmio) vedrebbero diminuire il numero di azioni in portafoglio e, nel contempo, aumentare il relativo valore unitario, senza alcun impatto sul controvalore totale dell'investimento a parità di altre condizioni." (pag. 15 Relazione all'assemblea del 27 giugno 2012). Peraltro, la Società con comunicazione del 16 marzo 2012 riferiva a tutti gli azionisti che ".....Con riferimento all'interpretazione della clausola di adeguamento che si propone di inserire al quinto comma dell'art.6 dello statuto sociale, si conferma che la finalità di tale previsione è quella di garantire che i diritti spettanti agli attuali titolari di azioni di risparmio non subiscano variazioni in presenza di operazioni di raggruppamento o frazionamento, ovvero altre operazioni sul capitale, adeguando se necessario i riferimenti numerici fissi cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio. La clausola in questione non vuole pertanto in alcun modo alterare, né per il presente, né per il futuro, i diritti delle Azioni di Risparmio in circolazione, non potendo essere interpretata nel senso di autorizzare deroghe implicite o esplicite, alla disciplina che sovrintende la tutela dei diritti delle Azioni di Risparmio esistenti... Di contro, l'introduzione di una nuova categoria di Azioni di Risparmio (categoria B) con i privilegi identici a quelli delle azioni in circolazione..." Non è, infatti, possibile sostenere che mentre per gli Azionisti di Risparmio di Categoria A l'operazione di raggruppamento fosse "neutra", per quelli Ordinari detta operazione non lo era: delle due l'una.

Il sottoscritto ha, dunque, correttamente utilizzato gli stessi parametri dell'aumento a "parità di perimetro", verificando solo gli effetti numerici (che in tale prospettiva non sono stati smentiti quanto alla correttezza dei calcoli matematici) con o in assenza del raggruppamento, avuto riguardo lo stesso numero di azioni emesse.

Non si comprende, dunque, come oggi il raggruppamento venga a "posteriori motivato" con l'esigenza di evitare l'emissione, in sede di aumento di capitale, di un numero "eccessivamente elevato di nuove azioni", senza in alcun modo spiegare per quale motivo diversamente detta emissione si sarebbe dovuta realizzare nella misura abnorme ipotizzata.


In assenza del raggruppamento delle Azioni di Risparmio di Categoria A, la diluizione sulla distribuzione del dividendo per azione, infatti, sarebbe stata molto contenuta: ogni Euro 110.977.732,18 di utile distribuibile, come dimostrato negli esempi - mai numericamente smentiti - a pag. 15 della Relazione del Rappresentante Comune, la quota dividendo c.d. "pari passu" di "competenza" delle Azioni di Risparmio di Categoria A sarebbe stata pari ad Euro 6.384.180,00. Tale somma sul totale di n. 1.242.328.594 Azioni Ordinarie e di Risparmio di Categoria B in circolazione post aumento capitale avrebbe rappresentato un importo di circa Euro 0,005 per azione, ovvero lo 0,53% della parità contabile di Euro 0,96: una somma, ovvero una "rinuncia" sostanzialmente irrisoria??? Appare, dunque, evidente che l'assenza di raggruppamento delle

Azioni di Risparmio di A non avrebbe avuto alcuna sostanziale o, comunque, rilevante influenza sul prezzo di emissione delle altre categorie.

Tutto ciò, in ogni caso, ed è bene ribadirlo, non riguarda l'applicazione di norme di legge, ma sottende ad un ragionamento di opportunità e, soprattutto, non riguarda il pregiudizio sul rapporto inerente i diritti legati a ciascuna Azione di Risparmio di Categoria A e le altre azioni che: o (i) erano e sono legati alla parità contabile ed al numero di azioni in circolazione ed allora andavano e vanno proporzionalmente modificati al variare di tali parametri o (ii) erano e sono slegati da questi ultimi e allora il semplice passaggio da Euro 0,013 ad Euro 1,293 o Euro 1,3 per Azione Ordinaria che dovrebbe prescindere dalla parità contabile e dal numero di azioni in circolazione, porta *sic et simpliciter* ad una modifica sostanziale dei diritti che, si ribadisce, di per sé non era illecita, ma doveva e deve "semplicemente" essere approvata dall'assemblea speciale.

In tali premesse rilevo, inoltre, che né il Consiglio di Amministrazione, né il Collegio Sindacale hanno fornito informativa su alcune questioni che non trovano ancora alcuna compiuta risposta tra cui:

- a) Nell'ambito del computo dei rapporti di cambio per il progetto di fusione con Unipol si è tenuto conto e/o si terrà conto della circostanza che alle Azioni Ordinarie e di Risparmio di Categoria B sia riconosciuto un ulteriore concorso agli utili in misura fissa pari ad Euro 1,293 per azione, "slegato" dalla parità contabile da queste azioni rappresentata??? Se sì, quali potrebbero essere gli effetti di tale diritto??? In quali documenti e/o sezioni sono menzionati e/o calcolati gli effetti di tali riconoscimenti che si ribadisce prescindono dalla parità contabile effettiva delle azioni e consentono un diritto alla ripartizione dell'utile:
  - per le Azioni Ordinarie pari a circa (i) il 135% in più rispetto a quello che sarebbe spettante alla parità contabile (ovvero al valore nominale implicito di ciascuna azione), (ii) oltre al "differenziale di riallineamento" derivante delle Azioni di Risparmio di Categoria B pari ad Euro 0,007 e (iii) oltre al dividendo c.d. "pari passu" per tutte le categorie???
  - per le Azioni di Risparmio di Categoria B pari a circa (i) il 229% in più rispetto a quello che spetterebbe in base alla parità contabile teorica, oltre (ii) al dividendo privilegiato proprio di queste azioni (il 6,5% della parità contabile teorica di Euro 0,565 pari ad Euro 0,36 per azione) e (iii) oltre al dividendo "pari passu" per tutte le categorie???
- b) della circostanza che alle Azioni di Risparmio di Categoria B sia riconosciuto l'ulteriore concorso agli utili in misura fissa e privilegiata pari ad Euro 1,293 per azione corrispondente a circa il 229% della parità contabile implicita teorica di Euro 0,565, oltre a quello privilegiato di Euro 6,5% della parità contabile implicita teorica di Euro 0,565, è stata data

- adeguata informativa in occasione dell'aumento di capitale e nelle relative relazioni del Consiglio di Amministrazione e nei relativi prospetti diffusi al pubblico??? Se si, in quali sezioni sono contenute esplicitamente queste avvertenze con gli esempi numerici???
- c) Della circostanza che alle Azioni Ordinarie sia riconosciuto un concorso agli utili in misura fissa e privilegiata pari ad Euro 1,3 per azione corrispondente a circa il 128% della parità contabile implicita effettiva di Euro 0,96, è stata data adeguata informativa in occasione dell'aumento di capitale e nei relativi prospetti diffusi al pubblico??? Se si, in quali sezioni sono contenute in misura esplicita queste avvertenze???
- d) Se l'utile conseguito in un esercizio della Società, destinato in tutto o in parte, alla distribuzione (del dividendo) alle Azioni Ordinarie, non fosse pari o superiore ad almeno Euro 1.633.054.589,84 (il che ad oggi è ovviamente una sostanziale certezza), quale norma di legge e/o statutaria stabilirebbe in modo certo e chiaro che l'importo di utile (inferiore) "disponibile" dovrebbe essere ripartito in misura "proporzionale" tra le Azioni di Risparmio di Categoria B e quelle Ordinarie come precisato nella Nota Interpretativa e da ultimo nei pareri e nelle osservazioni del Consiglio di Amministrazione???
- e) Se alle Azioni di Risparmio di Categoria B e a quelle Ordinarie non fosse possibile riconoscere integralmente la "retrocessione privilegiata da Classe A" e/o differenziale sulle Risparmio di Categoria A, pari ad Euro 1,293 per azione, perché tale diritto non dovrebbe essere mantenuto a valere sugli utili negli esercizi futuri fino alla concorrenza del suddetto importo??? Del caso, in base a quale norma di legge e/o norma statutaria detto diritto a vedersi riconoscere il differenziale dovrebbe venir meno???
- f) Se non fosse possibile colmare la differenza tra il "dividendo complessivo" delle Azioni di Risparmio di Categoria A e quelle Ordinarie, è corretto concludere che le norme statutarie, come interpretate dalla Società, non risulterebbero nella sostanza rispettate???
- g) La circostanza che alle Azioni di Risparmio di Categoria B sia riconosciuto un ulteriore concorso agli utili in misura fissa e privilegiata pari ad Euro 1,293 per azione, corrispondente a circa il 229% della parità contabile implicita teorica di Euro 0,565, oltre a quello privilegiato di Euro 6,5% della parità contabile implicita teorica di Euro 0,565, non viola i rapporti che sussistono tra le quote di ripartizione agli utili in via privilegiata e/o differenziata tra le Azioni di Categoria A e quelle di Categoria B differenziandole notevolmente??? (Si ricorda sempre che detta somma pari al 228% della parità contabile implicita andrà distribuita prima che si proceda alla distribuzione dell'utile "pari passu" a tutte le categorie).
- 

h) Per quale motivo ed in base a quale norma statutaria e di legge viene accreditata la tesi che deve essere distribuito l'importo di Euro 0,007 per Azione Ordinaria a colmare il differenziale tra le Azioni Ordinarie e di Azioni di Risparmio di Categoria B e solo successivamente la distribuzione di Euro 1,293 per Azione Ordinaria rispetto alle Azioni di Risparmio di Categoria A e non viceversa???

Non da ultimo, le conseguenze delle linea interpretativa della Società, assumono un particolare rilievo in sede di comparazione dei diritti inerenti le varie classi di azioni coinvolte nell'operazione di fusione, con specifico riferimento alle azioni ordinarie Unipol Assicurazioni, ordinarie Premafin, ordinarie e risparmio Milano Assicurazioni, che certamente non godono di un siffatto privilegio nella misura sopra indicata.

In particolare, come è noto, il Consiglio di Amministrazione di Fonsai - Società Incorporante - tenuto conto dei *range* di valutazione fissati dagli *advisor* finanziari, ha provveduto a determinare i rapporti di cambio nella seguente misura:

- numero 0,050 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo) per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo) per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo) per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria B dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo) per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Nell'ambito delle metodologie per la valutazione dei concambi sono stati utilizzati anche i c.d. Dividend Discount Model, ovvero le attualizzazioni dei flussi di dividendi futuri che ritengo abbiano tenuto conto anche delle specifiche prerogative di ciascuna classe di azioni nel concorrere in misura più o meno proporzionale al monte utili distribuibili. Risulta, infatti, evidente che, allo stato, le Azioni Ordinarie Fonsai (e di Risparmio di Categoria B) in sede di distribuzione dell'utile concorrono o concorrerebbero in misura più che proporzionale al loro numero ed alla loro parità contabile effettiva (Euro 0,96 per azione con una distribuzione fissa di Euro 1,3 per azione "on top" del monte utili distribuibile), rispetto a quella delle altre classi di azioni ordinarie e/o di risparmio (Milano Assicurazioni) pre fusione e di questo se ne sarebbe dovuto tener conto per identificare valori confrontabili ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, tra le diverse classi.

A prescindere, dunque, dalla vertenza giudiziale che potrebbe scaturire quanto alla classe di Azioni di Risparmio di Categoria A, la struttura ipotizzata, a parere del sottoscritto, pone ulteriori e





significativi dubbi interpretativi sulla complessa operazione di fusione. Appare evidente che la sussistenza di diverse classi di azioni anche nella struttura del capitale post-fusione, con un siffatto regime di c.d. "retrocessione privilegiata" non sarà certamente funzionale agli interessi della Società. Sarebbe poco apprezzata dal mercato una struttura di distribuzione dei dividendi che per entità non avrebbe precedenti in nessuna quotata italiana e, forse, neppure in nessuna quotata estera: ci si immagini solo come potrebbero essere formulati i prospetti di ripartizione dell'utile in presenza della necessità di assicurare il "differenziale" di Euro 1.633.054.589,84 in via automatica solo a considerare il numero di Azioni Ordinarie e di Risparmio Categoria B Fonsai oggi in circolazione, certamente destinato ad aumentare sensibilmente dopo la fusione.

Posto che, secondo quanto contenuto nei documenti informativi dell'aumento di capitale, nelle relazioni degli amministratori e nelle numerose comunicazioni della società (prima della nota interpretativa del 15.2.2013), le Azioni di Risparmio Categoria A rispetto a quelle di Categoria B si differenziavano principalmente nella sussistenza di una prelazione nella ripartizione della quota di patrimonio in caso di liquidazione della società, nella distribuzione di dividendo privilegiato in caso di utile e nella previsione di una quota percentuale fissa di quest'ultimo rispetto a quella in percentuale sulla parità contabile per la Categoria B, affermandosi una piena equivalenza e proporzione dei diritti e delle due Categorie, le problematiche sopra accennate verrebbero certamente meno laddove si perseguisse un obiettivo di semplificazione della struttura del capitale.

Laddove, infatti, venisse meno la Categoria A delle Azioni di Risparmio Fondiaria Sai, da concambiarsi con Azioni di Risparmio di Categoria B (i) in ragione di 1 azione ogni 177, onde mantenere inalterati i rapporti della parità contabile implicita teorica afferenti le rispettive classi di azioni (Euro 100 per quelle di Categoria A ed Euro 0,565 per quelle di Categoria B) cui sono legati i diritti privilegiati, e (ii) previa distribuzione di riserve in ragione di Euro 1,3 per ogni Azione di Risparmio di Categoria A posseduta, prima del loro annullamento per conversione, onde compensare la perdita del privilegio statutariamente previsto e già cumulato in ragione di Euro 6,5 per ciascuno dei due trascorsi esercizi (che diversamente ad oggi non avrebbero le Azioni di Risparmio di Categoria B emesse solo alla fine del 2012), si realizzerebbe appieno tale obiettivo.

Senza entrare negli aspetti più squisitamente tecnici sulle modalità attraverso cui attuare detta operazione, va da sé che a fronte della conversione nei termini prospettati, oltre a semplificarsi la struttura del capitale, verrebbero meno gli effetti distorsivi del riconoscimento del "differenziale" tra Euro 6,5 ed Euro 5,2 per ogni Azione rispettivamente Ordinaria e di Risparmio di Categoria A Fonsai, anche sui concambi, così come ogni vertenza potenzialmente connessa a tale regime, mentre la possibilità che l'eventuale riconoscimento del diritto di recesso alle sole Azioni di Risparmio di Categoria A (stante il venir meno dei diritti sulla prelazione ed il privilegio rispetto alle B) possa



tradursi in un ulteriore esborso da parte della Società, sarebbe significativamente controbilanciato dalla circostanza che di fatto la conversione risulterebbe economicamente e finanziariamente più conveniente rispetto all'esercizio stesso del diritto di recesso.

Credo che la suddetta operazione sarebbe condivisa da un ampio numero di azionisti in misura tale da assicurare e superare i quorum deliberativi dell'assemblea speciale degli Azionisti di Risparmio di Categoria A, con approvazione della relativa delibera assunta in sede di assemblea straordinaria.

Il Rappresentante Comune propone, dunque, che l'assemblea oltre ad autorizzarlo all'azione legale gli dia indicazione di soprassedere e non rinunciare alla stessa ove la proposta di conversione come da ultimo formulata e contenuta nella propria comunicazione del 15 marzo 2013 al Consiglio, che viene allegata al presente verbale e distribuita in assemblea, sia accolta e posta in essere dalla Società come da proposta di cui si da lettura:

*L'assemblea speciale degli Azionisti di Risparmio di Categoria A di Fondiaria – Sai S.p.A. esaminata:*

*- la Relazione del Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio di Categoria A,*

*- le Considerazioni del Consiglio di Amministrazione;*

*- la proposta ivi formulata;*

*- perso atto della proposta – formulata dal Rappresentante Comune di Categoria in data 15 marzo 2013 allegata al presente verbale - di conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in Azioni di Risparmio di Categoria B di Fondiaria Sai da concambiarsi in ragione di 1 ogni 177 - onde mantenere inalterati i rapporti della parità contabile implicita teorica afferenti le rispettive classi di azioni (Euro 100 per quelle di Categoria A ed Euro 0,565 per quelle di Categoria B) cui sono legati i diritti privilegiati - e (ii) previa distribuzione di riserve in ragione di Euro 1,3 per ogni Azione di Risparmio di Categoria A posseduta, prima del loro annullamento per conversione, onde compensare la perdita del privilegio statutariamente previsto e già cumulato in ragione di Euro 6,5 per ciascuno dei due trascorsi esercizi (che diversamente ad oggi non avrebbero le azioni di Risparmio di Categoria B emesse solo alla fine del 2012),*

*delibera*


*di conferire mandato al Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio di Categoria A di impugnare e/o contestare e/o far dichiarare nulle, invalide, annullabili, inefficaci e/o inopponibili anche in via parziale e/o disgiunta e/o incidenter tantum in ogni sede giudiziale, amministrativa, nessuna esclusa, le deliberazioni assembleari di cui ai punti 1,2,3,4,5 all'Ordine del Giorno della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti di Fondiaria Sai S.p.A. tenutasi il 27 giugno 2012, come risultanti dal verbale a rogito del Notaio Dott. Ettore Morone Repertorio n. 115.214 Raccolta n. 19.498 (All. sub 9), ed ogni altro atto inerente e conseguente e - per quanto occorrere*



*possa - di conferire mandato al Rappresentante Comune per il compimento di ogni atto conseguente, ivi compresa la possibilità di conferire mandato alle liti a procuratori speciali, nominare esperti nell'interesse degli Azionisti di Risparmio di Categoria A e porre in essere tutte le relative iniziative e/o azioni legali necessarie e/o funzionali a tali scopi, al fine di rimuovere e/o dichiarare inefficaci gli effetti delle deliberazioni suddette e di ogni altro atto inerente dando mandato allo stesso sin da ora di soprassedere, interrompere, sospendere e/o rinunciare ad ogni azione giudiziale e/o legale amministrativa intrapresa laddove la Società ponga in essere ed esegua - preve le necessarie deliberazioni assembleari - una conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in Azioni di Risparmio di Categoria B da concambiarsi in ragione di 1 ogni 177 con previa distribuzione di riserve in ragione di Euro 1,3 per ogni Azione di Risparmio di Categoria A posseduta, prima del loro annullamento per conversione, onde compensare la perdita del privilegio statutariamente previsto e già cumulato in ragione di Euro 6,5 per ciascuno dei due trascorsi esercizi come proposta dal Rappresentante Comune in data 15 marzo 2013, ovvero un'operazione analoga che nella sostanza ne rispettasse i rapporti di conversione e gli indennizzi per ciascuna azione come sopra espressamente e specificatamente proposti".*

Si viene poi a rappresentare gli azionisti che la deliberazione proposta dal Rappresentante Comune di impugnare la delibera del 27 giugno 2012 ha oggetto impossibile in quanto secondo il Consiglio di Amministrazione quest'ultima non avrebbe effetti lesivi. In realtà questo è assolutamente errato non solo nella sostanza ma anche nella forma: la delibera del Rappresentante Comune è un mandato ad impugnare quella del 27 giugno 2012.

Relativamente al fondo comune per la tutela dei diritti di categoria, si sottolinea che il Rappresentante Comune ha richiesto il versamento di Euro 250.000 su un conto dedicato del quale ovviamente fornirà analitico rendiconto. La Società a tutt'oggi si è rifiutata di versare dette somme, in contrasto con le norme di legge.



A seguito 3)

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  
Fondiarria Sai S.p.A.  
Corso Galileo Galilei, 12  
10126 TORINO

Alla cortese attenzione del

Presidente del Consiglio di Amministrazione  
Dottor Fabio Cerchiai

Amministratore Delegato  
Dott. Carlo Cimbri

Segretario del Consiglio e del Comitato Esecutivo  
Dottor Roberto Giay


Via e-mail

Milano, 15 Marzo 2013

**Oggetto: Proposta di conversione delle Azioni di Risparmio di  
Categoria A in Azioni di Risparmio di Categoria B**

Egredi Signori,

Come a Voi noto a seguito della diffusione della Nota Interpretativa  
del 15.2.2013 sono state evidenziate da parte del sottoscritto in rappresentanza



degli Azionisti di Risparmio di Categoria A di Fondiaria Sai S.p.A. ("Fonsai") numerose criticità afferenti il trattamento riservato a detta classe di azioni, specie con riferimento alle deliberazioni assunte dall'assemblea dei soci del 27 giugno 2012.

Sul punto, richiamando quanto esposto nella mia relazione per l'assemblea speciale, convocata per il 23-25-26 marzo 2013, ritengo opportuno sottolineare che la struttura ipotizzata potrebbe avere anche importanti e negativi riflessi sui previsti concambi dell'operazione di fusione in atto.

Il prospettato meccanismo di riconoscimento del "differenziale" tra Euro 5,2 ed Euro 6,5 sul dividendo complessivo delle Azioni Ordinarie e quelle di Risparmio di Categoria A Fonsai, si traduce in una retrocessione di una quota fissa pari ad Euro 1,3 a valere sul monte utili per ciascuna delle Azioni Ordinarie e delle Azioni di Risparmio di Categoria B in circolazione. In definitiva tale retrocessione è da attuarsi in via "automatica" ogni qualvolta, in presenza di un utile, sia proposta una distribuzione dello stesso alle azioni ordinarie qualsivoglia ne sia l'importo unitario. Va da sé, infatti, che al ricorrere di tale ipotesi l'ammontare complessivo da riconoscersi sia alla classe delle Azioni Ordinarie sia a quella di Risparmio di Categoria B di Fondiaria Sai sarebbe pari ad Euro 1.633.054.589,84, ampiamente esorbitante la possibilità di un suo soddisfacimento.

Le conseguenze della linea interpretativa da ultimo adottata dalla società, assumono un particolare rilievo in sede di comparazione dei diritti inerenti le varie classi di azioni coinvolte nell'operazione di fusione, con specifico riferimento alle azioni ordinarie Unipol Assicurazioni, ordinarie Premafin, ordinarie e risparmio Milano Assicurazioni che certamente non godono di un siffatto privilegio nella misura sopra indicata.

In particolare, come è noto, il consiglio di amministrazione di Fonsai - società Incorporante - tenuto conto dei *range* di valutazione fissati dagli *advisor* finanziari, ha provveduto a determinare i rapporti di cambio nella seguente misura:

- numero 0,050 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, (n.b. del dividendo) per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, (n.b. del dividendo) per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo), per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante, aventi godimento regolare (n.b. del dividendo), per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni

Nell'ambito delle metodologie per la valutazione dei concambi sono stati utilizzati anche i c.d. *Dividend Discount Model*, ovvero le attualizzazioni dei flussi di dividendi futuri che ritengo abbiano tenuto conto anche delle specifiche prerogative di ciascuna classe di azioni nel concorrere in misura più o meno proporzionale al monte utili distribuibili. Risulta, infatti, evidente che, allo stato, le azioni Ordinarie Fonsai (e di Risparmio di Categoria B) in sede di distribuzione dell'utile concorrono o concorrerebbero in misura più che proporzionale al loro numero ed alla loro parità contabile effettiva (Euro 0,96 per azione con una distribuzione fissa di Euro 1,3 per azione "on top" del monte utili distribuibile), rispetto a quella delle altre classi di azioni ordinarie e/o di risparmio (Milano Assicurazioni) pre fusione e di questo se ne sarebbe dovuto tener conto per identificare valori confrontabili ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, tra le diverse classi.



3

A prescindere dunque dalla vertenza giudiziale che potrebbe scaturire quanto alla classe di Azioni di Risparmio di Categoria A, la struttura ipotizzata, a parere del sottoscritto, pone ulteriori e significativi dubbi interpretativi sulla complessa operazione di fusione. Appare evidente che la sussistenza di diverse classi di azioni anche nella struttura del capitale post-fusione, con un siffatto regime di c.d. "retrocessione privilegiata" non sarà certamente funzionale agli interessi della società. Sarebbe poco apprezzata dal mercato una struttura di distribuzione dei dividendi che per entità non avrebbe precedenti in nessuna quotata italiana e forse neppure in nessuna quotata estera: ci si immagini solo come potrebbero essere formulati i prospetti di ripartizione dell'utile in presenza della necessità di assicurare il "differenziale" di Euro 1.633.054.589,84 in via automatica solo a considerare il numero di azioni Ordinarie e di Risparmio Categoria B Fonsai oggi in circolazione, certamente destinato ad aumentare sensibilmente dopo la fusione.

Posto che, secondo quanto contenuto nei documenti informativi dell'aumento di capitale, nelle relazioni degli amministratori e nelle numerose comunicazioni della società (prima della nota interpretativa del 15.2.2013), le Azioni di Risparmio Categoria A rispetto a quelle di Categoria B si differenziavano principalmente nella sussistenza di una prelazione nella ripartizione della quota di patrimonio in caso di liquidazione della società, nella distribuzione di dividendo privilegiato in caso di utile e nella previsione di una quota percentuale fissa di quest'ultimo rispetto a quella in percentuale sulla parità contabile per la Categoria B, affermandosi una piena equivalenza e proporzione dei diritti e delle due Categorie, le problematiche sopra accennate verrebbero certamente meno laddove si perseguisse un obiettivo di semplificazione della struttura del capitale.

Laddove, infatti, venisse meno la Categoria A delle Azioni di Risparmio Fondiaria Sai da concambiarsi con Azioni di Risparmio di

Categoria B (i) in ragione di 1 ogni 177 - onde mantenere inalterati i rapporti della parità contabile implicita teorica afferenti le rispettive classi di azioni (Euro 100 per quelle di Categoria A ed Euro 0,565 per quelle di Categoria B) cui sono legati i diritti privilegiati - e (ii) previa distribuzione di riserve in ragione di Euro 13 per ogni Azione di Risparmio di Categoria A posseduta, prima del loro annullamento per conversione, onde compensare la perdita del privilegio statutariamente previsto e già cumulato in ragione di Euro 6,5 per ciascuno dei due trascorsi esercizi (che diversamente ad oggi non avrebbero le azioni di Risparmio di Categoria B emesse solo alla fine del 2012), si realizzerebbe appieno tale obiettivo.

Senza entrare negli aspetti più squisitamente tecnici sulle modalità attraverso cui attuare detta operazione, va da sé che a fronte della conversione nei termini prospettati, oltre a semplificarsi la struttura del capitale, verrebbero meno gli effetti distorsivi del riconoscimento del "differenziale" tra Euro 6,5 ed Euro 5,2 per ogni azione rispettivamente Ordinaria e di Risparmio di Categoria A Fonsai, anche sui concambi, così come ogni vertenza potenzialmente connessa a tale regime, mentre la possibilità che l'eventuale riconoscimento del diritto di recesso alle sole Azioni di Risparmio di Categoria A (stante il venir meno dei diritti sulla prelazione ed il privilegio rispetto alle B) possa tradursi in un ulteriore esborso da parte della società, sarebbe significativamente controbilanciato dalla circostanza che di fatto la conversione risulterebbe economicamente e finanziariamente più conveniente rispetto all'esercizio stesso del diritto di recesso.

Non da ultimo ed in ragione di ciò posso, infine, confermarVi che la suddetta operazione sarebbe condivisa da un ampio numero di azionisti in misura tale da assicurare e superare i quorum deliberativi dell'assemblea speciale degli Azionisti di Risparmio di Categoria A, con approvazione della relativa delibera assunta in sede di assemblea straordinaria.



Ritengo, pertanto, opportuno nella mia qualità di rappresentante comune formulare al Consiglio di Amministrazione Fonsai la proposta di conversione delle Azioni di Risparmio di Categoria A in Azioni di Risparmio di Categoria B nei termini sopra prospettati, rappresentando l'urgenza della questione, anche in vista della prossima assemblea speciale e delle conseguenze che potrebbe derivare dall'innestarsi di una vertenza che mi auguro fermamente possa essere composta nell'interesse reciproco.

Distinti saluti

Avv. Dario Trevisan

