

FONDIARIA – SAI S.p.A.

Parere circa gli effetti economici sui diritti degli azionisti di risparmio delle delibere dell'assemblea straordinaria dei soci tenuta il 19 marzo 2012



Spettabile
DOTT. SANDRO QUAGLIOTTI
nella sua funzione di rappresentante comune
degli azioni di risparmio di Fondiaria – SAI S.p.A.
Via Benedetto Varchi, 14
50100 Firenze

Firenze, 21 Maggio 2012

Egregio Dott. Quagliotti,

Siamo stati chiamati ad esprimere un parere professionale circa gli effetti economici sui diritti degli azionisti di risparmio di Fondiaria — SAI S.p.A. delle delibere dell'assemblea straordinaria dei soci della medesima società tenuta il 19 marzo 2012, che ha approvato l'eliminazione del valore nominale delle azioni ordinarie e di risparmio, il raggruppamento delle azioni ordinarie e di risparmio e le modifiche agli art. 6, 10, 27 e 31 dello statuto sociale.

In particolare, siamo stati chiamati ad esprimere il nostro parere professionale relativamente a due questioni sollevate dall'azionista di risparmio Dott. Andrea Tempofosco:

- Presunto pregiudizio derivante alla categoria degli azionisti di risparmio dalla eliminazione del Valore Nominale delle Azioni e conseguente riscrittura dei privilegi spettanti alle azioni di risparmio, ancorati al valore nominale delle azioni precedentemente alla delibera del 19 marzo 2012;
- Presunto pregiudizio derivante alla categoria degli azionisti di risparmio dalla proposta di aumento di capitale che prevede l'offerta in opzione agli attuali azionisti di risparmio di sole nuove azioni di risparmio di categoria "B".

Il lavoro da noi svolto si è basato su dati e informazioni forniteci dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio e/o rivenienti da quanto pubblicato sul sito di Fondiaria - SAI S.p.A..

Il nostro parere non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile, quali nuove normative di settore.

Le nostre analisi sono state condotte tenuto conto del nuovo Statuto Sociale e ripercorrendo la casistica proposta dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco.

Con riferimento alla prima questione sollevata, riferita alla eliminazione del valore nominale delle azioni di risparmio e al conseguente adeguamento dei privilegi delle azioni di risparmio medesime, si è proceduto a verificare, tramite esempi, l'effetto in caso di distribuzione di dividendi, sia di un aumento di capitale effettuato "alla

Ufficio di Firenze: Via Delle Mantellate, 9 1 50129 Firenze I Italy
Tel +39 055 4684529 I Fax +39 055 4684611 I E-mail pkf.fi@pkf.ft I www.pkf.ft



parità contabile delle azioni in circolazione" per le azioni ordinarie e "sotto la parità contabile delle azioni in circolazione" per le azioni di risparmio (Esempio 1 Sezione 4), sia di un aumento di capitale effettuato "alla parità contabile delle azioni in circolazione" sia per le azioni ordinarie che di risparmio (Esempio 2 Sezione 4).

In entrambi i casi, ipotizzando un dividendo pari al 5% della parità contabile per le azioni ordinarie, si giunge ad un dividendo pari al 10,2% della rispettiva parità contabile per le azioni di risparmio, evidenziando la neutralità della delibera dell'assemblea straordinaria di Fondiaria - SAI S.p.A del 19 marzo 2012.

Quanto alla seconda questione sollevata dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco circa il presunto pregiudizio derivante alla categoria degli azionisti di risparmio dalla proposta di aumento di capitale che prevede l'offerta in opzione agli attuali azionisti di risparmio di sole nuove azioni di risparmio di categoria "B", è possibile sinteticamente rilevare quanto segue.

La fattibilità giuridica di un aumento di capitale che offra in opzione, agli attuali azionisti di risparmio, categorie diverse di azioni è espressamente prevista dal legislatore e l'esercizio del diritto di opzione è l'istituto preposto a tutela degli interessi degli azionisti.

Le analisi numeriche evidenziano che il rendimento in termini percentuali rispetto alla parità contabile è il medesimo per le due categorie di azioni di risparmio con il che escludendo che la delibera oggetto di analisi generi un danno alla categoria speciale degli azionisti di risparmio.

Si segnala inoltre che, tenuto conto dell'attuale andamento dei mercati, attribuire privilegi alle emittende azioni di risparmio pari, in valore assoluto, a quelli previsti per le azioni di risparmio attualmente in circolazione, avrebbe condotto a valori di rendimento non sostenibili. Infatti, nell'esempio numerico svolto, riportato nel paragrafo 5, ipotizzando un dividendo agli azionisti ordinari pari al 5%, agli azionisti di risparmio, anziché un dividendo del 10,2% dell'investimento, verrebbe riconosciuto un dividendo pari al 35,8% dell'investimento medesimo.

* **

Tutto ciò premesso, è nostra opinione che le delibere in sede di Assemblea Straordinaria del 19 marzo 2012 di Fondiaria - SAI S.p.A. non pregiudichino i diritti della attuale categoria speciale degli azionisti di risparmio.

Rimaniamo a Vostra disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento e, con l'occasione, inviamo distinti saluti.

TRITICIADIA

Massimo Innocenti



Indice	
INDICE	}
1. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	١.
2. OGGETTO DELLA DELIBERA DELL'ASSEMBLEA	
STRAORDINARIA DEL 19 MARZO 20124	ļ
3. CONSIDERAZIONI PRELIMINARI	;
4. ANALISI DELLA PRIMA QUESTIONE SOLLEVATA	
DALL'AZIONISTA DOTT. ANDREA TEMPOFOSCO10)
"Eliminazione del valore nominale delle azioni e conseguente	
RISCRITTURA DEI PRIVILEGI SPETTANTI ALLE AZIONI DI RISPARMIO,	
ANCORATI, NELLA PRECEDENTE VERSIONE DELLO STATUTO AL VALORE	
NOMINALE" 10)
Informazioni ottemute 10)
Motivazioni del parere 12	2
Conclusioni	
5. ANALISI DELLA SECONDA QUESTIONE SOLLEVATA	
DALL'AZIONISTA DOTT. ANDREA TEMPOFOSCO2)
"DELIBERA DI AUMENTO DI CAPITALE TRAMITE EMISSIONE DI UNA NUOVA	
CATEGORIA DI AZIONI DI RISPARMIO (AZIONI DI RISPARMIO DI CATEGORIA B)	
ED ASSEGNAZIONE AGLI AZIONISTI DI RISPARMIO POSSESSORI DI AZIONI DI	
RISPARMIO DI CATEGORIA À DI DIRITTI DI OPZIONE SELLE AZIONI DI	
RISPARMIO DI CATEGORIA B."	0
Informazioni ottenute2	9
Motivazioni del parere2	1
Conclusioni	9



1. Documentazione utilizzata

Per lo svolgimento del nostro incarico ci siamo basati sulla seguente documentazione:

 Verbale della parte straordinaria dell'assemblea degli azionisti della "Fondiaria-SAI S.p.A." tenutasi il 19 marzo 2012, in seconda convocazione, Rep. N. 115.103, Raccolta n. 19.429 Studio Notarile Morone, con i relativi allegati, ed in particolare:

Allegato a): Relazione Illustrativa degli Amministratori del 29 gennaio 2012

Allegato b): Riscontro lettera del 14 marzo 2012 del rappresentante comune degli azionisti di risparmio di Fondiaria- SAI del 16 marzo 2012

Allegato c): Integrazione alla relazione illustrativa degli Amministratori del 18 marzo 2012

- Comunicato Stampa di Fondiaria-SAI S.p.A. del 19 marzo 2012
- Relazione del rappresentante comune degli azionisti di risparmio per l'Assemblea degli Azionisti di Risparmio del 9 marzo 2012
- Assemblea di Risparmio di Fondiaria-SAI S.p.A. del 11-12-13 Aprile 2012
- Verbale della parte ordinaria dell'assemblea degli azionisti tenutasi il 19 marzo 2012, in seconda convocazione, con i relativi allegati
- Casistiche di delibere analoghe, approfondimenti dottrinali e giurisprudenziali, studi di settore e di analisti finanziari, articoli della stampa specializzata ed altre informazioni disponibili al pubblico.

2. Oggetto della delibera dell'Assemblea Straordinaria del 19 marzo 2012

In data 19 Marzo 2012 l'assemblea Straordinaria di Fondiaria -SAI S.p.A. ha deliberato:

- di eliminare l'indicazione del valore nominale delle azioni ordinarie e di risparmio di Fondiaria -SAI S.p.A., ai sensi degli articoli 2328 e 2346 del codice civile;
- 2) di raggruppare, in data da determinarsi di concerto con Borsa Italiana S.p.A. e ogni altra autorità competente, le azioni ordinarie e di risparmio in circolazione nel rapporto di n. 1 nuova azione ordinaria o di risparmio ogni n. 100 azioni, rispettivamente, ordinarie o di risparmio;
- 3) di approvare che la Società possa emettere nuove azioni di risparmio (di seguito le "Azioni di Categoria B") aventi le stesse caratteristiche delle azioni di risparmio già in circolazione (di seguito le "Azioni di Categoria A") ad eccezione di quanto segue:



prelazione, dopo quanto spettante alle Azioni di Categoria A, nel rimborso del capitale fino a concorrenza di un importo per azione pari alla parità contabile media delle azioni della medesima categoria, intesa come il rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione delle Azioni di Categoria B ed il numero complessivo di Azioni di Categoria B esistenti (di seguito la "Parità Contabile delle Azioni di Categoria B");

- . dividendo privilegiato, dopo quello di euro 6,5 spettante alle Azioni di Categoria A, fino ad un importo pari al 6,5% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B;
- . dividendo complessivo maggiorato rispetto alle azioni ordinarie pari al 5,2% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B;
- . prelazione, dopo quanto spettante alle Azioni di Categoria A, nel rimborso del capitale in caso di liquidazione fino a concorrenza di un importo pari alla Parità Contabile delle Azioni di Categoria B;
- 4) di aumentare il capitale sociale a pagamento per un importo complessivo massimo di Euro 1.100.000.000,000, comprensivo degli eventuali sovrapprezzi, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2012, in forma scindibile, mediante emissione di azioni ordinarie ed Azioni di Categoria B aventi godimento regolare, da offirirsi in opzione, rispettivamente, ai soci titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari/portatori di Azioni di Categoria A, ai sensi dell'articolo 2441, primo, secondo e terzo comma, del codice civile;
- 5) di modificare le disposizioni statutarie relative alla convocazione dell'assemblea ordinaria per l'approvazione del bilancio di esercizio.



3. Considerazioni preliminari

Prima di rispondere in maniera analitica alle considerazioni rivolte dall'Azionista Dott. Andrea Tempofosco, merita precisare alcuni aspetti di carattere giuridico generale inerenti alla materia oggetto di analisi.

La possibilità di emettere azioni prive del valore nominale è espressamente prevista dal Codice Civile (Art. 2328 e 2346). La delibera di assemblea straordinaria di Fondiaria-SAI S.p.A. prevede l'eliminazione dell'indicazione del valore nominale sia delle azioni ordinarie che delle azioni di risparmio.

In caso di aumento di capitale sociale a pagamento, da parte di una S.p.A. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in misura almeno pari alla "parità contabile" delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale (art. 2346, comma 5°, Codice Civile). E' d'altro canto legittima, sempre in sede di aumento del capitale sociale a pagamento da parte di una S.p.A. con azioni prive del valore nominale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla "parità contabile" delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento (ossia pari al capitale sociale ante aumento, diviso per il numero delle azioni ante aumento), fermo restando che l'ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale.

In una S.p.A. che si sia avvalsa della facoltà di omettere l'indicazione del valore nominale delle azioni (art. 2346, commi 2° e 3°, c.c.), la deliberazione di aumento del capitale sociale a pagamento pone talune peculiarità, concernenti essenzialmente la determinazione del prezzo di emissione ed il suo rapporto sia con le azioni che con il capitale sociale stesso.

Il principio secondo il quale "in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale", dettato con precipuo riferimento all'emissione delle azioni in sede di costituzione della società, va adattato al caso dell'aumento a pagamento del capitale sociale, in occasione del quale va parafrasato nel senso che il valore dei conferimenti non può essere inferiore all'ammontare globale dell'aumento di capitale.

In mancanza di valore nominale tale principio viene rispettato applicando la regola secondo la quale il prezzo delle azioni di nuova emissione deve essere almeno pari alla "parità contabile" delle azioni di nuova emissione: il che vale quanto dire che il prezzo delle nuove azioni deve essere almeno pari al risultato della divisione dell'ammontare globale dell'aumento di capitale per il numero delle nuove azioni.

In tali casi la determinazione del sovrapprezzo, ai fini dell'applicazione della regola contenuta nell'art. 2439, comma 1°, c.c. (ove si impone l'immediato



versamento dell'intero sovrapprezzo e di almeno i 25 centesimi del valore nominale delle azioni sottoscritte) richiede proprio la determinazione della "parità contabile" delle azioni di nuova emissione, che viene indicata anche come "valore nominale inespresso" delle azioni medesime. Ad esempio, si ipotizzi che la società Alfa aumenti il capitale di massimi euro 875.000 mediante l'emissione di massime n. 1.000.000 azioni, senza valore nominale, ad un prezzo di un euro per ogni azione: in tal caso la "parità contabile" o il "valore nominale inespresso" delle azioni di nuova emissione è pari a euro 0,875 per ciascuna azione (ossia 875.000 diviso 1.000.000) e pertanto il sovrapprezzo per ciascuna azione, da versare integralmente all'atto della sottoscrizione, è pari ad euro 0,125.

Diverso è se si raffronta il prezzo di emissione delle azioni di compendio dell'aumento di capitale con la "parità contabile" o "valore nominale inespresso" delle azioni preesistenti all'aumento di capitale.

Nessun principio di diritto societario impone di mantenere invariata, in occasione di un aumento di capitale, la stessa parità contabile delle azioni preesistenti all'aumento: in altre parole, il rapporto tra la parte di capitale che si forma con l'aumento e il numero delle azioni di nuova emissione può essere diverso rispetto a quello sussistente tra il vecchio capitale e le vecchie azioni, di guisa che, dopo l'aumento si avrà una nuova parità contabile, diversa sia alla vecchia parità contabile, sia a quella delle azioni di nuova emissione. Ad esempio, si immagini che la società Alfa, con capitale di euro 1.000.000 diviso in n. 1.000.000 azioni senza valore nominale, aumenti il capitale di euro 1.000.000 con emissione di n. 500.000 nuove azioni, ovviamente sempre senza valore nominale. A prescindere dal prezzo di emissione, si noti che: la parità contabile delle azioni ante aumento era pari a euro 1,00 per azione (1.000.000 diviso 1.000.000); la parità contabile delle azioni di nuova emissione è pari a euro 2,00 per azione (1.000.000 diviso 500.000); la parità contabile di tutte le azioni post aumento è pari a euro 1,50 (2.000.000 diviso 1.500.000).

Tuttavia la società, avvalendosi di tale facoltà e sempre nel rispetto del principio della copertura del capitale di nuova formazione, può stabilire un prezzo di emissione inferiore alla parità contabile delle vecchie azioni. Sebbene sia chiaro che non vi sia alcun pregiudizio di interessi terzi rispetto alla compagine sociale, occorre però verificare se tale operazione non possa in qualche modo l'edere interessi ad essa interni, protetti da altri istituti del diritto societario.

Da tale punto di vista, tuttavia, si deve ritenere che l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sovrapprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) tuteli sufficientemente la posizione dei vecchi soci, la "diluizione" dei quali potrebbe avvenire solo in caso di mancato esercizio del diritto di opzione (ferma restando la loro possibilità di alienarlo agli altri soci o a terzi). Non pare quindi si possano rinvenire nel sistema sufficienti elementi per affermare l'inammissibilità di una deliberazione di aumento di capitale che non rispetti la parità contabile riferita alle vecchie azioni, bensì si limiti a fissare un prezzo pari al valore nominale inespresso delle nuove azioni.

E' vero che tale operazione rischierebbe di aggravare la posizione delle minoranze, per i motivi appena evidenziati, ma si tratta in sostanza della medesima



posizione in cui i soci di minoranza si trovano in caso di azioni con valore nominale e in cui del resto si trovavano già prima della riforma.

Si consideri infatti che, così come può essere determinato un prezzo di emissione delle azioni senza valore nominale svincolato dal valore reale oltre che dal valore contabile delle azioni già in circolazione, allo stesso modo l'assemblea di una società con azioni con valore nominale è totalmente libera di deliberare un aumento di capitale a pagamento, offrendo le azioni in opzione ai soci, determinando il prezzo di emissione a prescindere dal valore effettivo del patrimonio sociale e dal valore reale delle azioni (nei limiti dell'abuso di maggioranza, e salvo il limite, verso il basso, dato dal valore nominale). Da un punto di vista qualitativo, la posizione dei soci di minoranza è la medesima, in quanto in entrambi i casi essi non possono opporsi alla diluizione del valore delle vecchie azioni, bensì possono tutelarsi, al pari di tutti i soci, unicamente mediante l'esercizio dei diritti di opzione o mediante la loro vendita.

Anche da un punto di vista quantitativo, del resto, la posizione degli uni (i soci di minoranza delle società con azioni senza valore nominale) e degli altri (i soci di minoranza delle società con azioni con valore nominale) sarà deteriore o migliore in dipendenza della situazione di fatto in cui versa la società. Potranno infatti subire un "rischio" anche maggiore i secondi, allorché la società deliberi un aumento a pagamento alla pari, pur in presenza di ingenti riserve e considerevoli valori latenti di avviamento, rispetto a quanto potrebbero "rischiare" i primi, laddove la società deliberasse un aumento a pagamento fissando un prezzo inferiore al valore contabile delle loro azioni, in presenza di un patrimonio sociale con un valore effettivo pari al capitale sociale. Il valore nominale, in altre parole, pone sì un limite alla determinazione del prezzo di emissione, ma si tratta di un limite a tutela della copertura del capitale e non già a tutela dei soci.

L'interesse sociale a poter disporre di una simile modalità di dare esecuzione ad un aumento di capitale è d'altronde evidente - ed è stata sottolineata dalla più autorevole dottrina che ha esaminato le azioni senza valor nominale - allorché si pensi agli aumenti di capitale sociale deliberati da società che, pur non essendo costrette a ripianare perdite contabilmente evidenziatesi, si trovano in situazioni poco felici o con prospettive future poco rosee, sì da dover incentivare il conferimento di capitale di rischio mediante l'emissione di azioni sotto la vecchia parità contabile. Si tratta quindi di uno strumento a disposizione della società, la quale è libera di utilizzarlo, al di là di quanto derivi da un'effettiva situazione di difficoltà o di necessità, nei limiti ovviamente dell'abuso della maggioranza nei confronti della minoranza, al pari del resto di quanto avviene in ordine alla determinazione del prezzo delle azioni (con valore nominale) in tutte le ipotesi di aumento di capitale con diritto di opzione.

In conseguenza dell'eliminazione del valore nominale unitario, vengono riscritti i diritti degli azionisti (ordinari e di risparmio) rispetto alla determinazione del dividendo e i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in tema di partecipazione alle perdite e di riduzione del capitale sociale.

Con particolare riferimento ai diritti in sede di distribuzione degli utili, le azioni di risparmio riceveranno un privilegio pari al 6,5% di Euro 1,00 per azioni (e, quindi, di Euro 0,065 per azione). L'eventuale parte rimanente dell'utile sarà



poi ripartita tra azioni ordinarie e di risparmio, in modo tale che a queste ultime spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle prime, in misura pari al 5,2% di Euro 1,00 (e dunque di Euro 0,052).

Tale modifica rappresenta un mero adeguamento dell'entità dei privilegi in valore assoluto rispetto alla precedente espressione in termini percentuali.

Inoltre, all'art. 6 dello Statuto Sociale viene inserita una "clausola di adeguamento" che recita come segue: "Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari (come anche nel caso di operazioni sul capitale ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti) gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio saranno modificati in modo conseguente".

Tale clausola di adeguamento impone alla società di operare in modo tale da sterilizzare eventuali effetti sui privilegi degli azionisti di risparmio derivanti dalla variazione della parità contabile delle azioni sia ordinarie che di risparmio.

Con riferimento poi all'operazione di raggruppamento delle azioni ordinarie e di risparmio nel rapporto di 1:100, questo comporta una riduzione del numero di azioni in circolazione della società, che vengono quindi sostituite da nuove azioni secondo un rapporto definito. Contestualmente il prezzo deve aumentare in proporzioni inverse rispetto al decremento del numero di azioni.

Con un raggruppamento 1 a 100, come nel caso di specie, a ciascun azionista viene assegnata 1 "nuova" azione per ogni 100 "vecchie" possedute: dopo quest'operazione, quindi, il numero di azioni in circolazione della società sarà esattamente un centesimo. E i diritti patrimoniali degli azionisti di risparmio vengono riscritti nella medesima proporzione.



4. Analisi della prima questione sollevata dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco

"Eliminazione del valore nominale delle azioni e conseguente riscrittura dei privilegi spettanti alle azioni di risparmio, ancorati, nella precedente versione dello statuto al valore nominale"

Informazioni ottenute

In data 19 marzo 2012 l'assemblea straordinaria di Fondiaria - SAI S.p.A. ha deliberato di:

- Eliminare il valore nominale delle azioni ordinarie e di risparmio di Fondiaria SAI S.p.A. ai sensi degli art. 2328 e 2346 codice civile,
- Sostituire i riferimenti, anche percentuali, al valore nominale delle azioni contenuti negli art. 6, 27 e 31 dello Statuto Sociale con un importo determinato sulla base dell'attuale parità contabile implicita delle stesse di Euro 1,00;
- Adeguare alla eliminazione dell'indicazione del Valore Nominale delle azioni le disposizioni contenute nell'articolo 6 dello Statuto Sociale, relative al limite massimo quantitativo delle azioni di risparmio e al diritto degli azionisti di risparmio ad essere postergati nella partecipazione alle perdite;
- Modificare gli articoli 5, 6, 27 e 31 dello statuto sociale (omissis);
- Raggruppare, in data da determinarsi di concerto con Borsa Italiana S.p.A. e ogni altra autorità competente, le azioni ordinarie e di risparmio nel rapporto di numero una nuova azione ordinaria avente godimento regolare ogni cento azioni ordinarie possedute e di una nuova azione di risparmio avente godimento regolare ogni cento azioni di risparmio, previo annullamento, ai soli fini di consentire la quadratura complessiva dell'operazione, di numero settanta azioni ordinarie e di numero sessantasei azioni di risparmio; (omissis).

Con riferimento alle suddette delibere, l'azionista Dott. Andrea Tempofosco, rileva, tra l'altro, quanto segue.

... (omissis) "Sempre la medesima assemblea ha poi modificato il diritto relativo alla maggiorazione, di dividendo rispetto alle ordinarie, fissato in precedenza al 5,20% e calcolato sul valore nominale. Anche in questo caso si è passati ad una quantificazione fissa pari ad euro 0,052. Tale delibera determina però, a differenza di quanto detto prima, un danno rilevante per gli azionisti di risparmio nel caso di un futuro aumento di capitale con emissione di nuove azioni



ad un valore inferiore ad un euro (importo corrispondente al precedente valore nominale).

A supporto della tesi relativa al danno subito dagli azionisti di risparmio, il medesimo azionista procede con il seguente esempio.

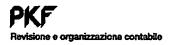
Per semplicità supponiamo che il capitale sociale sia costituito da una sola azione (nulla cambia se si considerano multipli diversi). L'aumento di capitale potrebbe essere attuato nei seguenti modi:

- a) Una nuova azione ogni vecchia posseduta ad un euro (la nuova raccolta sarebbe pari ad 1 euro ogni vecchia azione);
- b) 10 nuove azioni ogni vecchia posseduta a 0,10 euro (ricordo che questa forma di aumento di capitale è possibile in quanto è stato abolito il valore nominale delle azioni consentendo di conseguenza l'emissione di nuove azioni anche a valori inferiori). Anche in questo caso la nuova raccolta corrisponderebbe ad 1 euro per ogni vecchia azione.

Come già evidenziato le due operazioni sul capitale darebbero i medesimi risultati sul fronte della raccolta complessiva. Diversa risulterebbe, invece, la situazione nel caso di successiva distribuzione di dividendi pregiudicando i diritti, nel caso "b", degli azionisti di risparmio. In particolare considerando la distribuzione di un dividendo complessivo agli azionisti ordinari pari ad ε 0,10 si avrebbe la seguente situazione:

- Nel caso sub "a" ciascuna azione avrebbe diritto ad euro 0,05 per azione (monte dividendi 0,10 diviso 2 corrispondente al numero di azioni complessive in circolazione). Gli azionisti di risparmio in base alla maggiorazione del 5,2% rispetto alle ordinarie, calcolato in base al valore nominale o, in questo caso, anche in relazione a quanto stabilito dalla recente assemblea straordinaria di maggiorazione di 0,052 rispetto alle ordinarie, avrebbero diritto ad un dividendo minimo di euro 0,102 (dividendo ordinario 0,05 più maggiorazione di 0,052);
- Nel caso sub "b" ciascuna azione avrebbe diritto a circa euro 0,0091 per azione (monte dividendi per le ordinarie 0,10 diviso 11 corrispondente al numero di azioni). In questo caso gli azionisti di risparmio vedrebbero completamente annullati i diritti precedenti in quanto la diluizione del capitale, con relativo fortissimo aumento del numero delle azioni, eliminerebbe la possibilità di avere un dividendo di importo uguale al caso precedente. Infatti sommando il dividendo assegnato alle ordinarie pari ad euro 0,0091 e la maggiorazione rispetto alle ordinarie pari a 0,052 si ottiene un importo inferiore al minimo stabilito per le risparmio pari ad euro 0,065.

Il caso, in specie, evidenzia pertanto come la delibera di modifica stabilita dall'assemblea straordinaria della società possa, pregiudicare in modo rilevante i diritti degli azionisti di risparmio. (omissis)



Motivazioni del parere

Le osservazioni ed i calcoli svolti dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco rilevano alcune imprecisioni che inducono a conclusioni distorsive rispetto alla realtà.

In estrema sintesi, l'esempio sopra riportato non tiene conto:

- Dell'esistenza di un dividendo minimo garantito per le Azioni di Risparmio (sia per le Azioni di Risparmio di categoria A, in circolazione al momento della delibera dell'assemblea straordinaria, che per le Azioni di Risparmio di categoria B, di nuova emissione a seguito del deliberato aumento di capitale ed i cui diritti sono evidenziati nel nuovo Statuto della Società);
- Dell'esistenza di due categorie di Azioni di Risparmio: azioni di categoria A con i diritti precedentemente espressi rispetto al valore nominale ed oggi adeguati a corrispondente valore in termini assoluti; azioni di categoria B con i diritti previsti nelle medesime percentuali previste ante annullamento del valore nominale per le azioni di categoria A ma calcolati sulla parità contabile;
- Del fatto che i privilegi economici in termini di dividendo dell'azionista di risparmio non debbono essere considerati rispetto alla singola azione di risparmio ma al quantitativo minimo di azioni di risparmio detenute dall'azionista medesimo.

Se, come nell'esempio riportato dall'azionista Tempofosco, l'aumento di capitale è tale da essere effettuato per gli azionisti di risparmio in rapporto 1:10, significa che post aumento di capitale l'azionista che ante delibera aveva 1 azione di risparmio, oggi ne ha 11, e i diritti andranno calcolati rispetto al totale delle 11 azioni possedute; qualora non abbia sottoscritto l'aumento di capitale, in tutto o in parte, avrà potuto beneficiare della cessione dei relativi diritti di opzione.

L'esercizio numerico che segue ripercorre in parte l'esempio proposto dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco, con alcune specifiche relative al caso di specie (in particolare, tenendo conto dell'esistenza successiva alla delibera del 19 marzo 2012 di due categorie di azioni di risparmio: le azioni di risparmio attualmente in circolazione, ossia Azioni di Risparmio di Categoria A, e le azioni di risparmio di nuova emissione, ossia Azioni di Risparmio di Categoria B). L'esempio, al fine di essere facilmente paragonabile con le ipotesi dell'azionista Dott. Andrea Tempofosco, tiene a base valori e privilegi delle azioni di risparmio ante "raggruppamento".

Dagli esempi numerici di seguito riportati si evidenzia come le delibere oggetto di analisi non comportino danno per gli azionisti di risparmio.



Esempio 1

Supponiamo di avere una società con Capitale Sociale 2.000.000 di euro, diviso quanto a 1.000.000 di euro in un milione di azioni ordinarie e quanto ad un milione di euro in 1.000.000 di azioni di risparmio. La medesima società provvede ad eliminare il valore nominale delle azioni e contestualmente delibera un aumento di capitale per 2.000.000 di euro, da sottoscriversi quanto ad € 1.000.000 da 1.000.000 di azioni ordinarie (1 nuova azione ordinaria ogni azione ordinaria in circolazione) e quanto al restante milione da 10.000.000 di azioni di risparmio di Categoria B (10 nuove azioni di risparmio di categoria B ogni azione di risparmio in circolazione di categoria A - rapporto 1:10 indicato nell'esempio dell'azionista Tempofosco).

CAPITALE SOCIALE Ante Aumento di capitale		<u></u>	
Capitale Sociale - azioni ordinarie	€ :	L000.000,00	
Numero di azioni ordinarie		1.000.000	
Parità contabile	€	1,00	
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ :	1.000.000,00	
Numero di azioni di risparmio Categoria A		1.000.000	
Parità contabile	€	1,00	
Totale Capitale Sociale	€	2.000.000,00	
Aumento di Capitale	····		
Capitale Sociale - azioni ordinarie	€ 1	.000.000,00	
Numero di azioni ordinarie	1.000.000		
Parità contabile	€	1,00	
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ 1	.000.000,000	
Numero di azioni di risparmio Categoria B		10.000.000	
Parità contabile	€	0,10	
Totale Aumento di Capitale Sociale	€ 2	.000.000,00	



CAPITALE SOCIALE POST AUCAP		
Capitale Sociale Azioni Ordinarie	€	2.000.000,00
Numero di azioni ordinarie		2.000.000,00
Parità contabile	€	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€	2.000.000,00
Numero di azioni di risparmio Categoria A		1.000.000
Numero di azioni di risparmio Categoria B		10.000.000
Parità contabile Azioni di Risparmio categoria A	€	1,00
Parità contabile Azioni di Risparmio Categoria B	€	0,10
Totale Capitale Sociale	€	4.000.000,00

Supponiamo che la società deliberi una distribuzione di utili pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie, pari a 0,05€ per azione ordinaria (importo indicato nell'esempio dell'azionista Dott. Andrea Tempofosco).

Ipotizzando un utile di esercizio pari a 1.000.000€, seguendo i meccanismi di privilegio delle Azioni di risparmio di categoria A e delle Azioni di Risparmio di Categoria B, nonché la delibera di distribuzione di un dividendo pari al 5% della parità contabile per le Azioni Ordinarie, è possibile ipotizzare la seguente allocazione dell'utile.

	€:	1.000.000,00	Utile di esercizio
a)	ε	52,000,00	Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A"
b)	€		Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria B"
c)	ε		Totale utile per privilegi azioni di risparmio
d)	E		Utile da ripartire
e)	E	100.000,00	Utile destinato ad azioni ordinarie (5% della parità contabile)
ก	E		Utile destinato ad azioni di risparmio (sia di categoria A che B)
g)	C		Avanzo di utile
h)	E	102.000,00	Utile distribuito ad azioni di Risparmio di categoria A
1)	€		Utile distribuito ad azioni di Risparmio di Categoria B
j)	E		Utile distribuito ad Azioni Ordinarie

Dove:

- a) € 52.000,00 utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A", è pari a 0,052€ per un milione di Azioni di risparmio di Categoria A
- b) € 52.000,00 utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria B", è pari a 5,2% della parità contabile delle Azioni di Risparmio di categoria B (equivalente nell'esempio ad € 0,10) moltiplicato il numero di azioni di risparmio di categoria B pari a 10 milioni
- c) € 104.000,00 Totale utile per privilegi azioni di risparmio, è la somma dei punti a) e b)
- d) € 896.000,00 Utile da ripartire, è la differenza tra l'utile di esercizio (€ 1.000.000,00) e i privilegi riconosciuti alle azioni di risparmio.



- e) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni Ordinarie è pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie(€ 1,0) moltiplicata per il numero delle azioni ordinarie stesse (2 milioni)
- f) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni di Risparmio (sia di categoria A che di categoria B) è pari all'utile destinato alle azioni ordinarie
- g) € 696.000 Avanzo di Utile: è la differenza tra l'Utile di esercizio e l'Utile Distribuito
- h) € 102.000 Utile distribuito alle Azioni di Risparmio di categoria A è
 pari all'importo di cui alla lettera a) sommato alla metà dell'importo di cui
 alla lettera f)
- i) € 102.000 Utile distribuito alle Azioni di Risparmio di categoria B è pari all'importo di cui alla lettera b) sommato alla metà dell'importo di cui alla lettera f)
- j) € 100.000 Utile distribuito alle Azioni Ordinarie equivalente alla lettera
 e).

Considerando le singole azioni, ciò equivale a:

- € 0,0500 Utile per ciascuna azione ordinaria
- € 0,1020 Utile per d'ascuna azione di risparmio categoria A di parità contabile €1,00
- € 0,0102 Utile per ciascuna azione di risparmio categoria B di parità contabile €0,10

Che mantiene inalterati i diritti degli azionisti di risparmio.

Infatti:

- Le azioni di risparmio di categoria A: percepiscono un dividendo di € 0,1020 per azione, superiore di 0,052€ al dividendo percepito dalle azioni ordinarie (pari a 0,05€ per azione ordinaria); dividendo superiore ad € 0,065 dividendo minimo Azioni di Risparmio Categoria A.
- Le azioni di risparmio di categoria B: percepiscono un dividendo di € 0,0102 per azione, superiore di 0,0052€ rispetto al dividendo percepito dalle azioni ordinarie (importo equivalente al 5,2% della loro parità contabile pari a 0,10€ per azione di risparmio di categoria B); dividendo superiore ad € 0,0065 dividendo minimo Azioni di Risparmio Categoria B pari al 6,5% della parità contabile delle azioni di risparmio di categoria B.

Guardando alla posizione del singolo azionista,

- L'azionista proprietario di una azione ordinaria ante aumento di capitale sociale, oggi è proprietario di due azioni ordinarie e percepisce complessivamente € 0,10 di dividendo (€0,5 dividendo delle azioni ordinarie moltiplicato 2 numero delle azioni ordinarie possedute)
- L'azionista proprietario di una azione di risparmio di categoria A ante aumento di capitale sociale, oggi è proprietario di 1 Azione di Risparmio di



categoria A e di 10 Azioni di risparmio di Categoria B e percepisce complessivamente € 0,204 di dividendo (€0,102 – dividendo dell' azione di risparmio di categoria a e € 0,102 pari al dividendo di 10 azioni di risparmio di categoria B).

Il dividendo percepito dall'azionista di risparmio nell'esempio considerato è esattamente uguale all'importo che avrebbe percepito se l'aumento di capitale per le azioni di risparmio fosse stato sempre di un milione di euro ma tale che la parità contabile delle azioni di categoria B fosse uguale alla parità contabile delle azioni di categoria A (e non inferiore e pari ad un decimo come nell'esempio). Infatti in questo caso si avrebbe avuto lo stesso rapporto che per le azioni ordinarie di 1:1 e l'azionista avrebbe avuto 2 azioni di risparmio, una di categoria A, l'altra di categoria B.

Il medesimo azionista avrebbe percepito un dividendo sempre pari ad € 0,204 rappresentato come € 0,102 per ciascuna azione di risparmio, equivalente ad € 0,05 dividendo delle azioni ordinarie maggiorato di € 0,052, privilegio delle azioni di risparmio sia di categoria A che di categoria B.

La neutralità della delibera dell'assemblea straordinaria risulta altresì evidente ragionando in termini complessivi, di categoria di azionisti e di rendimento in termini di dividendo delle rispettive azioni, come riportato nella tabella che segue.

Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria A	€ 102.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria A	€ 1.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio di categoria A	10,2%
Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria B	€ 102.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria B	€ 1.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio di categoria B	10,2%
A parameter 1	
Totale dividendi distribuiti alle Azioni Ordinarie	€ 100.000,00
Capitale Sociale delle Azioni Ordinarie	€ 2.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti ordinari	5,0%

Per maggiore chiarezza, ripercorriamo l'esempio di cui sopra nell'ipotesi di un aumento di capitale effettuato alla parità contabile sia per le azioni ordinarie che per le azioni di risparmio.



Esempio 2

CAPITALE SOCIALE Ante Aumento di capitale		
Capitale Sociale - azioni ordinarie	€ 1.0	00.000,00
Numero di azioni ordinarie		1.000.000
Parità contabile	€ 1,00	
Palita Colitabile	•	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ 1.0	00.000,00
Numero di azioni di risparmio Categoria A		1.000.000
Parità contabile	€	1,00
Totale Capitale Sociale	€ 2.0	00,000,00
Aumento di Capitale		
Capitale - ociale - azioni ordinarie	€ 1.0	00,000,00
Numero di azioni ordinarie		1.000.000
Parità contabile	€	1,00
	_	7
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ 1.0	00,000,00
Numero di azioni di risparmio Categoria B		1.000.000
Parità contabile	€	1,00
Totale Aumento di Capitale Sociale	€ 2.0	00,000,00
CAPITALE SOCIALE POST AUCAP		
Capitale Sociale Azioni Ordinarie	€ 2.00	00,000,00
Numero di azioni ordinarle	2.00	00,000,00
Parità contabile	€	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio		00,000,00
Numero di azioni di risparmio Categoria A	:	1.000.000
Numero di azioni di risparmio Categoria B	:	1.000.000
Parità contabile Azioni di Risparmio categoria A	€	1,00
Parità contabile Azioni di Risparmio Categoria B	€	1,00
Totale Capitale Sociale	€ 4.0	00,000,00

In sede di allocazione dell'utile di € 1.000.000 ne discende quanto segue.

	€	1.000.000,00	Utile di esercizio
a)	€	52.000,00	Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A"
b)] €	52.000,00	Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria B"
c)	€	104.000,00	Totale utile per privilegi azioni di risparmio
d)	€	896.000,00	Utile da ripartire
e)	€	100.000,00	Utile destinato ad azioni ordinarie (5% della parità contabile)
n	l€		Utile destinato ad azioni di risparmio (sia di categoria A che B)
g)	€		Avanzo di utile
h)	€	102.000,00	Utile distribulto ad azioni di Risparmio di Categoria A
1)	€	102.000,00	Utile distribuito ad azioni di Risparmio di Categoria B
n	ε	100,000,00	Utile distribuito ad Azioni Ordinarie

Dove:

- a) € 52.000,00 utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A", è pari a 0,052€ per un milione di Azioni di risparmio di Categoria A
- b) € 52.000,00 utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria B", è pari a 5,2% della parità contabile delle Azioni di Risparmio di categoria B (equivalente nell'esempio ad € 0,1) moltiplicato il numero di azioni di risparmio di categoria B - pari a 1 milione
- c) € 104.000,00 Totale utile per privilegi azioni di risparmio, è la somma dei punti a) e b)
- d) € 896.000,00 Utile da ripartire, è la differenza tra l'utile di esercizio (€ 1.000.000,00) e i privilegi riconosciuti alle azioni di risparmio.
- e) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni Ordinarie è pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie(€ 1,0) moltiplicata per il numero delle azioni ordinarie stesse (2 milioni)
- f) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni di Risparmio (sia di categoria A che di categoria B) è pari all'utile destinato alle azioni ordinarie
- g) € 696.000 Avanzo di Utile è la differenza tra l'Utile di esercizio e l'Utile Distribuito
- h) € 102.000 Utile distribuito alle Azioni di Risparmio di categoria A è pari all'importo di cui alla lettera a) sommato alla metà dell'importo di cui alla lettera f)
- i) € 102.000 Utile distribuito alle Azioni di Risparmio di categoria B è pari all'importo di cui alla lettera b) sommato alla metà dell'importo di cui alla lettera f)
- j) € 100.000 Utile distribuito alle Azioni Ordinarie equivalente alla lettera
 e).

Considerando le singole azioni, ciò equivale a:

- € 0,0500 Utile per ciascuna azione ordinaria
- € 0,1020 Utile per ciascuna azione di risparmio categoria A di parità contabile €1,00
- € 0,1020 Utile per ciascuna azione di risparmio categoria B di parità contabile €1,00



Anche in questo caso, ragionando in termini complessivi, di categoria di azionisti e di rendimento in termini di dividendo delle rispettive azioni, come riportato nella tabella che segue, si palesa la neutralità della delibera oggetto di analisi.

Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria A	€ 102.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria A	€ 1.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio di categoria A	10,2%
The state of the s	€ 102.000,00
Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria B	
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria B	€ 1.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio di categoria B	10,2%
Totale dividendi distribulti alle Azloni Ordinarie	€ 100.000,00
Capitale Sociale delle Azioni Ordinarie	€ 2.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti ordinari	5,0%

Conclusioni

Per tutto quanto sopra considerato è nostra opinione che, le delibere dell'assemblea straordinaria di Fondiaria -SAI S.p.A. oggetto della prima questione sollevata, non possano essere considerate lesive degli interessi degli attuali azionisti di risparmio.



5. Analisi della seconda questione sollevata dall'azionista Dott.
Andrea Tempofosco

"Delibera di aumento di capitale tramite emissione di una nuova categoria di azioni di risparmio (Azioni di risparmio di categoria B) ed assegnazione agli azionisti di risparmio possessori di Azioni di Risparmio di categoria A di diritti di opzione selle azioni di Risparmio di Categoria B."

Informazioni ottenute

In data 19 marzo 2012 l'assemblea straordinaria di Fondiaria – SAI S.p.A. ha deliberato che "la Società possa emettere azioni di risparmio (di seguito anche le "Azioni di Categoria B") aventi le stesse caratteristiche delle azioni di risparmio già in circolazione (di seguito anche le "Azioni di Categoria A") ad eccezione di quanto segue:

Prelazione, dopo quanto spettante alle azioni di categoria A, nel rimborso del capitale fino a concorrenza di un importo per azione pari alla parità contabile media delle azioni della medesima categoria, intesa come il rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione delle Azioni di Categoria B ed il numero complessivo di azioni di categoria B esistenti (di seguito la "Parità Contabile delle Azioni di Categoria B").

Dividendo Privilegiato, dopo quello di euro 6,5 spettante alle azioni di Categoria A, fino ad un importo pari al 6,5% della parità contabile delle azioni di Categoria B;

Dividendo complessivo maggiorato rispetto alle azioni ordinarie pari al 5,2% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B

Prelazione, dopo quanto spettante alle Azioni di Categoria A, nel rimborso del capitale in caso di liquidazione fino a concorrenza di un importo pari alla Parità Contabile delle Azioni di Categoria B".

In pari data la società ha deliberato "di aumentare il Capitale Sociale a pagamento per un importo complessivo massimo di 1.100.000.000,00 euro, comprensivo degli eventuali sovrapprezzi, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2012, in forma scindibile, mediante emissione di azioni ordinarie e di azioni di risparmio di categoria B aventi godimento regolare, da offrirsi in opzione, rispettivamente, ai soci titolari di azioni ordinarie e a quelli titolari/portatori di azioni di Categoria A, ai sensi dell'art. 2441, primo, secondo e terzo comma del codice civile", conferendo i relativi poteri al Consiglio di Amministrazione.

Con riferimento alle suddette delibere, l'azionista Dott. Andrea Tempofosco, rileva, tra l'altro, quanto segue.

... (omissis) "Quanto all'aumento di capitale si rileva come anche in questo caso si determinimo rilevanti penalizzazioni per l'azionista di risparmio. In tale contesto, invero, l'azionista ordinario avrà la possibilità di sottoscrivere nuove azioni della stessa specie, con le medesime caratteristiche e diritti ad un prezzo, che molto presumibilmente, sarà particolarmente vantaggioso ed a sconto rispetto alla quotazione delle azioni ordinarie. L'azionista di risparmio invece avrà diritto (contrariamente a quanto accade agli azionisti ordinari) ad azioni di categoria diversa (mettendolo in posizione di inferiorità rispetto all'azionista ordinario) e, peggio ancora (in considerazione dei diritti incorporati alle stesse) a condizioni peggiorative di sottoscrizione rispetto alle attuali azioni di risparmio. Infatti il valore di un'azione di risparmio è determinato, principalmente, dai diritti incorporati. Nel caso di specie si dà il diritto a ricevere, laddove si determini la distribuzione di un dividendo, un importo minimo pari ad euro 0,065 per azione (equivalente al precedente 6,5% sul nominale) ed in ogni caso superiore rispetto alle azioni ordinarie di euro 0,052 (in precedenza 5,2% calcolato sul valore nominale) oltre che ad un privilegio in sede di liquidazione della società col diritto di priorità nel rimborso del capitale rispetto agli altri azionisti. Per tali ragioni le attuali azioni di risparmio hanno caratteristiche che le fanno assomigliare più a delle obbligazioni perpetue rispetto ad azioni ordinarie...(omissis). In relazione a ciò, per esemplificare il tutto, le attuali azioni di risparmio della Fondiaria Sai sono come obbligazioni perpetue emesse ad un valore di 100 (corrispondente ad 1 euro del vecchio valore nominale, diventato ora valore di riferimento, su cui si calcolano tutti i privilegi) che, in relazione ad una quotazione dell'azione di risparmio pari a circa euro 0,50, assumono un valore di 50. Le nuove azioni di risparmio, in base alla delibera assembleare, sarebbero emesse ad un prezzo che a sua volta rappresenterebbe la nuova base per il calcolo dei privilegi (equivalente a 100 di una obbligazione perpetua). Risulta quindi evidente come gli attuali azionisti di risparmio siano chiamati a sottoscrivere nuove azioni ad un prezzo assolutamente non conveniente rispetto alle caratteristiche ed al valore dei titoli in possesso che sono attualmente in circolazione" (...omissis").

Motivazioni del parere

Con riferimento all'aumento di capitale si è evidenziato come lo stesso rappresenti una penalizzazione per gli azionisti di risparmio.

Ciò in quanto l'aumento di capitale prevede la possibilità per gli azionisti ordinari di sottoscrivere nuove azioni della stessa specie, con le medesime caratteristiche e diritti di quelle in circolazione al momento della delibera dell'assemblea straordinaria; l'azionista di risparmio ha, invece, diritto a sottoscrivere "solo" azioni di categoria diversa (Azioni di Risparmio di categoria B) con diritti patrimoniali postergati rispetto alle Azioni di Risparmio attualmente detenute (Azioni di Risparmio di categoria A) e quantificati in via percentuale rispetto alla parità contabile delle medesime Azioni di Risparmio di Categoria B.

I diritti patrimoniali delle emittende azioni di risparmio di categoria B saranno ancorati alla "parità contabile media della categoria", da intendersi come il rapporto di volta in volta esistente tra l'importo complessivo dei conferimenti a capitale nel tempo effettuati in sede di sottoscrizione ed il numero complessivo delle azioni della medesima categoria.



I diritti degli attuali azionisti di Risparmio (possessori di Azioni di risparmio di categoria A) sono invariati, per quanto detto al precedente punto.

Da un punto di vista strettamente giuridico, l'offerta in opzione agli azionisti di risparmio di categorie di azioni "differenti" è espressamente prevista dal codice civile.

Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, sia in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria; il diritto di conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria.

Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, ai sensi dell'art. 145 D. Lgs. 58/98, in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie.

Si rende necessaria la delibera dell'assemblea degli azionisti di risparmio allorquando, in sede di aumento del capitale sociale, le azioni di risparmio siano offerte in opzione ad azionisti di categorie diverse.

Da un punto di vista di mercato, di negoziabilità e di liquidità dei titoli quotati sui mercati regolamentati, è necessario rilevare l'attuale tendenza da parte delle società quotate che hanno emesso azioni di risparmio a convertirle in azioni ordinarie. Per le Società quotate, infatti, le azioni di risparmio sono attualmente diventate troppo costose da remunerare.

Le azioni di risparmio, rappresentano, nell'attuale contesto del mercato finanziario, azioni "in via di estinzione", anche in considerazione del fatto che non esistono all'estero.

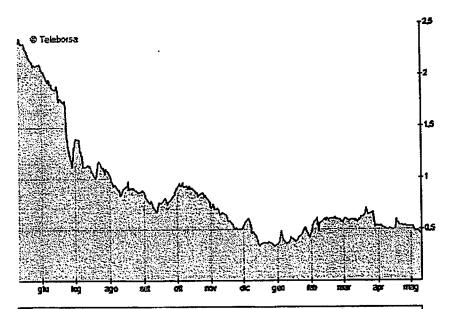
Stanno diventando quindi titoli non scambiabili e il mercato italiano tende ad uniformarsi a livello europeo.

Per i risparmiatori italiani le azioni di risparmio possono ancora rappresentare un buon investimento, soprattutto nelle ricorrenze della distribuzione dei dividendi o quando le Società annunciano di convertirle in ordinarie (in quest'ultimo caso infatti il loro prezzo può impennarsi).

Con riferimento alle azioni di risparmio Fondiaria-SAI S.p.A., tuttavia, è necessario rilevare che negli ultimi due esercizi non hanno pagato dividendi.

Dal punto di vista del loro valore, le azioni di risparmio Fondiaria –SAI S.p.A. hanno attualmente una quotazione di borsa pari circa alla metà del loro valore nominale (1 €).

Il grafico che segue evidenzia le quotazioni delle azioni di risparmio Fondiaria-SAI S.p.A. negli ultimi dodici mesi



Apertura	0,478	Performance I mese:	+1,64%
Max oggi	0,513	Performance 6 mesi:	-21,76%
Min oggi	0,464	Performance I anno:	-78,52%
Max Anno	0,7415 -	Codice Isin	IT0001463089
Max Amio	22/03/12	Codice	FSAR
Min Anno	0,332 -	Alfanumerico	".ovi
2-1111 2 HIIIO	10/01/12	Super Sector	Assicurazioni
Mercato/Segmento	MTA	, -	

Fonte: Borsa Italiana – 11 maggio 2012

Ipotizzare di emettere Nuove Azioni di Risparmio con diritti pari alle azioni di categoria A (come richiesto dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco) avrebbe determinato rendimenti attesi non sostenibili con l'attuale andamento del mercato borsistico ed evidenti conseguenze negative sull'aspettativa di distribuzione di dividendo delle azioni ordinarie.

Infatti, i privilegi attribuiti alle nuove azioni di risparmio (Azioni di Risparmio di categoria B), qualora allineati a quelli delle Azioni di Risparmio di categoria A, risulterebbero sproporzionati ed economicamente non sostenibili rispetto ai conferimenti effettuati.

La seguente tabella esemplifica la quantificazione dei privilegi patrimoniali delle Azioni di Risparmio di Categoria B, in ipotesi di parità contabile pari ad € 50,00 (da confrontarsi con una base di calcolo dei privilegi delle Azioni di Risparmio di categoria A post raggruppamento pari ad € 100,00).



Azioni di risparmio di Categoria B	
	Se valore di emissione Azioni di
•	Risparmio di categoria 8 è < di 100€
Parità Contabile	€ 50,00 Ipotesi
Diritti	
Dividendo minimo garantito	6,50% della Parità Contabile
Maggiorazione del dividendo rispetto alle ordinarie	5,20% della Parità Contabile
In valore assoluto:	
Dividendo mínimo garantito	€ 3,250 teorico
Maggiorazione del dividendo rispetto alle ordinarie	€ 2,600 teorico

E' di tutta evidenza come, nel caso in esempio, l'aver attribuito alle Azioni di risparmio di Categoria B privilegi pari ad € 6,50 come dividendo minimo e ad € 5,2 come premio sui dividendi delle azioni ordinarie (equivalenti ai privilegi riconosciuti alle azioni di risparmio di categoria A, in circolazione al momento della delibera), avrebbe significato attribuire un dividendo minimo garantito pari al 13% della parità contabile delle Nuove Azioni di Risparmio ed un premio sul dividendo delle azioni ordinarie pari al 10,4% della parità contabile delle Nuove Azioni di Risparmio.

€	6,50	dividendo minimo garantito per le Azioni di risparmio di Categoria B, pari a quello delle Azioni di Risparmio di Categoria A
€	50,00	parità contabile delle azioni di risparmio di categoria B (nell'esempio considerato)
1	dividendo/parità contablle azioni di risparmio di Categoria B	
€	5,20	Premio sul dividendo delle Azioni Ordinarie per le Azioni di risparmio di Categoria B, pari a quello delle Azioni di Risparmio di Categoria A
€	5,20 50,00	risparmio di Categoria B, pari a quello delle Azioni di Risparmio di Categoria A parità contabile delle azioni di risparmio di categoria B

Ad integrazione dell'esempio di cui sopra e al fine di verificare la non sostenibilità economica della identica quantificazione dei privilegi sia per le azioni di risparmio di categoria A che per le emittende azioni di risparmio di categoria B, ripercorriamo l'esempio 1 svolto nella sezione 3, finalizzato al caso di specie.

Ipotizziamo infatti di avere una società con Capitale Sociale 2.000.000 di euro, diviso quanto a 1.000.000 di euro in un milione di azioni ordinarie e quanto ad un milione di euro in 1.000.000 di azioni di risparmio. La medesima società provvede ad eliminare il valore nominale delle azioni e contestualmente delibera un aumento di capitale per 2.000.000 di euro, da sottoscriversi quanto ad € 1.000.000 da 1.000.000 di azioni ordinarie (1 nuova azione ordinaria ogni azione ordinaria in circolazione) e quanto al restante milione da 10.000.000 di azioni di risparmio (10



nuove azioni di risparmio di categoria A ogni azione di risparmio in circolazione di categoria A - rapporto 1:10 indicato nell'esempio dell'azionista Dott. Andrea Tempofosco).

CAPITALE SOCIALE Ante Aumento di capitale		
Capitale Sociale - azioni ordinarie	€ 1.00	00,000,00
Numero di azioni ordinarie	;	1.000.000
Parità contabile	€	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio		00.000,00
Numero di azioni di risparmio		1.000.000
Parità contabile	€	1,00
Totale Capitale Sociale	€ 2.0	00,000,00
Aumento di Capitale		
Capitale Sociale - azioni ordinarie	€ 1.0	00,000,00
Numero di azioni ordinarie		1.000.000
Parità contabile	€	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ 1.0	00,000,00
Numero di azioni di risparmio	1	0.000.000
Parità contabile	€	0,10
Totale Aumento di Capitale Sociale	€ 2.0	00.000,00
CAPITALE SOCIALE POST AUCAP		
Capitale Sociale Azioni Ordinarie	€ 2.0	00,000,00
Numero di azioni ordinarie	2.0	00,000,00
Parità contabile	€	1,00
Capitale Sociale - azioni di risparmio	€ 2.0	00.000,00
Numero di azioni di risparmio	1	1.000.000
Parità contabile Azioni di Risparmio categoria A	€	0,18
Totale Capitale Sociale	€ 4.0	00.000,00

Supponiamo che la società deliberi una distribuzione di utili pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie, pari a 0,05€ per azione ordinaria (importo indicato nell'esempio dell'azionista Dott. Andrea Tempofosco).

Ipotizzando un utile di esercizio pari a 1.000.000€, ipotizzando di emettere Azioni di Risparmio di Categoria A (con i privilegi riconosciuti a queste ultime),



nonché la delibera di distribuzione di un dividendo pari al 5% della parità contabile per le Azioni Ordinarie, è possibile ipotizzare la seguente allocazione dell'utile.

	€	1.000.000,00	Utile di esercizio
a)	€	572.000,00	Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio
ь)	€	428.000,00	Utile da ripartire
c)	€	100.000,00	Utile destinato ad azioni ordinarie (5% della parità contabile)
d)	€	100.000,00	Utile destinato ad azioni di risparmio (sla di categoria A che 8)
e}	€	228.000,00	Avanzo di utile
ŋ	€	672.000,00	Utile distribulto ad azioni di Risparmio
g)	€	100,000,00	Utile distribuito ad Azioni Ordinarie

Dove:

- a) € 572.000,00 utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A", è pari a 0,052€ per un undici milioni di Azioni di risparmio di Categoria A
- b) € 428.000,00 Utile da ripartire, è la differenza tra l'utile di esercizio (€ 1.000.000,00) e i privilegi riconosciuti alle azioni di risparmio.
- c) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni Ordinarie è pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie (€ 1,0) moltiplicata per il numero delle azioni ordinarie stesse (2 milioni)
- d) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni di Risparmio
- e) € 228.000 Avanzo di Utile è la differenza tra l'Utile di esercizio e l'Utile Distribuito
- f) € 672.000 Utile distribuito alle Azioni di Risparmio di categoria A è pari all'importo di cui alla lettera a) sommato all'importo di cui alla lettera d)
- g) € 100.000 Utile distribuito alle Azioni Ordinarie equivalente alla lettera c).

Considerando le singole azioni, ciò equivale a:

- € 0,0500 Utile per ciascuna azione ordinaria di parità contabile €1,00
- € 0,0611 Utile per ciascuna azione di risparmio di parità contabile € 0,18

Tale ipotesi corrisponde ad un rapporto Dividendo/Parità Contabile per le azioni di risparmio pari al 33,6%.

Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio	€ 672.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio	€ 2.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio	33,6%

Nonostante il rapporto Dividendo/Parità Contabile per le azioni di risparmio sia pari al 33,6%, tale ipotesi, volendo riconoscere alle emittende azioni di risparmio i medesimi diritti delle azioni di risparmio attualmente in circolazione (Azioni di Risparmio di categoria A), sarebbe impercorribile in quanto non rispetterebbe il privilegio riconosciuto a tutte le azioni di risparmio di un dividendo minimo pari ad € 0,065 per azione.

Pertanto la ripartizione dell'utile dovrebbe essere riscritta nel seguente modo:

a)	€	715.000,00	Dividendo distribuito alle azioni di risparmio
b)	€	100.000,00	Utile distribuito ad Azioni Ordinarie
c)	€	185.000,00	Avanzo di utile
	€	1.000.000,00	Utile di esercizio

Dove:

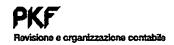
- a) € 715.000,00 dividendo distribuito alle Azioni di risparmio, pari al dividendo minimo previsto di 0,065€ per un undici milioni di Azioni di risparmio;
- b) € 100.000,00 Utile destinato alle Azioni Ordinarie è pari al 5% della parità contabile delle azioni ordinarie(€ 1,0) moltiplicata per il numero delle azioni ordinarie stesse (2 milioni)
- c) € 185.000,00 Avanzo di utile differenza tra l'utile di esercizio e l'utile distribuito.

Quest'ultima ipotesi evidenzia una disparità di trattamento delle azioni di risparmio rispetto alle ordinarie che potrebbe determinare evidenti problemi di negoziazione del titolo ordinario. Infatti si avrebbe un dividendo rispetto alla parità contabile del 35,8% delle azioni di Risparmio, confrontato con il 5% delle Azioni Ordinarie.

€ 0,065 dividendo per azione di risparmio
 € 0,18 parità contabile delle azioni di risparmio
 35,8% dividendo/parità contabile azioni di risparmio
 5% dividendo/parità contabile azioni ordinarie

Tale ipotesi corrisponde ad un rapporto Dividendo/Parità Contabile per le azioni di risparmio pari al 35,8%.

Infatti, il rendimento dell'investimento degli azionisti di risparmio rispetto all'investimento effettuato sarebbe pari al 35,8% come evidenziato nella seguente tabella.



Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio	€ 715.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio	€ 2.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio	35,8%

D'altra parte, la delibera dell'assemblea straordinaria di Fondiaria-SAI S.p.A. del 19 marzo 2012, prevede, nel medesimo esempio sopra riportato ma in presenza di Azioni di Risparmio di Categoria A e di Azioni di Risparmio di Categoria B, così come attualmente previsto dal novellato Statuto della società, ed a parità di rendimento delle azioni ordinarie del 5%, un rendimento in termini di dividendo del 10,2% sia per le Azioni di Risparmio di Categoria A che per le Azioni di Risparmio di Categoria B rispetto alla parità contabile.

Infatti, ripercorrendo l'Esempio 1 della sezione 4 del presente parere, è possibile ipotizzare una ripartizione degli utili come segue.

	c :	1.000.000,00	Utile di esercizio
a)	E	52,000,00	Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria A"
b)	E		Utile destinato a privilegi Azioni di risparmio "Categoria 8"
c)	E		Totale utile per privilegi azioni di risparmio
d)	E		Utile da ripartire
e)	€	100.000,00	Utile destinato ad azioni ordinarie (5% della parità contabile)
n	6	100.000,00	
g)	€	696.000,00	Avanzo di utile
h)	E	102.000,00	Utile distribulto ad azioni di Risparmio di categoria A
i)	E		Utile distribulto ad azioni di Risparmio di Categoria B
1)	E	100.000,00	Utile distribuito ad Azioni Ordinarie

Tale ripartizione implica un rendimento del capitale in termini di dividendo pari al 5% per gli azionisti ordinari ed al 10,2% sia per gli azionisti di risparmio di categoria A che per gli azionisti di risparmio di categoria B, come evidenziato nella tabella che segue.

Totale dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria A	€ 102.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria A	€ 1,000,000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti di risparmio di categoria A	10,2%
Totaie dividendi distribuiti alle Azioni di Risparmio di categoria B	€ 102.000,00
Capitale Sociale delle Azioni di Risparmio di Categoria B	€ 1.000.000,00
Dividendo/investimento degli azionisti di risparmio di categoria B	10,2%
Totale dividendi distribuiti alle Azioni Ordinarie	€ 100.000,00
Capitale Sociale delle Azioni Ordinarie	€ 2.000.000,00
Dividendo/Investimento degli azionisti ordinari	5,0%

Merita inoltre considerare che, anche rispetto a questa seconda questione sollevata, l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sovrapprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) tutela



sufficientemente la posizione dei vecchi soci di risparmio, titolare di azioni di risparmio di Categoria A.

Su questo aspetto, e con riferimento alle considerazioni sollevate dall'azionista Dott. Andrea Tempofosco circa la possibilità di avere un aumento di capitale con emissione di nuove azioni al di sotto della parità contabile di quelle in circolazione, si rinvia a quanto riferito nel paragrafo 2 "Considerazioni Preliminari".

Per quanto attiene a considerazioni circa i possibili prezzi delle emittende azioni ordinarie e di risparmio, non sussistono al momento elementi valutativi di supporto, essendo stata data delega al Consiglio di Amministrazione di dare nel prosieguo attuazione alla delibera di aumento di capitale.

Conclusioni

Per tutto quanto sopra considerato è nostra opinione che, le delibere dell'assemblea straordinaria di Fondiaria —SAI S.p.A. oggetto della seconda questione sollevata, non possano essere considerate lesive degli interessi degli attuali azionisti di risparmio.