Disclaimer on the English Translation

This document contains an unofficial and courtesy English translation *(the "**Translation**") of the Answers of Unipolsai Assicurazioni S.p.A. to the questions and the requests raised by the Joint Representative of the class A saving shareholders, which was published on the website www.unipolsai.com on 22 January 2015.*

This Translation is provided to the class A saving shareholders of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. for information purposes only and for ease of reference and should not be relied upon. ***In the event of any ambiguity about the meaning of certain translated terms or of any discrepancy between the Italian version of the Answers and the Translation, the Italian version of the Answers shall prevail****.*

In any case, this Translation does not contain - and shall not be interpreted as containing – any recommendation or suggestion, directly or indirectly, to buy, sell, make or hold any investment, loan or security or to undertake any investment strategy with respect to any investment, loan, security or any issuer in any market or jurisdiction, directly or indirectly connected in any manner with the information provided in the Answers and/or this Translation.

ANSWERS OF UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.

TO THE QUESTIONS AND THE REQUESTS RAISED BY THE

JOINT REPRESENTATIVE

OF THE CLASS A SAVING SHAREHOLDERS

Drafted also for the purposes and effects of art. 127-ter of Legislative Decree 58/1998.

Dear Shareholders,

this document provides the answers of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (the "**Company**" or "**UnipolSai**") to the questions and requests raised by the joint representative (the "**Joint Representative**") of the holders of the class A saving shares of the Company (the "**Class A Saving Shares**"), first with letter of 22 December 2014 (attached hereto under letter A) and then in the report of the Joint Representative filed on 6 January 2015 (the "**Report of the Joint Representative**"), in view of the special meeting of the holders of the Class A Saving Shares convened by the Board of Directors of the Company for the 27 January 2015, at 3pm (Italian time), on single call (the "**Saving Shareholders' Meeting**") having as agenda the approval – for the purposes of art. 146, paragraph 1, lett. b), of Legislative Decree 58/1998 (the "**Consolidated Law on Finance**") – of the resolution of the extraordinary shareholders' meeting of the Company concerning the mandatory conversion of the Class A Saving Shares, as well as of the class B saving shares of the Company (the "**Class B Saving Shares**"), into common shares and the consequent amendments to the corporate by-laws (the "**Conversion**" or the "**Transaction**").

The following documents are attached to the Report of the Joint Representative:

1) as a consequence of the filing occurred on 6 January 2015, the report prepared by the Joint Representative in view of the saving shareholders' meeting convened by the same for the 26 January 2015, at 2,30 pm (Italian time), on single call (together with the Report of the Joint Representative, the "**Reports of the Joint Representative**"), to discuss and resolve on the following agenda: (i) "*Statement of the Joint Representative on the initiatives undertaken thereby for the protection of the category against UnipolSai S.p.A. and the use of the Joint Fund pursuant to Article 146, paragraph 1, of the Consolidated Law on Finance, set up by resolution of the Special Meeting of Holders of Savings Shares held on 13 April 2012"*; (ii) "*Statement regarding the legal action brought by the Joint Representative of the category against UnipolSai S.p.A. (formerly Fondiaria-Sai S.p.A.), pending before the Court of Turin, concerning the resolutions of the Extraordinary Shareholders' Meeting of Fondiaria-Sai S.p.A. held on 27 June 2012 and the effects of any mandatory conversion of Class A Savings Shares into Ordinary Shares, as proposed by the Board of Directors of the Company on 1 December 2014; authorization for the continuation of such proceedings and/or further different initiatives of a judicial and/or extrajudicial nature for the protection of the rights of the category; related and consequent resolutions*"; (iii) "*Authorization for the Joint Representative of the category to use the Joint Fund pursuant to Article 146, paragraph 1, of the Consolidated Law on Finance, set up by resolution of the*

Special Meeting of Holders of Savings Shares held on 13 April 2012 for the purpose of covering the costs incurred and to be incurred for initiatives protecting the interests of the category; related and consequent resolutions"; (iv) "*Any resignation or resolutions regarding the revocation of the current Joint Representative of the Holders of UnipolSai Class A Savings Shares, Dario Trevisan, Lawyer*"; (v) "*Any appointment of a new Joint Representative*";

2) as a further consequence of the filing occurred on 6 January 2015, an opinion on the "*Economic effects on the conversion ratio proposed by the Board of Directors for the Class A Saving Shares issued by UnipolSai Assicurazioni S.p.A., in a scenario where the Company had not proceeded to the reverse stock split of such class of shares*", rendered by Prof. Roberto Barontini on 5 January 2015; and

3) as a consequence of the subsequent filing occurred on 10 January 2015, an additional opinion on the "*Methodology used by the Board of Directors of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. to determine the conversion ratio of the Class A Saving Shares into Common Shares*", again rendered by Prof. Roberto Barontini on 8 January 2015.

1. Introduction.

The Reports of the Joint Representative and the supporting arguments of the same – as well as the questions (the "**Questions**") and the requests formulated therein (the "**Requests**") –move <u>from the erroneous and ungrounded assumption</u> that the shareholders' resolutions of 2012 (the "**2012 Shareholders' Resolutions**") of the then Fondiaria-SAI S.p.A., now UnipolSai, functional to the strengthening (*rafforzamento patrimoniale*) of the same – namely, the cancellation of the par value of the shares, the reverse stock split of the same and the capital increase – have caused prejudice to the rights of the holders of the Class A Saving Shares. In particular, in the opinion of the Joint Representative, the prejudice suffered by the Class A Saving Shareholders would result from the fact that, in the context of the 2012 Shareholders' Resolutions, the reverse stock split was applied not only to the common sharers but also to the saving shares.

The Company has already clarified, on several occasions, that the arguments of the Joint Representative lack of any ground, both from a factual and a legal point of view. In such regard, the Company recalls the communications to the market of 15 February 2013 and of 20 March 2013, as well as the information published in the information document on the merger of Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni and Premafin in Fondiaria-SAI (the "**Merger**"), which brought to the establishment of UnipolSai, and in the document prepared for the purposes of the equivalence opinion (*giudizio di equivalenza*) for the initial public offer of the shares of UnipolSai (issued, to serve the

relevant exchange (*a servizio del concambio*), in the context of the above mentioned Merger) published on 24 December 2013. All the clarifications provided by the Company are still available on the internet website of the Company (www.unipolsai.com, Governance Section).

Consistently with the above, the Company has always represented to consider inadmissible and lacking of any legal ground also the legal action promoted by the Joint Representative before the Tribunal of Turin (which legal action is often recalled in the Reports of the Joint Representative and in the Questions) to object the alleged prejudice suffered by the Class A Saving Shareholders as a consequence of the 2012 Shareholders' Resolutions.

We take the chance to inform you that the competent Judge, with decision dated 8 January 2015, has set the date for the final hearing (so called "*udienza per la precisazione delle conclusioni*") for the day of 17 June 2015, stating that "*[…..] before moving to the probation phase, since the proceeding may be decided on the basis of the preliminary objections raised by FONDIARIA SAI, it appears appropriate to make a decision on the case*".

2. Absolute lack of ground of the arguments at the basis of the Reports of the Joint Representative.

As already noted above, the Company has on more occasions illustrated and reiterated the reasons that univocally prove the lack of ground of the claims and requests of the Joint Representative. Such reasons are supported also by eminent opinions rendered, as for the juridical aspects, by Prof. Piergaetano Marchetti and by Prof. Oreste Cagnasso, and, as for the economic-financial aspects, by Prof. Enrico Laghi. Such opinions have been published as attachments to the note prepared by the Company on 20 March 2013, in view of the Saving Shareholders' Meeting of the Class A Saving Shareholders held on 26 March 2013 and made available on the internet website of the Company (www.unipolsai.com, Section Governance/Shareholders' Meetings).

The Company hereby invites you to refer entirely to the information already communicated to the market and to all its Shareholders, as support and evidence of the inconsistency of the arguments raised by the Joint Representative in support of his allegations and of the legal action brought by the same before the Tribunal of Turin.

Considering the content of the Reports of the Joint Representative as well as of the opinion of Prof. Roberto Barontini dated 5 January 2015, which focus entirely on the assumption that the Company should have proceeded with the reverse stock split of the sole common shares and not also of the saving shares, it appears appropriate to make here certain brief clarifications. Such clarifications are supported, as for the legal aspects, by the opinion of Prof. Piergaetano Marchetti dated 16 January 2015 and, as for

the economic-financial aspects, by the opinion of Prof. Enrico Laghi dated 20 January 2015 (both opinions are attached hereto respectively under letter B and C).

Although we invite you to refer entirely to what represented in the attached opinions, we would like to point out here the following:

a. the reverse stock split is first of all a neutral transaction (*operazione neutrale*), given that, by its very nature, it concerns, without distinction, on equal terms, all the existing shares of the Company, irrespective of the relevant class. In the case at hand, the reverse stock split of the then existing common and saving shares with a ratio of 1 to 100 **has maintained perfectly unmodified the ratio between the two classes of shares**. And so, for example, (i) the priority privilege of the saving shares has passed from Euro 0.065 for each saving share with accounting par value (*parità contabile*) of Euro 1 to Euro 6.5 for each saving share with accounting par value of Euro 100, and (ii) the higher dividend-privilege has passed from a Euro 0,052 for each saving share compared to each common share having each accounting par value of Euro 1 to Euro 5,2 for each saving share compared to each common share having each accounting par value of Euro 100. **Just for this sole reason, the allegation of a prejudice resulting from the reverse stock split evidently appears to lack of any possible ground**;

b. **the reverse stock split is admissible only on equal terms for all the existing shares and classes of shares**. Otherwise, this would, indeed, cause an unfair and unjustified alteration of the participation and ownership structure (*assetti partecipativi e proprietari*), with a breach of important principles of law also protected by the Italian Constitution. **In fact, a reverse stock split of the sole common shares and not also of the saving shares – as requested by the Joint Representative – in the absence of material losses under artt. 2446 and 2447 of the Italian civil code would bring an alteration of the balance existing between the common shares and the saving shares in the absence of the <u>sole and fundamental</u> circumstance in the presence of which such balance can be legally altered**. Indeed, as just noted, the only case in which the Italian corporate law allows the reverse stock split of the sole common shares is when this is necessary to <u>reduce the corporate capital</u> as a result, and in the presence, of <u>material losses under artt. 2446 and 2447 of the Italian civil code</u> (as happened in the case of RCS S.p.A., which is erroneously recalled, on several occasions, by the Joint Representative as a precedent supporting his case, while it is, to the contrary, a case totally different from the capital increase resolved upon by the Company on 27 June 2012). **In reality, in the event of a reverse stock split to cover losses, we are not in the presence of a "reverse stock split" of the shares but more of a "cancellation" of part of the same and, in return for such cancellation, the company (as in the case of RCS) reduces**

its corporate capital (reduction that, on the contrary, was not in the agenda and has not been resolved by Fondiaria Sai);

c. as a consequence of the above, given that the reverse stock split of the sole common shares would not have been admissible, the possible non-completion of the reverse stock split of all shares, both common and saving shares, in the context of the 2012 Shareholders' Resolutions, would have caused for the class A saving shareholders the same dilutive effect. **Indeed, in the absence of reverse stock split, as a result of the capital increase resolved on 27 June 2012, the Company should have issued a number of new shares one hundred times higher than it did *post*-reverse stock split; so that the distribution of dividends between the classes of shares would have been identical to the current one (please refer on this point to the opinion of Prof. Laghi attached below);**

d. in light of the above (and, more precisely, in light of the principles of law of our legal system), **the class A saving shareholders could have avoided the dilutive effect mentioned above (or the identical dilutive effect which would have occurred in the absence of reverse stock split) through the exercise of the <u>pre-emption right</u> to which they <u>only</u> were entitled with respect to the issuance of the new saving shares of class B**. Indeed, we hereby remind that the Class B Saving Shares issued in the context of the capital increase resolved by the Company on 27 June 2012 were all subject to the pre-emption right of the saving shareholders. **Approximately 20% of the saving shareholders exercised such pre-emption right. The other saving shareholders deemed in their best interest not to exercise such right and cannot therefore try to bring now on the other shareholders the consequences of their choice.**

3. Answers to the Questions of the Joint Representative

Without prejudice to what represented above on the manifest lack of ground, both from a factual and a legal point of view, of the requests raised by the Joint Representative, please find below the answers of the Company to his Questions:

A. Given that the Board of Directors has assumed 7 January 2014 as reference date for the calculation of the "embedded premiums" compared to the market prices, for the purposes of the communications on the calculation of the conversion ratios, on the basis of which official notices to the market is the above date relevant for the purposes indicated above?

Since before the date of the Merger the market had expectations that, following completion of the latter, the Company would have pursued a rationalization of its ownership structure. Such expectations laid on the fact that on several

occasions the Company had already indicated that the feasibility of such rationalization opportunity would have been examined only after the establishment of UnipolSai, occurred on 6 January 2014 (reference: Reuters 9 May 2013, Article on "Il Sole 24 Ore" 26 October 2013, Update to the information document for the Merger of 24 December 2013, Article on "Il Sole 24 Ore" of 7 January 2014).

The Board of Directors has therefore deemed correct to take into account, among the dates on the basis of which calculate the "premiums" embedded in the conversion ratios proposed, also the date of 7 January 2014, that is the first day of listing of the securities of UnipolSai following the effective date of the Merger.

On the other hand, please note that Prof. Barontini himself has deemed that it is well possible to agree with the choice of the Board of Directors of UnipolSai, indeed stating in his opinion of 8 January 2015 (see page 9 of the opinion) that "*We may agree with the approach of the Directors to use as reference a longer time frame (starting from 7 January 2014)*".

B. Since the Company has clarified that the mandatory conversion shall be completed only after the date of detachment of the dividend for fiscal year ended 31 December 2014, what impact will such distribution have on the conversion ratios and on the underlying embedded premiums (*sui loro valori impliciti sottostanti*) (given that it will be possible to distribute to the class A saving shares only the share dividend (*dividendo unitario*) of Euro 6.5 per share, while the class B saving shares will receive, in addition to Euro 0.029 per share, a dividend per share (*dividendo unitario*) equal to the one paid to the common shares)?

Whereas there are no elements connected to the distribution of any possible dividend which may have an impact on the conversion ratios, please consider that, in the context of the analysis on the conversion ratios and of the average prices, the Board of Directors has made reference to the ratio between the official market prices (*prezzi ufficiali*) and the simple arithmetic means of the official market prices (*medie aritmetiche semplici dei prezzi ufficiali*):

(i) using as reference periods the date of 7 January 2014, as well as the periods of 2 weeks, 1 month, 3 months and 6 months before such date (for the reasons illustrated in the answer to Question 1);

(ii) using as reference periods the date of 28 November 2014 as well as the periods of 2 weeks, 1 month, 3 months and 6 months before such date, as well as the average of the market prices (*media delle quotazioni*) in the

period between 7 January 2014 and 28 November 2014 (last day of trading (*ultimo giorno di quotazione*) before the resolution of the Board of Directors of UnipolSai on the proposed Conversion).

Such methodology appears in line with other conversion transactions completed in the past, which provided, as in the case at hand, the effectiveness of the conversion after the detachment of the dividend.

C. What are the reasons which brought the Company to make the effectiveness of the mandatory conversion of the class A saving shares into common shares subject to the condition that the aggregate amount of the payments due for the settlement of the shares for which will be exercised, if any, the right of withdrawal pursuant to art. 2437-*ter*, paragraph 3, of the Italian civil code, does not exceed the threshold of Euro 30 million? On the basis of which parameters has this threshold been considered fair (*congruo*)? For what reason did you decide to consider such amount relevant only in relation to, and for the purposes of, the withdrawals effectively exercised and not also in relation to the actual amounts which should be paid by the Company in relation to the subsequent offer of the shares object of withdrawal first to the common and saving shareholders and then to the market?

The threshold provided is in line with the average of the maximum withdrawal thresholds applied in previous transactions of similar nature, all available to the public. The analysis of such precedents shows indeed that the average impact (*incidenza media*) of the withdrawal thresholds on the market capitalization of the category of the shares which could have been object of withdrawal is substantially in line with the one applied by the Company.

Also the fact that the moment for the assessment as to whether the threshold has been exceeded or not is upon expiry of the term for the exercise of the withdrawal as well as the provision of the right of the Company to waive the satisfaction of the relevant condition are in line with what occurred in past conversion transactions.

D. Which are the possible impacts and consequences that the mandatory conversion of the class A saving shares into common shares may have on the litigation promoted against the Company, currently pending before the Tribunal of Turin, to challenge the resolutions of the extraordinary shareholders' meeting of Fondiaria-Sai S.p.A. of 27 June 2012? What effects would the success of the legal action have, in particular on the conversion ratios and/or what could be the aggregate amount of damages

that the Company might be due to pay, in case such damages were awarded to all class A saving shareholders? Is it correct to assume that the damages that would be awarded in case of success of the legal action vis-à-vis the resolutions of the extraordinary shareholders' meeting of Fondiaria-Sai S.p.A. of 27 June 2012 could be quantified in an amount which would result from (i) restoring the regime of distribution of dividends provided by the by-laws for the class A saving shares compared to the other classes of shares in the absence of reverse stock split (no longer applicable) and (ii) applying the same to the distribution of dividends already paid for fiscal year 2014, to the distribution of dividends provided for fiscal year 2015, and to the conversion ratios of the class A saving shares compared to the class B saving shares in consideration of the discounting back of the difference in the *pre*-reverse stock split dividends, constantly recognized to the class A saving shares compared to the class B saving shares?

It being understood that it is the opinion of the Company that the legal action brought by the Joint Representative before the Tribunal of Turin is inadmissible and in any event lacks of cause, both from a factual and a legal point of view, please note that it is highly inappropriate that the Joint Representative asks the Company – which is his counterparty in the above indicated legal proceeding – what the consequences of the conversion on such proceeding would be.

E. What consequences may the completion of the mandatory conversion of the class A saving shares into common shares have on the possibility to use the amounts available in the Joint Fund ex art. 146, paragraph 1, of Legislative Decree 58/98 for the prosecution of the legal action already promoted to protect the interests of the class A saving shares , as per the above?

Whereas, as said, the Company believes that the claims raised by the Joint Representative in the legal action brought before the Tribunal of Turin are entirely inadmissible and lack of cause, both from a factual and a legal point of view, the Company shall comply with the decision of the competent court.

F. Lack of cause of the Requests of the Joint Representative

In light of all the above, please find below the position of the Company on the Requests of the Joint Representative:

(i) the request for review of the Conversion ratios must be regarded as lacking of any ground not only because – in the opinion of the Company – it is based on an inadmissible assertion and in any event lacks of any cause, both from a factual and a legal point of view, but also because it is incongruent from a financial

perspective. In fact, one thing is the Conversion ratio determined on the basis of market methodologies whose adequacy has been, by the way, acknowledged by the same Prof. Barontini; another thing is however the possible claim to compensation of alleged damages that, in a context other than the Conversion, some class A saving shareholders were to bring against the Company in connection with the 2012 Shareholders' Resolutions;

(ii) for the same reasons we cannot agree with the alternative request to grant a warrant or a right to obtain additional common shares and/or the payment of an extra-dividend. In this regard, please also note that the precedent recalled by the Joint Representative (the merger between Gemina and Atlantia) is not at all similar to the Conversion, given that in such case the warrant had been granted to the shareholders in consideration of a request for compensation of damages brought by persons other than the same shareholders and for a determined amount, and that such request was brought only after the calculation and the communication of the exchange ratios;

(iii) the request to delete or increase the Euro 30 million threshold (for the settlement of the Class A Saving Shares for which will be exercised, if any, the right of withdrawal), as condition precedent to the effectiveness of the Conversion, is also entirely rejected for the reasons indicated under point 3 above;

(iv) the opinion of the advisor UBS Limited has been provided to the exclusive benefit of the Board of Directors.

Bologna, 20 January 2015

Attachments:

- Letter of the Joint Representative dated 22 December 2014;
- Opinion of Prof. Marchetti dated 16 January 2015;
- Opinion of Prof. Laghi dated 20 January 2015.

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

Spettabile

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

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 22 dicembre 2014

Via PEC

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

Egregi Signori,

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Avv. Dario Trevisan

Il Rappresentante Comune

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

PROF. PIERGAETANO MARCHETTI
PROFESSORE EMERITO NELL'UNIVERSITÀ BOCCONI
NOTAIO

PARERE PRO VERITATE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Si faccia ad esempio il caso che:

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

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

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

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

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

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

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

luogo ad un assetto disciplinare di difficilissima intelligibilità, comprensione e gestione, certo è che, comunque, i "correttivi" dovrebbero sempre rispettare il principio della riferibilità del peso del socio all'azione ed ai suoi multipli. Si dovrebbe quindi necessariamente approdare a soluzioni per le quali (i) il peso unitario di una azione di una categoria corrisponderebbe al peso di un pacchetto di azioni per un'altra categoria, e (ii) il moltiplicatore per una categoria in caso di possesso di più azioni sarebbe diverso da quello applicabile ad altre categorie. Ma questa è una forma organizzativa sconosciuta al tipo di società per azioni.

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

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

Si tenga presente che:

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

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

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

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

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

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

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

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

7. L'ipotesi di raggruppamento così come di frazionamento delle sole azioni di una categoria pertanto deve ritenersi non ammissibile dal momento che (i)

contrasta con il principio di uguaglianza quale risultante dalla disciplina degli articoli 2346, 2347 e 2348 del cod. civ., e, conseguentemente, (ii) introdurrebbe indebite alterazioni nei reciproci rapporti delle varie categorie azionarie. Una delibera assembleare che addivenisse ad un siffatto raggruppamento sarebbe dunque nulla per illiceità e impossibilità dell'oggetto, gli amministratori che vi dessero corso sarebbero soggetti a responsabilità, ed il tutto costituirebbe verosimilmente una grave irregolarità idonea ad attivare il procedimento di cui all'art. 2409 cod. civ..

Milano, 16 gennaio 2015

prof. Piergaetano Marchetti

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

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

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

All'esito dell'esame della documentazione fornita da UnipolSai, lo scrivente aveva affermato che: (i) le elaborazioni numeriche riportate nella Relazione del RC, volte a dimostrare che alle RISP A avrebbe dovuto essere riconosciuto un dividendo maggiore di quello conseguente alla pregiudizievole applicazione del criterio di cui alla Nota Informativa del 15 febbraio 2013, erano destituite di fondamento; (ii) le ragioni addotte dal Rappresentante Comune per spiegare le ragioni del pregiudizio sopportato dalle RISP A nella distribuzione del dividendo *post* Aumento di Capitale del 27 giugno 2012 – ovverosia il raggruppamento azionario e la fissazione di un privilegio (di priorità e di maggiorazione) in valore assoluto decisi dall'assemblea degli azionisti di UnipolSai del 27 giugno 2012 – erano erronee, al pari del "rimedio" identificato dal Rappresentante Comune, costituito da un ipotetico frazionamento delle sole RISP A (o meglio, dall'annullamento per le sole RISP A dell'intervenuto raggruppamento deciso dall'assemblea degli azionisti del 27 giugno 2012).

Il Rappresentate Comune, con lettera del 22 dicembre 2014, con la relazione depositata in data 6 gennaio 2015 (nel seguito anche solo la "Relazione del Rappresentante Comune") e con la successiva integrazione del 10 gennaio 2015 (nel seguito anche solo l'"Integrazione") ha formulato, in vista dell'assemblea speciale dei possessori di RISP A convocata dal Consiglio di Amministrazione della Società per il 27 gennaio 2015, in unica convocazione (nel seguito anche solo l'"Assemblea Speciale")[1], apposite domande e richieste alla Società.

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

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

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

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

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

---

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

TABELLA A

Ipotesi con raggruppamento azioni A

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

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

TABELLA B

Ipotesi senza raggruppamento azioni A

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

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

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

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

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

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

A tale riguardo, il prof Marchetti, in data 16 gennaio 2015, ha evidenziato come *"l'ipotesi di raggruppamento così come di frazionamento delle sole azioni di una categoria (...) deve ritenersi non ammissibile dal momento che (i) contrasta con il principio di uguaglianza quale risultante dalla disciplina degli articoli 2346, 2347 e 2348 del cod. civ., e, conseguentemente, (ii) introdurrebbe indebite alterazioni nei reciproci rapporti delle varie categorie azionarie. Una delibera assembleare che addivenisse ad un siffatto raggruppamento sarebbe dunque nulla per illiceità e impossibilità dell'oggetto, gli amministratori che vi dessero corso sarebbero soggetti a responsabilità, ed il tutto costituirebbe verosimilmente una grave irregolarità idonea ad attivare il procedimento di cui all'art. 2409 cod. civ."*.

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

Il capitale sociale, infatti, è stato "rideterminato" dal Rappresentante Comune conservando il numero di RISP A quale era *ante* raggruppamento e assumendo il numero di ORD e di RISP B quale risultante *post* raggruppamento: tale evidente incoerenza è la reale ragione della differenza di valori di dividendo riconosciuti alle diverse categorie di azioni così come risulta nel secondo scenario proposto dal prof. Barontini.

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

TABELLA C

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

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

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

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

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

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

TABELLA D

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

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

A tale riguardo preme sottolineare quanto già affermato, in data 20 marzo 2013, dal prof. Marchetti, il quale ha precisato il fatto che anche nel caso in cui *"le azioni A non parteciperanno ad eventuali "secondi giri" di distribuzione dell'utile di esercizio* [tale circostanza] *non costituisce affatto un "pregiudizio" per le azioni medesime, ma, al contrario, è una mera conseguenza matematica dell'elevatissimo privilegio sostanziale e prioritario (i 6,5 euro) di cui godono. La tutela di un privilegio non può paradossalmente divenire per i soggetti tutelati un pregiudizio!"*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

°_°_°

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

Roma, 20 gennaio 2015

Enrico Laghi