

Agli Azionisti di Mediolanum S.p.A.

1. PREMESSA

L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Mediolanum S.p.A. ("Società") con deliberazione in data 26 aprile 2005 (parzialmente integrata in data 19 aprile 2007) ha approvato l'istituzione di un piano di stock option ed ha attribuito la delega al Consiglio di Amministrazione, ex art. 2443 del Codice Civile, per il periodo massimo di cinque anni dal 26 aprile 2005, per aumentare a pagamento il capitale sociale con emissione, anche in più riprese, di azioni ordinarie da offrire agli Amministratori ed ai Collaboratori della Società e delle sue controllate nella forma di stock option ("Opzioni"), con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma del Codice Civile. La stessa Assemblea Straordinaria ha inoltre conferito al Consiglio di Amministrazione ogni più ampio potere per adempiere ad ogni formalità richiesta affinché le deliberazioni adottate ottengano le approvazioni di legge, e di attribuire al Comitato per il Piano di Stock Option, ora Comitato per le remunerazioni, il potere di redigere i regolamenti per l'attuazione del piano, provvedendo in particolare a stabilire i criteri di individuazione dei destinatari, a definire il numero delle Opzioni da assegnare a ciascun beneficiario del piano ed a stabilire la disciplina da applicare in presenza di eventi di risoluzione o modificazione del rapporto di lavoro.

Il piano di stock option 2005 ("Piano"), relativamente alla parte che vede come beneficiari dei diritti gli Amministratori ed i Collaboratori della Società e delle sue controllate, prevede:

- (i) per gli Amministratori della Società e delle sue controllate di aumentare a pagamento il capitale sociale per un massimo di complessivi Euro 400.000,00, mediante emissione di massimo n. 4.000.000 azioni ordinarie, godimento regolare, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna;
- (ii) per i Collaboratori della Società e delle sue controllate di aumentare a pagamento il capitale sociale per un massimo di complessivi Euro 400.000,00, mediante emissione di massimo n. 4.000.000 azioni ordinarie, godimento regolare, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna.

L'Assemblea Straordinaria del 26 aprile 2005 (e successivamente del 19 aprile 2007) ha inoltre deliberato sia per gli Amministratori, sia per i collaboratori della Società e delle sue controllate, che le azioni fossero offerte in sottoscrizione ad un prezzo unitario pari alla media ponderata tra:

- i) il valore del patrimonio netto per azione della Società con riferimento all'ultimo bilancio d'esercizio approvato prima dell'assegnazione delle Opzioni; e

- ii) il valore medio di Borsa delle azioni Mediolanum S.p.A. nell'ultimo semestre antecedente la data di assegnazione,

applicando rispettivamente un coefficiente di ponderazione pari al 90% al valore del patrimonio netto e pari al 10% alla media dei valori di Borsa dell'ultimo semestre.

L'Assemblea Straordinaria del 26 aprile 2005 (e successivamente del 19 aprile 2007) ha deliberato che l'esercizio delle Opzioni, oltre che al mantenimento del rapporto intercorrente tra il beneficiario e la Società o altra società del Gruppo Mediolanum, fosse subordinato al verificarsi di almeno uno dei seguenti eventi ("Condizioni di Esercizio"):

- (i) che il prezzo ufficiale di Borsa delle azioni ordinarie Mediolanum S.p.A. alla Data di Inizio Esercizio (come sotto definita) delle opzioni sia almeno pari al prezzo ufficiale di Borsa delle azioni ordinarie Mediolanum S.p.A. alla Data di Assegnazione delle Opzioni; ovvero
- (ii) che la variazione del prezzo ufficiale di Borsa delle azioni ordinarie Mediolanum S.p.A. nel periodo intercorrente tra la Data di Assegnazione e la Data di Inizio Esercizio delle Opzioni non sia inferiore alla media aritmetica delle variazioni registrate nel medesimo periodo dagli indici "S & P/Mib, Comit Assicurativi e Comit Bancari", opportunamente rettificata secondo i criteri comunemente adottati nella prassi finanziaria al fine di tenere conto del coefficiente di correlazione (c.d. beta) tra le azioni ordinarie Mediolanum S.p.A. ed i sopra citati indici nel medesimo periodo; la variazione media rettificata degli indici sarà calcolata da un terzo indipendente appositamente incaricato dal Consiglio di Amministrazione della Società; ovvero
- (iii) che il valore intrinseco ("*Embedded Value*") del Gruppo Mediolanum, calcolato da un terzo indipendente appositamente incaricato dal Consiglio di Amministrazione della Società, riferito all'ultimo bilancio approvato precedentemente alla Data di Inizio Esercizio delle Opzioni sia almeno pari all' *Embedded Value* del Gruppo Mediolanum riferito all'ultimo bilancio approvato precedentemente alla data di Assegnazione delle Opzioni.

L'esercizio delle Opzioni, subordinatamente alle Condizioni di Esercizio di cui sopra, e la conseguente sottoscrizione delle azioni da parte dei beneficiari, sono consentiti esclusivamente decorsi 2 anni per gli Amministratori e decorsi 3 anni per i Collaboratori dalla Data di Assegnazione ("Data di Inizio Esercizio"). L'esercizio delle Opzioni e la conseguente sottoscrizione delle Azioni dovranno avvenire, in un'unica soluzione e per l'intero ammontare, nei primi cinque giorni lavorativi di ciascuno dei sessanta mesi di calendario successivi alla Data di Inizio Esercizio (ciascuno un "Periodo di Esercizio") fermo restando che le Opzioni non esercitate nel relativo Periodo di Esercizio decadranno automaticamente e saranno private da qualsiasi effetto e validità.

In data 4 aprile 2005, ai sensi dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, abbiamo espresso parere favorevole, anche in considerazione del complesso delle Condizioni di Esercizio previste dal Piano (per i cui dettagli si rimanda al citato parere) e del comma 4 dell'art. 6 dello Statuto vigente, sulla congruità del criterio di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile a favore degli Amministratori e dei Collaboratori della Società e delle sue controllate, proposto dal Consiglio di Amministrazione di Mediolanum S.p.A., ed approvato dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 26 aprile 2005.

Tale nostro parere è stato aggiornato e confermato in data 30 marzo 2007 per l'Assemblea degli Azionisti della Società del 19 aprile 2007 che ha deliberato in merito alla parziale modifica del Piano con particolare riferimento alla rimozione della locuzione "non dipendenti" dalla definizione degli Amministratori beneficiari del Piano ed all'incremento del numero massimo delle azioni ordinarie della Società messe al servizio del Piano per gli Amministratori (da n. 1.500.000 a n. 4.000.000).

2. OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

L'Assemblea degli Azionisti di Mediolanum S.p.A. è stata convocata per il giorno 23 aprile 2009 in prima convocazione e per il giorno 24 aprile 2009 in seconda convocazione per deliberare, tra l'altro, su ulteriori modifiche al Piano approvato in data 26 aprile 2005 di cui alla Premessa.

Le ragioni che motivano tali modifiche sono illustrate nella Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 4 marzo 2009. Il Consiglio ritiene infatti che le Opzioni assegnate a valere sul Piano non sempre abbiano costituito uno strumento adeguato per il riconoscimento ai destinatari della crescita del valore del Gruppo Mediolanum riconducibile alla loro attività e al loro impegno, poiché tali Opzioni, tenuto conto delle Condizioni di Esercizio previste dal Piano, si sono talvolta rivelate di fatto parzialmente inesercitabili a causa della sfavorevole congiuntura economica e di mercato. Perciò, al fine di consentire ai beneficiari del Piano il potenziale esercizio delle Opzioni già assegnate agli Amministratori e Collaboratori ma non ancora divenute esercitabili, il Consiglio di Amministrazione della Società ha ritenuto di proporre all'Assemblea la modifica delle modalità di verifica dell'avveramento delle Condizioni di Esercizio previste dal Piano, mantenendo inalterati i criteri di determinazione del prezzo di sottoscrizione. In particolare, la verificabilità delle Condizioni di Esercizio a cui è subordinato l'esercizio delle Opzioni assegnate ad Amministratori e Collaboratori verrebbe effettuata non più limitatamente alla Data di Inizio Esercizio, ma sarebbe estesa a tutto il Periodo di Esercizio.

Così facendo, si manterrebbe inalterato l'elemento incentivante del Piano, ossia il collegamento tra l'esercitabilità delle Opzioni e l'obiettivo per i beneficiari di contribuire a creare valore; tuttavia, si terrebbe anche conto dell'attuale congiuntura sfavorevole di mercato, che potrebbe risultare tale da non consentire una verifica puntuale delle Condizioni di Esercizio ad una certa data in ragione di fattori esogeni, pur in presenza di crescita di valore nel tempo.

Il Consiglio precisa che la modifica proposta non avrà alcun impatto sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni a servizio del Piano.

A seguito delle sopra descritte modifiche al Piano, siamo stati incaricati dalla Società di riemettere, in aggiornamento, in nostro parere rilasciato in data 4 aprile 2005 ai sensi dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

A meri fini di completezza, si rileva che il medesimo Consiglio ha inoltre ritenuto opportuno proporre l'estinzione anticipata del Piano in relazione alle Opzioni che non sono ancora state assegnate, eccezion fatta per le Opzioni a valere sul Piano riservate ai Collaboratori in quanto, con riferimento a tale categoria di destinatari, le Opzioni residue saranno comunque assegnate nel corso dei prossimi mesi, essendo in corso il computo del raggiungimento degli obiettivi posti in fase di preassegnazione. Tale estinzione anticipata verrà proposta dal Consiglio, preso atto delle modifiche di recente introdotte al trattamento fiscale dei piani di stock option, nonché in ragione delle significative modifiche al contesto congiunturale mondiale, che hanno sovvertito numerosi parametri economici, privando in taluni casi i piani di incentivazione azionaria della loro valenza quali strumenti di incentivazione e fidelizzazione.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E LAVORO SVOLTO

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ricevuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo ottenuto la predetta documentazione, ed in particolare:

- a) la Relazione del Consiglio di Amministrazione del 4 marzo 2009, illustrativa della proposta di modifica al Piano. Tale relazione riprende le linee guida del Piano ed illustra lo stato di attuazione del Piano stesso, nonché le ragioni che motivano la modifica proposta all'Assemblea;
- b) la Relazione del Consiglio di Amministrazione del 1° marzo 2005, illustrativa delle delle motivazioni della proposta di delega per l'aumento di capitale con l'esclusione del diritto d'opzione, dei criteri per la determinazione del prezzo di sottoscrizione, nonché delle linee guida del Piano;
- c) il progetto di bilancio d'esercizio e consolidato del Gruppo Mediolanum al 31 dicembre 2008;
- d) lo statuto vigente della Società, con particolare riferimento all'art. 6;
- e) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Il nostro lavoro ha comportato, tra l'altro:

- l'analisi delle relazioni del Consiglio di Amministrazione del 4 marzo 2009 e del 1° marzo 2005, sopra richiamate;

- la lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'esercizio 2009, e le bozze dei verbali delle riunioni tenutesi sino alla data del nostro parere;
- l'esame critico dei criteri seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni;
- lo svolgimento di considerazioni di carattere valutativo e di analisi ritenute necessarie per l'accertamento che la modifica proposta al Piano non avesse alcun impatto sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni a servizio del Piano, ma solo sulla verificabilità delle Condizioni di Esercizio del Piano stesso;
- l'ottenimento di attestazioni da parte della Direzione della Società che confermi che per quanto a loro conoscenza, alla data di emissione del nostro parere, non siano intervenute modifiche significative alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non siano in corso operazioni o eventi che possano comportare modifiche del criterio di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni.

4. CONSIDERAZIONI SULLA CONGRUITÀ DEI CRITERI ADOTTATI E DEL PREZZO DI SOTTOSCRIZIONE DELLE AZIONI

Il nostro precedente parere rilasciato in data 4 aprile 2005, ai sensi dell'art. 158 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concludeva sulla congruità del criterio di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, anche in considerazione del complesso delle condizioni previste dal Piano e del quarto comma dell'art. 6 dello Statuto vigente.

In particolare, si riteneva che il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni fosse coerente con le finalità del Piano e con la *ratio* della norma, facendo esso riferimento sia al patrimonio netto, sia al valore medio di Borsa delle azioni della Società. Inoltre, l'introduzione di specifiche Condizioni di Esercizio, che in sintesi subordinavano l'esercizio delle Opzioni al mantenimento sostanziale del valore del Gruppo Mediolanum, calcolato sia con riferimento a valori di mercato, sia con riferimento all'*Embedded Value*, nonché all'eventuale previsione di *performance* a livello aziendale di natura economica da conseguire da parte dei beneficiari del Piano, risultavano essere un fattore incentivante per il mantenimento di valore nel tempo del Gruppo Mediolanum da parte dei soggetti interessati al Piano e, nello stesso tempo, un elemento di tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione rispetto al rischio di perdite del valore patrimoniale dell'investimento successivamente all'assegnazione delle Opzioni.

Tenuto conto di quanto sopra esposto, abbiamo analizzato la proposta di modifica del Piano e le ragioni che hanno spinto il Consiglio di Amministrazione a proporre tale modifica. In particolare, abbiamo verificato che la modifica proposta avesse impatto solo sulle modalità di verifica dell'avveramento delle Condizioni di Esercizio previste dal Piano, mantenendo quindi inalterati i criteri di determinazione del prezzo di sottoscrizione.

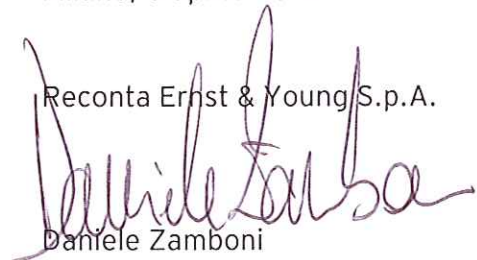
A tale proposito, considerato che la citata modifica attiene esclusivamente alla verificabilità delle Condizioni di Esercizio a cui è subordinato l'esercizio delle Opzioni assegnate ad Amministratori e Collaboratori, prevedendo che la stessa fosse effettuata non più limitatamente alla Data di Inizio Esercizio, ma fosse estesa a tutto il Periodo di Esercizio, rimanendo invariato il criterio di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni, abbiamo ritenuto che non ci siano elementi che possano modificare il nostro parere favorevole già espresso in data 4 aprile 2005 sulla congruità di detto criterio.

5. CONCLUSIONI

Tenuto conto di quanto sopra ed in particolare della circostanza che, fatta eccezione per la modifica delle modalità di verifica dell'avveramento delle Condizioni di Esercizio, il complesso delle condizioni previste dal Piano ed il criterio di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni rimangono invariati, riteniamo di poter rimettere, in aggiornamento, il nostro parere già espresso in data 4 aprile 2005, ai sensi dell'art. 158 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione a favore degli Amministratori e dei Collaboratori della Società e delle società controllate.

Milano, 6 aprile 2009

Reconta Ernst & Young S.p.A.

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Daniele Zamboni', written over the typed name.

Daniele Zamboni
(Socio)