

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

**Agli Azionisti di
MEDIOLANUM S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto da Mediolanum S.p.A. (di seguito anche "Mediolanum" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 1 marzo 2012 redatta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito anche la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando il criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di Mediolanum a pagamento, da esercitarsi anche in più riprese, per un importo complessivo di massimi nominali Euro 1.100.000 da perfezionarsi mediante emissione di massime n. 11.000.000 nuove azioni ordinarie Mediolanum con godimento regolare, da riservare in sottoscrizione agli Amministratori ed ai dirigenti della Società e delle società controllate, in qualità di beneficiari (di seguito anche i "Beneficiari") del piano di stock option denominato "Piano Top Management 2010" (di seguito anche il "Piano") ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

La proposta del citato aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti fissata in prima convocazione per il giorno 19 aprile 2012 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 20 aprile 2012.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio di Mediolanum, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Mediolanum.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riportato nella Relazione dagli Amministratori, l'operazione di aumento di capitale oggetto della presente relazione si inserisce nell'ambito della proposta di modifica del Piano Top Management 2010 approvato originariamente dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010.

Il citato Piano prevedeva di porre al servizio dello stesso massime n. 5.000.000 opzioni che conferivano il diritto di sottoscrivere ai Beneficiari un corrispondente numero di azioni ordinarie della Società, con godimento regolare, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna, con conseguente aumento di capitale sociale per massimi nominali Euro 500.000. La durata della delega conferita agli Amministratori era fissata in un periodo massimo di cinque anni a partire dalla data della delibera assembleare. La delega prevedeva inoltre che l'attuazione e gestione del Piano fosse demandata al Consiglio di Amministrazione, sentito il Comitato per la Remunerazione della Società. L'individuazione dei Beneficiari delle opzioni al servizio del Piano Top Management 2010 in relazione ad ogni ciclo annuale e la determinazione del numero di opzioni da assegnare agli stessi era quindi demandata al Consiglio di Amministrazione, sentito il Comitato per la Remunerazione che avrebbe espresso il proprio parere tenuto conto delle proposte delle funzioni competenti della Società o delle società controllate.

In pari data l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti aveva conferito delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, di aumentare a pagamento, anche in più riprese, il capitale sociale per un importo di massimi nominali Euro 500.000 mediante l'emissione di massime n. 5.000.000 azioni da riservare in sottoscrizione ai Beneficiari del Piano, ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile, per un periodo di cinque anni dalla data di delibera assembleare.

Nella Relazione degli Amministratori redatta ai sensi dell'art. 114-bis del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (nel seguito "Relazione sul piano di Stock Option"), questi ultimi informano di aver già assegnato ai Beneficiari del Piano, al 1 marzo 2012, n. 3.482.000 opzioni rispetto alle complessive n. 5.000.000. Tali opzioni conferiscono il diritto di sottoscrivere un corrispondente numero di azioni di nuova emissione, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna, con conseguente aumento di capitale sociale per massimi nominali Euro 348.200. Conseguentemente il numero residuo di opzioni che possono essere assegnate a valere sul Piano risulta pari a n. 1.518.000 che conferirebbero il diritto a sottoscrivere un numero corrispondente di azioni ordinarie con un conseguente massimo aumento di capitale sociale pari ad Euro 151.800. Gli Amministratori, ritenuto che il numero residuo di opzioni da assegnare a valere sul piano potrebbe risultare insufficiente a perseguire gli obiettivi che attraverso l'adozione del piano la Società si era proposta e preso atto delle proposte formulate dal Comitato per la Remunerazione in relazione al quantitativo di opzioni da riservare al Piano stesso, sottoporrono all'Assemblea Ordinaria degli Azionisti convocata in data 19 aprile 2012 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 20 aprile 2012, la proposta di modifica del Piano originario approvato, limitatamente al numero di opzioni da porre al servizio dello stesso che passerebbero dalle originali massime n. 5.000.000 opzioni a massime n. 11.000.000 opzioni. Tali opzioni conferirebbero il diritto di sottoscrivere ai Beneficiari del Piano un corrispondente numero di azioni ordinarie della Società, con godimento regolare, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna, con conseguente aumento di capitale sociale di massimi nominali Euro 1.100.000. Gli Amministratori informano che sulla base della proposta all'Assemblea resterebbe fermo ed invariato il restante contenuto della delega a suo tempo conferita.

Conseguentemente, il Consiglio di Amministrazione, sottoporrà all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata in data 19 aprile 2012 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 20 aprile 2012, la proposta di modifica della delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 al Consiglio di Amministrazione, limitatamente al numero di azioni oggetto dell'aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, che passerebbero delle originali massime n. 5.000.000 azioni a massime n. 11.000.000 azioni, del valore nominale di Euro 0,10 ciascuna, con conseguente aumento di capitale sociale di massimi nominali Euro 1.100.000. Gli Amministratori informano che sulla base della proposta all'Assemblea resterebbe fermo ed invariato il restante contenuto della delega a suo tempo conferita.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, il prezzo di emissione delle nuove azioni verrà determinato dal Consiglio di Amministrazione successivamente alla data di emissione della presente relazione, sulla base del criterio individuato dagli Amministratori medesimi e descritto al successivo paragrafo 5 del presente parere.

In tale contesto, il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine all'adeguatezza del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Mediolanum S.p.A. - ai fini del previsto aumento di capitale a servizio del Piano.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, così come illustrate nella Relazione degli Amministratori, il presente parere di congruità indica pertanto il criterio seguito dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale criterio. In particolare, il Consiglio di Amministrazione della Società ha ritenuto opportuno proporre all'Assemblea Straordinaria di deliberare, piuttosto che un prezzo prestabilito, il criterio in base al quale lo stesso si dovrà attenere nella fissazione del prezzo in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale. In tal senso, esprimiamo il nostro parere sull'adeguatezza del criterio per la determinazione del prezzo finale di emissione e non sul prezzo che sarà conosciuto unicamente al perfezionamento dell'Aumento di Capitale.

Nell'esaminare il criterio di valutazione adottato dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto la seguente documentazione:

- Relazione degli Amministratori del 1 marzo 2012 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Verbali del Consiglio di Amministrazione della Società dell'anno 2011 e dei primi mesi del 2012 inerenti l'operazione in oggetto;

- Relazione degli Amministratori del 9 marzo 2010 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 che ha deliberato in merito alla relazione di cui al punto precedente;
- Verbali del Comitato per la Remunerazione della Società dell'anno 2011 e dei primi mesi del 2012 inerenti l'operazione in oggetto;
- Verbale del Comitato per la Remunerazione del 5 marzo 2010 che ha deliberato l'approvazione del Piano Top Management 2010;
- Statuto vigente della Società, con particolare riferimento all'art. 6;
- Progetto di bilancio d'esercizio e consolidato di Mediolanum al 31 dicembre 2011, da noi assoggettati a revisione contabile, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data odierna;
- Relazione sul piano di Stock Option ex articolo 114-bis del TUIF che illustra le modifiche al Piano Top Management 2010 datata 1 marzo 2012;
- Relazione sul piano di Stock Option ex articolo 114-bis del TUIF che illustra le linee guida del Piano Top Management 2010 datata 9 marzo 2010;
- Verbale dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 che ha deliberato in merito alla relazione di cui al punto precedente;
- Relazione di Reconta Ernst & Young S.p.A. emessa il 6 aprile 2010 in merito al criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione proposto dal Consiglio di Amministrazione di Mediolanum S.p.A. di cui alla Relazione degli Amministratori datata 9 marzo 2010 e successivamente oggetto di delibera da parte dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010;
- Regolamento del Piano Top Management 2010 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 12 maggio 2011;
- Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 27 marzo 2012, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Mediolanum, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. CRITERIO ADOTTATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come anticipato, nell'ambito dell'operazione proposta che, come più volte ricordato, si configura giuridicamente come un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma del Codice Civile, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione non già la definizione di un prezzo di emissione determinato nel suo valore assoluto, quanto piuttosto il criterio cui il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi nella successiva fase di esecuzione dell'aumento di capitale.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre”*.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto di proporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di determinare il criterio a cui gli stessi si dovranno successivamente attenere per determinare il prezzo di emissione delle azioni prevedendo che il prezzo di emissione delle azioni sia fissato in un valore pari alla media ponderata tra: (i) il valore del patrimonio netto per azione della Società con riferimento all'ultimo bilancio approvato prima dell'assegnazione delle opzioni e (ii) il valore medio di borsa delle azioni della Società nell'ultimo semestre. In particolare il criterio prevede che di volta in volta sia determinato un prezzo di emissione mediante attribuzione di un peso percentuale del 90% al valore del patrimonio netto per azione come individuato in precedenza sub *i*) e del 10% al valore medio di borsa delle azioni della Società come individuato in precedenza sub *ii*).

Gli Amministratori – avuto riguardo alle precedenti deliberazioni assembleari - nella loro Relazione propongono quindi la modifica alla delega conferita dall'Assemblea Straordinaria del 27 aprile 2010 ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, limitatamente al numero di azioni massime oggetto dell'aumento di capitale. Tale delega era stata conferita al Consiglio di Amministrazione per mettere a disposizione le azioni necessarie per l'esecuzione del Piano Top Management 2010 come deliberato dall'Assemblea Ordinaria degli Azionisti. Tale Piano prevedeva che l'esercizio delle opzioni assegnate ai Beneficiari fosse subordinato (i) al raggiungimento di obiettivi di performance a livello aziendale, misurati con riferimento all'andamento nel triennio successivo all'assegnazione delle opzioni di specifici parametri economico/reddituali a livello consolidato (di seguito anche *“Performance Target”*) quali ad esempio l'utile consolidato normalizzato e il cost/income ratio eventualmente corretti da fattori di rischiosità e di costo del capitale; (ii) al mantenimento del rapporto intercorrente tra i Beneficiari e la Società o altra società del Gruppo. In particolare il quantitativo di opzioni assegnate esercitabili (di seguito anche *“Opzioni Potenzialmente Esercitabili”*) era previsto fosse determinato in funzione del grado di raggiungimento dei citati Performance Target, potenzialmente ridotto in funzione del grado di raggiungimento di obiettivi individuali assegnati ai Beneficiari del Piano stesso.

La delega a suo tempo ricevuta prevedeva che l'attuazione e gestione del Piano fosse demandata al Consiglio di Amministrazione, sentito il Comitato per la Remunerazione della Società. L'individuazione dei Beneficiari delle opzioni al servizio del Piano Top Management 2010 in relazione ad ogni ciclo annuale e la determinazione del numero di opzioni da assegnare agli stessi era demandata al Consiglio di Amministrazione, sentito il Comitato per la Remunerazione che avrebbe espresso il proprio parere tenuto conto delle proposte delle funzioni competenti della Società o delle società controllate. Come ricordato nella Relazione al piano di Stock Option il Consiglio di Amministrazione, tenuto anche conto che il termine finale di durata del Piano Top Management 2010 è il quinto anniversario della data assembleare di approvazione (27 aprile 2015) e che le opzioni assegnate al 1 marzo 2012 sono state pari a n. 3.482.000 rispetto alle

complessive n. 5.000.000, ha ritenuto che il numero esiguo di opzioni residuali da assegnare a valere sul Piano potrebbe risultare insufficiente a perseguire gli obiettivi che attraverso l'adozione del Piano la Società si era posta. A parere del Consiglio di Amministrazione il Piano ha rappresentato e rappresenta uno strumento fondamentale al fine di promuovere l'incentivazione e la fidelizzazione di coloro che contribuiscono in modo determinante al successo della Società e del Gruppo; il Consiglio di Amministrazione intende proseguire nell'utilizzo del Piano quale strumento di incentivazione e fidelizzazione delle figure chiave.

Gli Amministratori nella Relazione informano inoltre che il criterio definito per la definizione del prezzo di sottoscrizione, a fronte dell'esercizio delle opzioni assegnate ai Beneficiari, è il medesimo già deliberato dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010.

Gli Amministratori inoltre riportano nella loro Relazione che l'aumento di capitale sociale di Mediolanum a valere sul Piano Top Management 2010, nel caso di delibera da parte dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti in merito alla citata modifica illustrata nella Relazione, comporterebbe un potenziale effetto diluitivo pari a circa 1,499% del capitale sociale in essere al 29 febbraio 2012. Ad opinione degli Amministratori tale potenziale effetto diluitivo massimo sarebbe peraltro compensato dalla creazione di valore determinata dal raggiungimento degli obiettivi prefissati.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCOstrate DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione della Società del 2011 e dei primi mesi del 2012 inerenti l'operazione in oggetto;
- analizzato il contenuto della Relazione degli Amministratori datata 1 marzo 2012;
- analizzato il contenuto della Relazione sul piano di Stock Option redatta ai sensi dell'art. 114-bis del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 datata 1 marzo 2012;
- letto il verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 relativamente alla delega conferita al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, di aumentare a pagamento e in via scindibile il capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione a favore dei soci ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del codice civile, da esercitare anche in più riprese, da riservare ai Beneficiari del Piano Top Management 2010;
- letto il contenuto della Relazione degli Amministratori concernente la proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione riservato ai Beneficiari del Piano Top Management 2010 datata 9 marzo 2010;
- letto il verbale dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 che ha conferito la delega di cui al punto precedente;

- letto il contenuto della Relazione sul piano di Stock Option redatta ai sensi dell'art. 114-bis del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 che illustra le linee guida del Piano Top Management 2010 datata 9 marzo 2010;
- verificato la coerenza del criterio per la determinazione del prezzo approvato dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010 con il criterio proposto nella Relazione degli Amministratori del 1 marzo 2012;
- analizzato il regolamento del Piano Top Management 2010 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 12 maggio 2011;
- esaminato i verbali del Comitato per la Remunerazione della Società del 2011 e dei primi mesi del 2012 inerenti l'operazione in oggetto;
- analizzato la relazione di Reconta Ernst & Young S.p.A. emessa il 6 aprile 2010 in merito al criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione proposto dal Consiglio di Amministrazione di Mediolanum S.p.A. di cui alla Relazione degli Amministratori datata 9 marzo 2010 e successivamente oggetto di delibera da parte dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010;
- analizzato e discusso con gli Amministratori, il processo logico da loro seguito per l'individuazione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario rispetto alle finalità che attraverso il citato aumento di capitale sociale la Società si prefigge;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione, rispetto alle finalità che attraverso il citato aumento di capitale sociale la Società si prefigge, riguardanti il criterio da esso adottato ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle considerazioni svolte;
- verificato il rispetto dello Statuto, per le finalità di cui alla presente relazione, stante le modifiche oggetto della citata Relazione;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL CRITERIO ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti, le scelte relative al criterio adottato e il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del criterio per la determinazione del prezzo adottato dagli Amministratori:

- tale proposta di aumento di capitale ha come obiettivo quello di mettere a disposizione del Consiglio di Amministrazione le azioni necessarie per l'esecuzione del citato Piano Top Management 2010. Gli obiettivi del Piano, a suo tempo oggetto di delibera assembleare, riconfermati dal Consiglio di Amministrazione stesso sono la promozione, l'incentivazione e la fidelizzazione di coloro che contribuiscono in modo determinante al successo della Società e del Gruppo. La proposta di aumento di capitale prevede quindi la modifica della delega a suo tempo conferita dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, limitatamente al solo numero di azioni oggetto dell'aumento di capitale sociale. Il criterio oggetto della proposta di cui alla Relazione del Consiglio di Amministrazione del 1 marzo 2012 è pertanto il medesimo criterio oggetto di delega dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010;
- la facoltà di esercizio delle opzioni assegnate ai Beneficiari del Piano, a valere sull'aumento di capitale sociale, non è automatica ma subordinata: (i) al raggiungimento di obiettivi di performance a livello aziendale, misurati su un orizzonte pluriennale successivo all'assegnazione delle opzioni stesse (ii) al mantenimento del rapporto intercorrente tra i Beneficiari e la Società o altra società del Gruppo (iii) al raggiungimento di eventuali obiettivi individuali assegnati ai Beneficiari del Piano stesso. Tali condizioni non appaiono contraddittorie rispetto alle finalità che attraverso il citato aumento di capitale sociale la Società si prefigge;
- in considerazione della specifica funzione del Piano, volto a promuovere l'incentivazione e la fidelizzazione di coloro che contribuiscono in modo determinante al successo della Società e del Gruppo, va osservato che il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, appare nelle circostanze adeguato, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, in quanto non risente di fattori soggettivi connessi alla scelta, da parte degli Amministratori, di assunzioni di base e parametri più tipicamente riconducibili ad altre metodologie valutative;
- si rileva che l'esercizio potenziale di tutte le opzioni legate al Piano Top Management 2010, una volta conferita sia la delega di cui alla Relazione degli Amministratori sia la delega di cui alla Relazione sul piano di Stock Option, pari a complessive n. 11.000.000 di opzioni e corrispondente numero di azioni, comporterebbe un effetto diluitivo contenuto nel livello massimo pari a circa l'1,499% del capitale sociale in essere al 29 febbraio 2012. Ogni considerazione sul potenziale effetto diluitivo dovrà essere considerata congiuntamente all'apprezzamento degli effetti sul valore della Società e del Gruppo conseguenti al raggiungimento dei Performance Target pluriennali da parte della Società e del Gruppo stesso, condizione peraltro necessaria per la determinazione delle Opzioni Potenzialmente Esercitabili in capo ai Beneficiari del Piano Top Management 2010;
- il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione si basa sulla media ponderata tra il valore del patrimonio netto per azione con riferimento all'ultimo bilancio approvato ed il valore medio di borsa delle azioni della Società nell'ultimo semestre. Sebbene la ponderazione dei citati fattori possa presentare caratteri di difficile apprezzabilità, nella circostanza, il riferimento del criterio adottato al valore del patrimonio netto ed ai corsi di borsa non risulta in contrasto con il disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile e con l'articolo 6 dello Statuto societario stante le modifiche oggetto della Relazione. Tale criterio appare ragionevole e non arbitrario rispetto alle citate previsioni statutarie e alla *ratio* complessiva della norma, attese le finalità che attraverso l'esecuzione del Piano Top Management 2010 la Società si è posta, stanti le condizioni sottostanti l'attribuzione delle Opzioni Potenzialmente Esercitabili e avuto riguardo alla precedente delega per l'aumento

di capitale sociale conferita al Consiglio di Amministrazione da parte dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 27 aprile 2010.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

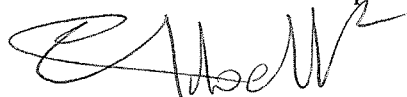
In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione ha definito il numero massimo di azioni che potranno essere emesse e non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha lo scopo di verificare l'adeguatezza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non definibile in quanto riferito ad azioni di futura emissione, bensì l'adeguatezza del criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione di un prezzo ragionevole e non arbitrario, per le finalità perseguite dalla Società, al momento dell'assegnazione delle opzioni a valere sul Piano;
- la proposta di aumento di capitale sociale presentata dal Consiglio di Amministrazione all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti prevede la facoltà di aumentare il capitale sociale anche in più riprese da esercitare in connessione all'esecuzione del Piano Top Management 2010 oggetto di delega al Consiglio di Amministrazione stesso. Il Consiglio di Amministrazione, se la delega già conferita verrà estesa quanto al numero delle azioni, avrà comunque il compito di dare esecuzione al Piano nella nuova entità, identificando i Beneficiari a cui assegnare le opzioni e determinando le altre condizioni e termini per l'attuazione dello stesso. Conseguentemente, il predetto criterio di determinazione del prezzo di esercizio delle opzioni è applicabile a tutte le opzioni indistintamente che tuttavia, come illustrato dagli Amministratori, potranno essere assegnate a più riprese. Il prezzo di esercizio delle medesime è quindi funzione della data di assegnazione. Considerato che il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione fa riferimento anche alle quotazioni di borsa, l'esecuzione delle delega stessa farà riferimento al valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di assegnazione delle opzioni. Si ricorda che la valutazione basata sulle quotazioni di borsa è soggetta all'andamento proprio dei mercati finanziari e può pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Infine ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società;
- il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione fa riferimento anche al valore del patrimonio netto per azione della Società con riferimento all'ultimo bilancio approvato prima dell'assegnazione delle opzioni. Si ricorda che tale valore è soggetto a variabilità in conseguenza dei risultati della Società che possono evidenziare oscillazioni sensibili in relazione ai risultati aziendali conseguiti dalle società controllate, alla politica di distribuzione dei dividendi attuata dalla Società e dalle sue controllate ed a eventuali altre operazioni aventi ad oggetto il capitale.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato ai precedenti paragrafi 8 e 9, riteniamo che il criterio di determinazione del prezzo adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Mediolanum S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale riservato ai Beneficiari del Piano Top Management 2010, con esclusione del diritto di opzione per gli altri Azionisti.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Gibello Ribatto
Socio

Milano, 27 marzo 2012