

ERNST & YOUNG

Mediolanum S.p.A.

Relazione della società di revisione

sul criterio di determinazione del prezzo di emissione delle
azioni per l'aumento di capitale sociale con esclusione del
diritto di opzione

(Articolo 158 Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)

**Relazione della società di revisione
sul criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento
di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione
(Articolo 158 Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58)**

Agli Azionisti di
Mediolanum S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Ai sensi dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, abbiamo ricevuto da Mediolanum S.p.A. (nel seguito la "Società") la comunicazione contenente la proposta di delega al Consiglio di Amministrazione stesso, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, per il periodo massimo di cinque anni dalla data della delibera assembleare, della facoltà di aumentare a pagamento e in via scindibile il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma del Codice Civile, da esercitare mediante emissione, anche in più riprese, di azioni ordinarie della Società, accompagnata da apposita relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 9 marzo 2010 che illustra e giustifica l'esclusione del diritto d'opzione indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni (la "Relazione degli Amministratori").

Tale proposta, che verrà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata il 27 aprile 2010 in prima convocazione e il 28 aprile 2010 in seconda convocazione, prevede la delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443, del Codice Civile, della facoltà 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: i) per un importo complessivo di massimi nominali Euro 500.000,00 mediante emissione di n. 5.000.000 nuove azioni da riservare in sottoscrizione agli amministratori e dirigenti della Società e delle controllate in qualità di beneficiari del piano stock option denominato il "Piano Top Management 2010", e ii) per un importo complessivo di massimi nominali Euro 700.000,00 mediante emissione di massime n. 7.000.000 nuove azioni da riservare in sottoscrizione ai collaboratori (intesi come i componenti della rete di vendita) della Società e delle controllate, in qualità di soggetti beneficiari del piano di stock option denominato il "Piano Collaboratori 2010" (nel seguito congiuntamente i "Piani di Stock Option"). La proposta di adozione dei Piani di Stock Option, illustrata da apposita relazione redatta ai sensi dell'art. 114-bis del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (nel seguito la "Relazione sui Piani di Stock Option") verrà sottoposta all'esame ad all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria degli Azionisti convocata anch'essa per il 27 aprile 2010 in prima convocazione e il 28 aprile 2010 in seconda convocazione.

La Relazione degli Amministratori illustra le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione nonché i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni. Con riferimento al prezzo di emissione delle azioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno proporre all'Assemblea di non fissare il definitivo prezzo di emissione delle azioni, ma di determinare il criterio a cui il Consiglio di Amministrazione dovrà successivamente attenersi per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, alla data di effettuazione dell'aumento di capitale.

L'aumento di capitale sociale riservato ai beneficiari dei Piani di Stock Option sarà deliberato ai sensi dell'art. 2443 e del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. Pertanto, in qualità di revisori incaricati della revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato della Società, esprimiamo nel seguito, ai sensi dell'art. 158 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il nostro parere sulla adeguatezza dei criteri individuati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

Fermo restando quanto sopra, al fine di fornire agli Azionisti informazioni sulle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle azioni, la presente relazione riporta i criteri individuati per la determinazione del prezzo stesso ed una valutazione sull'adeguatezza dei metodi utilizzati sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E DEI CRITERI UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La relazione degli Amministratori che sarà presentata all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, come sopra riportato, prevede l'attribuzione della delega al Consiglio di Amministrazione stesso per l'aumento di capitale sociale a servizio dei Piani di Stock Option a favore di amministratori, dirigenti e collaboratori della Società e delle controllate.

In particolare, la proposta prevede la facoltà 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 come segue:

- per un importo complessivo di massimi nominali Euro 500.000,00 mediante emissione di n. 5.000.000 nuove azioni da riservare in sottoscrizione agli amministratori e dirigenti della Società e delle controllate in qualità di beneficiari del piano stock option denominato il "Piano Top Management 2010";
- per un importo complessivo di massimi nominali Euro 700.000,00 mediante emissione di massime n. 7.000.000 nuove azioni da riservare in sottoscrizione ai collaboratori (intesi come i componenti della rete di vendita) della Società e delle controllate, in qualità di soggetti beneficiari del piano di stock option denominato il "Piano Collaboratori 2010".

Come indicato nella Relazione degli Amministratori e nella Relazione sui Piani di Stock Option, l'adozione dei suddetti Piani di Stock Option, con conseguente esclusione del diritto di opzione, consente di mettere a disposizione della Società e delle società controllate lo strumento più efficace al fine di promuovere l'incentivazione e la fidelizzazione di quegli amministratori, dirigenti e collaboratori che contribuiscono in modo determinante al successo della Società e del Gruppo Mediolanum.

I Piani di Stock Option, la cui attuazione e gestione è demandata al Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Comitato per la Remunerazione della Società, si fondano sull'assegnazione ai beneficiari degli stessi, in più cicli annuali, di diritti per la sottoscrizione di azioni ordinarie Mediolanum S.p.A. di nuova emissione (nel seguito le "Opzioni").

I Piani di Stock Option avranno pertanto attuazione mediante aumenti di capitale riservati ai beneficiari di ciascun piano, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del codice civile, deliberati dal Consiglio di Amministrazione a ciò delegato ai sensi dell'art. 2443 del codice civile.

Le Opzioni saranno personali e non trasferibili *inter vivos*. L'esercizio delle Opzioni sarà subordinato al conseguimento di obiettivi di *performance* di natura economica e/o finanziaria, nonché al mantenimento del rapporto intercorrente tra i beneficiari dei Piani di Stock Option e la Società o altra Società del Gruppo Mediolanum: questi vincoli verranno specificamente individuati dal Consiglio di Amministrazione sentito il Comitato per la Remunerazione in conformità alle linee guida definite nella Relazione sui Piani di Stock Option e saranno disciplinati nei regolamenti dei rispettivi Piani di Stock Option.

Il Consiglio di Amministrazione, in conformità con quanto previsto all'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, propone che per i beneficiari dei Piani di Stock Option il prezzo per azione a fronte dell'esercizio di un'opzione sia 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 delle Opzioni,

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.

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 analizzato la predetta documentazione, ed in particolare:

- a) la Relazione degli Amministratori del 9 marzo 2010 che, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, illustra e giustifica la proposta di delega, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, per l'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma del Codice Civile, indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione;
- b) la Relazione sui Piani di Stock Option che, ex articolo 114-bis del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, illustra le linee guida dei Piani di Stock Option e le deleghe dei poteri per l'attuazione degli stessi;
- c) il progetto di bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato al 31 dicembre 2009 di Mediolanum S.p.A. da noi assoggettati a revisione contabile con emissione delle relazioni di revisione in data odierna;
- d) lo statuto vigente della Società, con particolare riferimento all'art. 6, ed il testo delle modifiche proposte;
- e) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Il nostro lavoro ha comportato, tra l'altro:

- l'analisi della relazione degli Amministratori, che individua i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- l'analisi della relazione sui Piani di Stock Option, che illustra le linee guida dei Piani di Stock Option, le deleghe dei poteri per l'attuazione degli stessi nonché le ragioni che motivano l'adozione dei Piani di Stock Option;
- lo svolgimento di considerazioni di carattere valutativo e di analisi critiche ritenute necessarie per l'accertamento che i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni siano adeguati in quanto, nella circostanza, ragionevoli e non arbitrari;
- la lettura dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'anno 2009 e dei primi mesi del 2010, fino alla data odierna.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sussistano alla data odierna modifiche significative ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi o altri fatti e circostanze che possano avere un effetto sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

4. CONSIDERAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI CRITERI ADOTTATI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere fissato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; ciò permette l'applicazione del criterio con un margine di discrezionalità, consentendo agli amministratori di emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre, consenta agli amministratori libertà di scelta nella individuazione di criteri di determinazione del prezzo di emissione maggiormente rispondenti alla tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Come sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno di proporre all'Assemblea Straordinaria di determinare il criterio a cui il Consiglio di Amministrazione stesso si dovrà successivamente attenere per determinare il prezzo di emissione delle azioni, e che prevede che il prezzo di emissione sia fissato ad un valore 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 delle Opzioni, 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.

I Piani di Stock Option prevedono inoltre che l'esercizio delle Opzioni sarà subordinato, oltre che al mantenimento del rapporto intercorrente tra il beneficiario e la Società o altra società del Gruppo Mediolanum, al raggiungimento di obiettivi di *performance* a livello aziendale, misurati con riferimento all'andamento, per un periodo definito e successivo all'assegnazione delle Opzioni, di specifici parametri economico/reddituali a livello consolidato (ad esempio l'utile consolidato normalizzato, il cost/income ratio) ritenuti idonei ed eventualmente corretti da fattori di rischio e di costo del capitale. L'esercizio delle Opzioni potrà inoltre essere subordinato al raggiungimento di obiettivi di *performance* individuali assegnati a ciascun beneficiario dei Piani di Stock Option.

Ad avviso degli amministratori la scelta della struttura dei Piani di Stock Option è ritenuta idonea a legare l'incentivazione dei beneficiari sia ai risultati individuali sia alla *performance* di medio termine della Società e del Gruppo Mediolanum e conseguentemente alla creazione di valore per gli azionisti.

Nel complesso quindi le condizioni previste per l'esercizio delle Opzioni, e cioè: i) un prezzo di emissione calcolato sulla base del valore del patrimonio netto che tiene conto anche del valore medio di borsa delle azioni, e ii) la previsione di performance a livello aziendale di natura economica da conseguire da parte dei beneficiari dei Piani di Stock Option, evidenziano la duplice funzione di premiare e di trattenere un gruppo di beneficiari che rivestono un ruolo determinante per il raggiungimento degli obiettivi aziendali.

In tale contesto, la determinazione di un criterio di determinazione del prezzo di emissione basato sul patrimonio netto che tiene conto anche del valore medio di borsa delle azioni realizza in maniera più incisiva gli obiettivi di fidelizzazione e incentivazione che i Piani di Stock Option si propongono di realizzare.

Peraltro, lo Statuto vigente prevede al comma 4 dell'art. 6 che l'Assemblea "può deliberare l'aumento del capitale sociale entro il limite massimo del 5% del capitale preesistente, con esclusione del diritto di opzione e con facoltà di determinare il prezzo di sottoscrizione con sconti rispetto al prezzo medio di borsa, purché parametrato ad indici oggettivi previsti dai piani di stock option stessi. Il valore minimo di sottoscrizione di ciascuna azione non deve essere comunque inferiore al maggiore fra la quota proporzionale del patrimonio netto contabile e il valore nominale".

In ogni caso, l'eventuale effetto di diluizione che dovesse manifestarsi se il valore medio di borsa fosse significativamente più elevato rispetto al prezzo di emissione, risulterebbe ampiamente compensato dalla creazione di valore realizzata dal Gruppo Mediolanum, condizione necessaria all'esercizio dei Piani di Stock Option, e sarebbe, comunque, scarsamente significativo stante il numero massimo di azioni da emettere che rappresenta circa l'1,6% delle azioni costituenti il capitale.

Alla luce delle sovra esposte considerazioni, il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni proposto dagli Amministratori appare coerente con le finalità dei Piani di Stock Option, con le previsioni statutarie e con la *ratio* della norma.

5. LIMITI SPECIFICI ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

L'aumento di capitale sociale in esame, che potrà avvenire anche in più *tranches*, è stato delegato al Consiglio di Amministrazione che ha il compito di dare esecuzione alla delega assembleare in conformità ai criteri indicati dall'Assemblea, identificando i beneficiari dei Piani di Stock Option, e determinando le altre condizioni e termini per l'attuazione dei Piani stessi. Conseguentemente, i predetti criteri di determinazione del prezzo di esercizio delle Opzioni sono applicabili a tutte le Opzioni indistintamente. Tuttavia, in considerazione del fatto che le Opzioni potranno essere assegnate in diversi momenti, il concreto prezzo di esercizio delle medesime potrà essere diverso secondo la diversa data di assegnazione delle Opzioni.

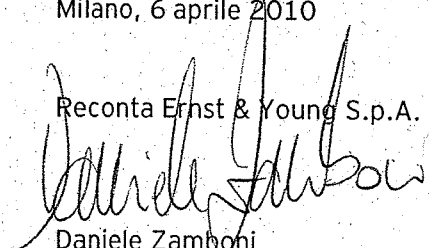
Considerato che la determinazione del prezzo di emissione è in parte legata agli andamenti di mercato, l'esecuzione della delega di aumento di capitale sociale fa quindi riferimento ad un valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di esecuzione stessa. Occorre ricordare che il parametro legato al criterio delle quotazioni di borsa può risultare condizionato da fattori estranei alla società valutata quali, ad esempio, periodi di particolare volatilità dei mercati finanziari, di pressioni speculative o di circostanze anomale, quali il contesto di mercato che di recente è stato caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da fenomeni di forte turbolenza, che potrebbero limitare la capacità dei prezzi di mercato di riflettere valutazioni intrinseche. Non si può quindi escludere che l'evoluzione della crisi finanziaria possa condurre a valori ad oggi non prevedibili ed anche significativamente diversi da quelli attuali.

6. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato ai precedenti paragrafi 4. e 5., riteniamo che i criteri adottati dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini dell'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari.

Milano, 6 aprile 2010

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Daniele Zamboni
(Socio)