

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob
n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente
modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010

ACQUISTO

da parte di **UnipolSai Assicurazioni S.p.A.**
delle partecipazioni detenute da **Unipol Gruppo S.p.A.**
in **Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A.** e **UniSalute S.p.A.**

7 luglio 2017

DOCUMENTO INFORMATIVO
RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTI CORRELATE

**redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera n.
17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni**

**ACQUISTO DA PARTE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.
DELLE PARTECIPAZIONI DETENUTE DA UNIPOL GRUPPO S.P.A.
IN COMPAGNIA ASSICURATRICE LINEAR S.P.A. E UNISALUTE S.P.A.**

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di UnipolSai Assicurazioni S.p.A., sul meccanismo di stoccaggio autorizzato eMarket Storage (www.emarketstorage.com), nonché sul sito *internet* di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (www.unipolsai.com) *Sezione Governance/Operazioni con parti-correlate*

INDICE

DEFINIZIONI	Pag. 3
PREMESSA	Pag. 7
1. AVVERTENZE	Pag. 8
1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	Pag. 8
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	Pag. 10
2.1. Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	Pag. 10
2.2. Parti correlate coinvolte nell'Operazione, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	Pag. 12
2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Società dell'Operazione	Pag. 13
2.4. Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili	Pag. 14
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	Pag. 18
2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate	Pag. 21
2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società, coinvolti nell'Operazione	Pag. 21
2.8. <i>Iter</i> di approvazione dell'Operazione	Pag. 21
2.9. Eventuale cumulo di operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob	Pag. 24
3. DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI	Pag. 25
4. ALLEGATI	Pag. 26

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini utilizzati all'interno del presente documento informativo (il "**Documento Informativo**"):

Accordo Quadro	L'accordo quadro sottoscritto in data 30 giugno 2017 tra Unipol e UnipolSai, volto a disciplinare i principali termini e condizioni per l'implementazione del Progetto.
Arca Vita	Arca Vita S.p.A., <i>joint venture</i> nel segmento della bancassicurazione realizzata con le banche distributrici del gruppo facente capo a BPER Banca S.p.A. e con Banca Popolare di Sondrio S.p.A., con sede legale in Verona, via Del Fante 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione e codice fiscale 01947090237, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00082, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
Comitato OPC	Il Comitato per le operazioni con parti correlate di UnipolSai.
Contratti di Compravendita	Il Contratto di Compravendita Linear e il Contratto di Compravendita UniSalute.
Contratto di Compravendita Linear	Il contratto di compravendita sottoscritto in data 30 giugno 2017, tra Unipol e UnipolSai, che - in esecuzione del Progetto e dell'Accordo Quadro - disciplina i termini e le condizioni dell'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione Linear, detenuta da Unipol.
Contratto di Compravendita UniSalute	Il contratto di compravendita sottoscritto in data 30 giugno 2017, tra Unipol e UnipolSai, che - in esecuzione del Progetto e dell'Accordo Quadro - disciplina i termini e le condizioni dell'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione UniSalute, nonché, indirettamente, della Partecipazione UniSalute Servizi, detenute da Unipol.
Deloitte	Deloitte Financial Advisory S.r.l., nominata quale esperto indipendente al fine di assistere il Comitato OPC, nonché di rilasciare specifico parere in merito alla congruità finanziaria - anche rispetto ad operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo - del prezzo di cessione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute.
Esperti Indipendenti	Congiuntamente, Deloitte, JP Morgan e lo Studio Laghi.

Esperto Legale	Lo Studio Legale BonelliErede, nominato quale esperto legale al fine di assistere, tra l'altro, il Comitato OPC, nonché di esprimere un giudizio professionale sulla coerenza e appropriatezza delle condizioni e dei termini dell'Operazione rispetto alle norme e ai regolamenti applicabili nonché alle prassi di mercato per operazioni similari.
Gruppo Unipol o Gruppo	Unipol e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 93 del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato.
Gruppo UnipolSai	UnipolSai e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 93 del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato.
Fairness Opinion Deloitte	I Pareri di congruità rilasciati da Deloitte a supporto del Comitato OPC, da un punto di vista finanziario e rispetto a valori di mercato, rispettivamente del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear, redatti nel rispetto dei migliori <i>standard</i> nazionali ed internazionali.
Fairness Opinion JP Morgan	Il Parere di congruità rilasciato da JP Morgan a supporto del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, da un punto di vista finanziario dei Prezzi concordati nell'ambito dell'Operazione, redatto nel rispetto dei migliori <i>standard</i> nazionali e internazionali.
Fairness Opinion Laghi	Il Parere di congruità dei principi e dei metodi di stima, nonché dell'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime, adottati da Deloitte e JP Morgan ai fini della redazione delle rispettive <i>Fairness Opinion</i> , rispetto agli <i>standard</i> utilizzati nella prassi.
Fairness Opinion	Congiuntamente, la <i>Fairness Opinion</i> Deloitte, la <i>Fairness Opinion</i> JP Morgan e la <i>Fairness Opinion</i> Laghi.
IVASS	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.
JP Morgan	JP Morgan nominata quale esperto indipendente al fine di assistere il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, nonché di rilasciare specifico parere in merito alla congruità finanziaria dei Prezzi.
Linear	Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 04260280377, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00122, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol

e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.

Operazione	L'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione UniSalute (nonché, indirettamente, della Partecipazione UniSalute Servizi) e della Partecipazione Linear, detenute da Unipol.
Partecipazione Linear	La partecipazione, detenuta da Unipol, pari a n. 19.300.000 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 ciascuna, rappresentative del 100% del capitale sociale di Linear.
Partecipazione UniSalute	La partecipazione, detenuta da Unipol, pari a n. 17.242.993 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentative del 98,53% del capitale sociale di UniSalute.
Partecipazione UniSalute Servizi	La quota, detenuta da UniSalute, rappresentativa dell'intero capitale sociale di UniSalute Servizi.
Prezzi	Il Prezzo Linear e il Prezzo UniSalute.
Prezzo Linear	Euro 715 milioni.
Prezzo UniSalute	Euro 160 milioni.
Procedura OPC	La <i>"Procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate"</i> , adottata ai sensi dell'art. 4 del Regolamento OPC (come definito di seguito) dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, nella versione da ultimo approvata in data 6 ottobre 2016 (reperibile all'indirizzo di seguito riportato: http://www.unipolsai.com/it/Governance/Operazioni-con-parti-correlate).
Progetto	Il progetto di razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, attraverso la concentrazione in UnipolSai - in uno o più <i>step</i> , qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti - di tutte le partecipazioni in imprese di assicurazione ad oggi detenute da Unipol, mediante compravendita delle medesime.
Studio Laghi	Lo Studio Laghi S.r.l., nominato quale esperto indipendente al fine di esprimere al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e al Comitato OPC un giudizio professionale su: <ul style="list-style-type: none">(i) la congruità dei principi e metodi di stima applicati da Deloitte e JP Morgan, rispetto agli <i>standard</i> utilizzati nella prassi per operazioni simili; e(ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Deloitte e JP Morgan rispetto agli <i>standard</i> di

prassi.

Regolamento Emittenti	Il regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
Regolamento OPC	Il regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.
UG o Unipol o il Venditore	Unipol Gruppo S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado n° 45, capitale sociale pari ad Euro 3.365.292.408,03 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 00284160371, capogruppo del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'albo dei gruppi assicurativi al n. 046, capogruppo del Gruppo Bancario Unipol iscritto all'Albo dei gruppi bancari al n. 20052.
UnipolSai o l'Acquirente o la Società	UnipolSai Assicurazioni S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado n° 45, capitale sociale pari ad Euro 2.031.456.338,00 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 00818570012, società assicuratrice iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00006, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
UniSalute	UniSalute S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 03843680376, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00084, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
UniSalute Servizi	UniSalute Servizi S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 12209910152, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol quale società strumentale e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.

PREMESSA

Il presente Documento Informativo ha a oggetto l'Operazione, ovvero sia l'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione UniSalute (nonché, indirettamente, della Partecipazione UniSalute Servizi) e della Partecipazione Linear, entrambe detenute dalla propria capogruppo Unipol, ed è stato redatto da UnipolSai in quanto tali acquisizioni, sia individualmente che cumulativamente considerate, si qualificano come di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento OPC e della propria Procedura OPC (per maggiori dettagli circa gli indici di rilevanza interessati si rinvia al successivo paragrafo 2.9).

L'Operazione si inserisce in un progetto più ampio, in via d'implementazione, tra UnipolSai e Unipol, che riguarda anche la partecipazione in Arca Vita detenuta sempre dalla capogruppo Unipol; Progetto che persegue la razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, attraverso la concentrazione in UnipolSai - in uno o più *step*, qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti - di tutte le partecipazioni in società assicurative ad oggi detenute da Unipol, mediante compravendita delle medesime (per maggiori dettagli circa l'Operazione, il Progetto e le parti correlate coinvolte - vale a dire UnipolSai e Unipol - si rinvia al successivo paragrafo 2.2).

L'Operazione è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 29 giugno 2017, previo parere favorevole del Comitato OPC, rilasciato in data 28 giugno 2017, ai sensi dell'art. 9.1 della Procedura OPC (per maggiori dettagli circa la procedura di approvazione dell'Operazione si rinvia al successivo paragrafo 2.8).

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 7 luglio 2017, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, in Bologna, via Stalingrado 45, sul sito *internet* della Società nella sezione "*Governance/Operazioni con parti correlate*" all'indirizzo www.unipolsai.com.

Al presente Documento Informativo sono acclusi i seguenti documenti: (i) il parere favorevole rilasciato dal Comitato OPC, cui sono allegate le *fairness opinion* dell'esperto indipendente Deloitte, rilasciate al Comitato OPC di UnipolSai, sulla congruità finanziaria, anche rispetto a valori di mercato, del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear; (ii) la *fairness opinion* di JP Morgan rilasciata al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai sulla congruità finanziaria del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear; nonché (iii) il parere rilasciato dallo Studio Laghi al Consiglio di Amministrazione e al Comitato OPC di UnipolSai sulla congruità dei principi e dei metodi di stima, nonché sull'adeguatezza rispetto agli *standard* di prassi dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Deloitte e JP Morgan, tenuto anche conto delle informazioni disponibili.

1. AVVERTENZE

1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo costituisce un'operazione tra parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, in quanto l'Acquirente UnipolSai è controllata dal Venditore Unipol, nonché soggetta all'attività di direzione e coordinamento di quest'ultima (cfr. il successivo paragrafo 2.2).

Inoltre, alla data del presente Documento Informativo, i Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Unipol sono composti come segue.

UnipolSai

NOME	CARICA
Cimbri Carlo (*)	Presidente
Cerchiai Fabio	Vice Presidente
Stefanini Pierluigi (*)	Vice Presidente
Berardini Francesco (*)	Consigliere
Carletti Milva (**)	Consigliere
Cattabiani Paolo (*)	Consigliere
Cottignoli Lorenzo	Consigliere
Dalle Rive Ernesto (*)	Consigliere
Ghiglieno Giorgio (**)	Consigliere
Giovetti Vittorio	Consigliere
Masotti Massimo (**)	Consigliere
Maugeri Maria Rosaria (**)	Consigliere
Montagnani Maria Lilla (**)	Consigliere
Picchi Nicla (**)	Consigliere
Recchi Giuseppe (**)	Consigliere
Righini Elisabetta (**)	Consigliere
Tadolini Barbara (**)	Consigliere
Vella Francesco (**)	Consigliere

(*) Siede anche nel Consiglio di Amministrazione di Unipol.

(**) Indipendente.

Unipol

NOME	CARICA
Stefanini Pierluigi (*)	Presidente
Pasquariello Maria Antonietta (**)	Vice Presidente
Cimbri Carlo (*)	AD, Group CEO e DG
Balducci Gianmaria (**)	Consigliere
Berardini Francesco (*)	Consigliere

Candini Silvia Elisabetta (**)	Consigliere
Cattabiani Paolo (*)	Consigliere
Dalle Rive Ernesto (*)	Consigliere
De Luise Patrizia (**)	Consigliere
Ferraboli Anna Maria (**)	Consigliere
Ferrè Daniele (**)	Consigliere
Gualtieri Giuseppina (**)	Consigliere
Levorato Claudio	Consigliere
Morara Pier Luigi (**)	Consigliere
Mundo Antonietta (**)	Consigliere
Pacchioni Milo	Consigliere
Pierrì Sandro Alfredo (**)	Consigliere
Trovò Annamaria (**)	Consigliere
Turrini Adriano	Consigliere
Zambelli Rossana (**)	Consigliere
Zini Carlo	Consigliere
Zucchelli Mario	Consigliere

(*) Siede anche nel Consiglio di Amministrazione di UnipolSai.

(**) Indipendente.

Nella deliberazione con cui il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai ha approvato il Progetto e l'Operazione, hanno dichiarato di essere portatori di un interesse ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2391 c.c. i seguenti Consiglieri (per le ragioni illustrate di seguito):

- **Carlo Cimbri**, Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, in quanto ricopre altresì la carica di Amministratore Delegato, Group CEO e Direttore Generale di Unipol;
- **Pierluigi Stefanini**, Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, in quanto ricopre altresì la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Unipol;
- **Francesco Berardini**, Consigliere di UnipolSai, in quanto ricopre altresì la carica di Consigliere di Unipol;
- **Paolo Cattabiani**, Consigliere di UnipolSai, in quanto ricopre altresì la carica di Consigliere di Unipol;
- **Ernesto Dalle Rive**, Consigliere di UnipolSai, in quanto ricopre altresì la carica di Consigliere di Unipol.

Si segnala, inoltre, che **Matteo Laterza** ricopre la carica di Direttore Generale in UnipolSai e di Direttore Generale Area Assicurativa in Unipol.

Fermo quanto precede, tenuto conto delle caratteristiche del Progetto e dell'Operazione, non si ravvisano, a giudizio di UnipolSai, particolari rischi connessi a

potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate. Le attività relative alla determinazione del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear e degli ulteriori termini e condizioni di cui all'Accordo Quadro e ai Contratti di Cessione sono state effettuate nel rispetto del Regolamento OPC e della Procedura OPC.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1. Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

L'Operazione consiste in due distinte compravendite di partecipazioni azionarie:

- la compravendita della Partecipazione Linear; e
- la compravendita della Partecipazione UniSalute.

Linear è l'impresa assicurativa del Gruppo Unipol specializzata nella vendita diretta (canali internet e *call center*) principalmente di prodotti del comparto Auto. Il Prezzo Linear è pari a Euro 160 milioni.

UniSalute è l'impresa assicurativa del Gruppo Unipol specializzata nel comparto salute (rami malattia e assistenza) e controlla - con il 100% - UniSalute Servizi, società principalmente attiva nella prestazione di servizi nei settori della sanità, salute, benessere e malattia, nonché dell'assistenza socio-sanitaria e nella costituzione, organizzazione e gestione di poliambulatori. Il Prezzo UniSalute è pari a Euro 715 milioni.

I Prezzi sono stati negoziati da UnipolSai e Unipol all'interno dei *range* di valori determinati da esperti indipendenti di comprovata professionalità, nominati da ciascuna delle parti, applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale. Per maggiori informazioni si veda il successivo Paragrafo 2.4.

Per disciplinare l'Operazione Unipol, in qualità di Venditore, e UnipolSai, in qualità di Acquirente, in data 30 giugno 2017 hanno sottoscritto:

- l'Accordo Quadro; e
- i Contratti di Compravendita.

L'Accordo Quadro, oltre alla descrizione del Progetto e del rationale ad esso associato sia nella prospettiva di Unipol, sia in quella di UnipolSai, contiene le linee guida relative alle compravendite cui dare esecuzione al fine di implementare il Progetto medesimo. In particolare, l'Accordo Quadro prevede che:

- (i) per la compravendita della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, che Unipol e UnipolSai sottoscrivano due distinti Contratti di Compravendita, nei testi allegati all'Accordo Quadro stesso;
- (ii) in un momento successivo, ove ne ricorrano i presupposti, UnipolSai e Unipol avviino i negoziati relativi all'acquisizione da parte di UnipolSai della

partecipazione detenuta da Unipol in Arca Vita, pari al 63,39% del capitale sociale della stessa.

Viene altresì dato atto che, sebbene conclusi in esecuzione dell'Accordo Quadro e nell'ambito dell'implementazione del Progetto, i Contratti di Compravendita delle partecipazioni in Linear e in UniSalute, nonché l'eventuale compravendita di Arca Vita, sono tra loro indipendenti e non funzionalmente o causalmente collegati, di talché la ritardata o mancata esecuzione – così come l'inadempimento delle obbligazioni – di uno qualunque o di entrambi i primi due contratti, non inciderà sull'esecuzione – o sull'adempimento delle obbligazioni – della cessione di Arca Vita, e viceversa.

I Contratti di Compravendita contengono termini e condizioni sostanzialmente analoghi per disciplinare ed eseguire la cessione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute da Unipol a UnipolSai, eccezion fatta per i Prezzi indicati sopra.

Come da prassi in analoghe tipologie di operazioni, i Contratti di Compravendita prevedono che il perfezionamento della compravendita (il c.d. "closing") sia sospensivamente condizionato al positivo avveramento delle seguenti condizioni sospensive: (i) ottenimento delle necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte dell'IVASS; (ii) positivo espletamento della procedura di offerta in prelazione statutaria della Partecipazione UniSalute ai soci di minoranza di UniSalute, senza che nessuno di questi abbia esercitato il diritto di prelazione. Il perfezionamento dei Contratti di Compravendita è previsto entro il corrente esercizio.

Inoltre, sempre come da prassi, i Contratti di Compravendita prevedono:

- (a) una disciplina interinale ai sensi della quale, nel periodo compreso tra la loro data di sottoscrizione e la data di perfezionamento della relativa cessione, il Venditore si è impegnato a fare sì che Linear e/o UniSalute operino in linea con l'attuale gestione corrente, senza compiere atti di straordinaria amministrazione, eccezion fatta per quelli espressamente previsti nel rispettivo piano strategico di Linear e UniSalute;
- (b) il rilascio da parte del Venditore di dichiarazioni e garanzie, e connessi obblighi di indennizzo, principalmente *standard* o equivalenti a quelle utilizzate in analoghe operazioni tra parti non correlate o ragionevoli e appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità della compravendita della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute e comunque in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla loro esecuzione.

I Contratti di Compravendita e l'Accordo Quadro prevedono la medesima clausola arbitrale.

2.2. Parti correlate coinvolte nell'Operazione, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

L'Operazione si configura come operazione tra parti correlate in quanto, alla data del Documento Informativo, UnipolSai è controllata da Unipol ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, c.c. Più precisamente Unipol detiene nella Società una partecipazione pari al 71,02% del relativo capitale sociale (di cui il 51,03%, in via diretta, ed il restante 19,99% in via indiretta per il tramite delle controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investment S.p.A.). UnipolSai è inoltre soggetta alla direzione e coordinamento di Unipol, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e ss. c.c.

Quanto alla composizione dei Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Unipol si rammenta che:

- **Carlo Cimbri** riveste le cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di Amministratore Delegato, Group CEO e Direttore Generale di Unipol;
- **Pierluigi Stefanini** riveste le cariche di Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Unipol;
- **Francesco Berardini** riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di membro del Consiglio di Amministrazione di Unipol;
- **Paolo Cattabiani** riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di membro del Consiglio di Amministrazione di Unipol;
- **Ernesto Delle Rive** riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di membro del Consiglio di Amministrazione di Unipol.

L'Operazione si qualifica come operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 2 della Procedura OPC nonché dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in quanto l'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute - considerate sia individualmente sia cumulativamente in conformità a quanto previsto dall'art. 5, comma 2, del Regolamento OPC - superano la soglia del 2,5%, di cui all'art. 2 della Procedura OPC e all'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, come meglio specificato al successivo paragrafo 2.9.

Si segnala che, viceversa, alla data di pubblicazione del presente Documento Informativo, le acquisizioni in questione, anche considerate cumulativamente, non configurano per UnipolSai acquisizioni significative ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 71 del Regolamento Emittenti.

2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Società dell'Operazione

L'Operazione è parte del Progetto avviato dal Gruppo Unipol, che persegue la definitiva razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo, da realizzarsi attraverso il posizionamento di tutte le imprese assicurative sotto il controllo di UnipolSai. Nell'ambito del Progetto è, infatti, previsto che - qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti - UnipolSai possa successivamente acquisire anche la partecipazione di controllo, pari al 63,39% del capitale sociale, detenuta da Unipol in Arca Vita.

L'Operazione mira a far sì che il Gruppo Unipol rinnovi l'attuale assetto partecipativo del proprio comparto assicurativo, che ancora riflette un disegno strategico tracciato e realizzato nel tempo e nell'ambito del quale era privilegiata la specializzazione per singola linea produttiva e canale distributivo. Tale disegno è stato coerentemente perseguito mediante la costituzione e acquisizione di compagnie assicurative distinte e dotate di autonoma strategia distributiva. L'evoluzione delle esigenze e dei comportamenti dei consumatori, anche legata allo sviluppo tecnologico e alle nuove modalità di accesso all'offerta di servizi, ha comportato più di recente un ripensamento del modello distributivo dell'impresa, determinando la necessità di integrare tra di loro, sul piano industriale, i differenti canali, in un approccio c.d. di multicanalità, conservando tuttavia l'identità e l'autonomia societaria delle singole compagnie, che – nei rispettivi settori di riferimento – già operano quali riconosciute *leader* del mercato.

In coerenza con tale evoluzione, il Piano Strategico 2016-2018 di UnipolSai prevede, tra le principali linee di sviluppo, la realizzazione di un sistema di offerta multicanale integrata. L'Operazione risponde pertanto ad una precisa esigenza di aggiornamento del modello di offerta di UnipolSai, consentendo alla stessa di divenire - *de facto* - il soggetto a capo del comparto assicurativo del Gruppo e di disporre direttamente di tutti i canali distributivi, gli strumenti e i prodotti assicurativi, con potenziali benefici in termini di maggiore competitività sul mercato di riferimento ed in linea con quanto previsto nel su richiamato Piano Strategico.

Più in particolare, il perfezionamento dell'Operazione determinerebbe (i) con riferimento agli assetti di *governance* operativa nel settore assicurativo, un migliore e più efficace coordinamento dell'offerta di prodotto, consentendo di sviluppare soluzioni coerenti in termini di *pricing* e di condizioni di offerta, nonché dei canali di vendita, attraverso lo sviluppo di azioni commerciali che non si sovrappongano sugli stessi clienti ed evitando in tal modo sia la riduzione dei margini sia le problematiche di gestione della relazione con le reti distributive; (ii) la realizzazione di potenziali sinergie derivanti dall'arricchimento dell'offerta della rete agenziale e dalla condivisione del *know-how* assicurativo, e (iii) un miglioramento dei livelli di efficienza nell'approccio multicanale.

Infine, la configurazione societaria assunta ad esito dell'Operazione, oltre a ottimizzare l'operatività di UnipolSai, potrebbe risultare, nella prospettiva del mercato degli azionisti e degli investitori, di più facile comprensione, con conseguenti impatti positivi

in termini di valorizzazione del titolo sul mercato.

Considerato quanto sopra rappresentato, il Consiglio di Amministrazione della Società - tenuto conto della documentazione istruttoria ricevuta e, in particolare, del motivato unanime parere favorevole del Comitato OPC, della Fairness Opinion JP Morgan sulla congruità finanziaria dei Prezzi, nonché della Fairness Opinion Laghi - ha approvato l'Operazione, riscontrando l'interesse della Società alla sua realizzazione, nonché la convenienza della stessa.

2.4. Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Ai fini della valutazione dell'interesse di UnipolSai ad acquisire la Partecipazione Linear e la Partecipazione UniSalute e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, il Comitato OPC ha tenuto conto della *Fairness Opinion* Deloitte e della *Fairness Opinion* Laghi, riscontrando altresì gli elementi di sintesi della *Fairness Opinion* JP Morgan.

Ciascuno degli Esperti Indipendenti è stato selezionato tenendo conto della esperienza, professionalità e competenza rispetto all'Operazione. Tali elementi sono stati utilizzati dal Comitato OPC e dal Consiglio di Amministrazione a supporto delle proprie valutazioni. Ciascuno degli Esperti Indipendenti ha confermato la sua indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse con riferimento all'Operazione.

Il corrispettivo che sarà complessivamente riconosciuto da UnipolSai al Venditore per l'acquisizione delle partecipazioni ammonta ad Euro 875 milioni, di cui Euro 160 milioni per l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Linear ed Euro 715 milioni per l'acquisizione del 98,53% del capitale sociale di UniSalute.

In particolare:

- il Prezzo Linear, pari a Euro 160 milioni, è stato ritenuto congruo da un punto di vista finanziario, sia da Deloitte sia da JP Morgan, tenendo conto degli intervalli di valore a cui gli stessi *advisor* sono pervenuti ad esito delle rispettive analisi, come di seguito evidenziato;
- il Prezzo UniSalute, pari a Euro 715 milioni, è stato ritenuto congruo da un punto di vista finanziario, sia da Deloitte sia da JP Morgan tenendo conto degli intervalli di valore a cui gli stessi *advisor* sono pervenuti ad esito delle rispettive analisi, come di seguito evidenziato.

Deloitte ha altresì attestato la congruità dei Prezzi anche rispetto ai valori di mercato.

Al fine di verificare la congruità dei Prezzi, Deloitte e JP Morgan hanno utilizzato metodologie di valutazione in linea con la prassi nazionale e internazionale, applicando quelle ritenute più appropriate, tenuto conto delle finalità delle analisi, delle caratteristiche specifiche della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, nonché della tipologia di operazione e della finalità della valutazione stessa. I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce dei

business plan approvati dai Consigli di Amministrazione di Linear e UniSalute, assumendo l'assenza del verificarsi di accadimenti straordinari. Le proiezioni economico-finanziarie, utilizzate dagli Esperti Indipendenti ai fini delle *Fairness Opinion*, sono state ritenute ragionevoli nelle assunzioni e nei dati prospettici da parte di KPMG Advisory S.p.A., a tale fine incaricato da UnipolSai. In particolare, le analisi valutative si sono basate sulle informazioni, condizioni di mercato e regolatorie conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

Metodologie di valutazione adottate dagli Esperti Indipendenti

Gli Esperti Indipendenti, nell'elaborazione delle proprie analisi, hanno proceduto all'applicazione delle metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale, applicando quelle ritenute più appropriate tenendo in considerazione le finalità delle analisi, le caratteristiche specifiche dell'Operazione, il tipo di attività svolta e i dati fondamentali di Linear e di UniSalute riflessi nelle informazioni ricevute.

Gli Esperti Indipendenti hanno utilizzato, come metodologia principale, una metodologia finanziaria analitica quale il metodo dei flussi di dividendo attualizzati ("*Dividend Discount Model*" o "DDM") nella versione "*Excess Capital*" e quali metodi di controllo il metodo dei Multipli di Borsa, il metodo della Retta di regressione (limitatamente a UniSalute) e il metodo dei Multipli di Transazioni.

Dividend Discount Model

Il DDM nella versione "*Excess Capital*" determina il valore di un'azienda sulla base dei flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti mantenendo il livello di patrimonializzazione target rispetto al capitale regolamentare; tali flussi si basano su:

- *business plan* della società;
- requisiti di capitale (*Solvency Capital Requirement*) previsti dalla società;
- requisiti di capitale target;
- tasso di crescita di lungo termine, al fine di stimare il valore dei flussi di spettanza degli azionisti oltre l'orizzonte esplicito del *business plan* (*terminal value*); il *terminal value* viene calcolato quale valore di una rendita perpetua basata su un flusso normalizzato.

I flussi di spettanza degli azionisti vengono scontati ad un tasso che esprime lo specifico rischio di capitale, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio, stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) come previsto dalla prassi valutativa.

Con riferimento a Linear, l'intervallo di valorizzazione individuato con il metodo del DDM risulta compreso tra:

- Euro 142,1 milioni ed Euro 175,8 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 126 milioni ed Euro 187 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP

Morgan.

Con riferimento ad UniSalute l'intervallo di valorizzazione individuato con il metodo del DDM risulta compreso:

- A. per il 100% del capitale, tra:
- Euro 657,7 milioni ed Euro 770,3 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
 - Euro 634 milioni ed Euro 788 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan;
- B. per il 98,53% del capitale, tra:
- Euro 648,0 milioni ed Euro 758,9 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
 - Euro 625 milioni ed Euro 776 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Multipli di Borsa

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili, che poi vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi principali:

- (i) individuazione di un campione di società quotate ritenute comparabili e definizione dell'orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del prezzo;
- (ii) calcolo dei rapporti/multipli fondamentali ritenuti significativi. Nel caso di specie, tenuto conto anche del settore di riferimento, sono considerati da Deloitte il multiplo Prezzo/Utile Netto (Price/Earning o P/E) e Prezzo/Patrimonio Netto (Price/Book Value o P/BV) e da JP Morgan il Price/Earning;
- (iii) applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali (e patrimoniali) attuali e prospettici delle compagnie, in modo da pervenire ad un intervallo di valori delle società stesse.

Per quanto riguarda Linear, l'intervallo di valorizzazione individuato con tale metodo risulta compreso tra:

- Euro 107,2 milioni ed Euro 168,0 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 91 milioni ed Euro 151 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione individuato con tale

metodo risulta compreso:

A. per il 100% del capitale, tra:

- Euro 540,5 milioni ed Euro 707,1 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 590 milioni ed Euro 771 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan;

B. per il 98,53% del capitale, tra:

- Euro 532,6 milioni ed Euro 696,7 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 581 milioni ed Euro 760 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Metodo della Retta di regressione

Il Metodo della Retta di regressione determina il valore di una società sulla base della correlazione statistica, per un campione di società comparabili, fra la redditività, attuale e prospettica, della società considerata (rappresentata nel caso di specie dal *Return on Equity* o RoE) e la sua dotazione patrimoniale (rappresentata nel caso di specie dal Patrimonio Netto o *Book Value*).

Tale metodo è sottoposto a una verifica della significatività statistica.

Per quanto riguarda Linear, l'applicazione di tale metodologia non è stata ritenuta significativa.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione risulta compreso:

A. per il 100% del capitale, tra:

- Euro 659,1 milioni ed Euro 752,4 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 699 milioni ed Euro 784 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan;

B. per il 98,53% del capitale, tra:

- Euro 649,4 milioni ed Euro 741,3 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 689 milioni ed Euro 772 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni rilevate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà ritenute comparabili con la società oggetto di analisi.

Tale metodo si basa sull'analisi di multipli impliciti - ritenuti significativi - riconosciuti

nelle suddette transazioni: nel caso di specie, tenuto conto anche del settore di riferimento, è stato preso in considerazione da Deloitte e JP Morgan il multiplo Prezzo/Utile Netto (Price/Earning o P/E).

Ai fini della valutazione di UniSalute e di Linear sono stati individuati due distinti campioni di operazioni ritenute comparabili, in considerazione dello specifico settore di operatività delle compagnie in esame.

Per quanto riguarda Linear, dall'applicazione di tale metodologia l'intervallo di valorizzazione risulta compreso tra:

- Euro 116,3 milioni ed Euro 199,8 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 104 milioni ed Euro 179 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione risulta compreso:

A. per il 100% del capitale, tra:

- Euro 587,5 milioni ed Euro 760,8 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 579 milioni ed Euro 846 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

B. per il 98,53% del capitale, tra:

- Euro 578,8 milioni ed Euro 749,6 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 570 milioni ed Euro 834 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

Da ultimo, si riportano di seguito le considerazioni conclusive espresse dallo Studio Laghi nella propria *Fairness Opinion*: *“In conclusione, sulla base di quanto sopra evidenziato e all’esito delle analisi effettuate, appare ragionevole ritenere che, alla data del Parere, i principi e i metodi di stima applicati dagli Advisor Finanziari siano congrui e che i criteri applicativi di fondo assunti nelle stime, tenuto conto anche delle informazioni disponibili, siano adeguati rispetto agli standard di prassi”*.

Gli Esperti Indipendenti hanno peraltro evidenziato le difficoltà e limiti caratterizzanti il processo valutativo riportate nelle rispettive *Fairness Opinion*, alle quali si fa rinvio.

Il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai ha approvato i Prezzi, tenuto anche conto che gli stessi si collocano all'interno della fascia di sovrapposizione dei *range* di valore individuati in applicazione delle metodologie principali.

2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Come anticipato (i) l'acquisizione della Partecipazione UniSalute e l'acquisizione della

Partecipazione Linear, anche singolarmente considerate, si configurano quale operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Per l'illustrazione degli indici di rilevanza e delle modalità di calcolo utilizzate per verificare il loro superamento, si rinvia al successivo paragrafo 2.9; (ii) l'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, anche cumulativamente considerate, non configurano invece - sulla base dei dati contabili di UnipolSai al 31 dicembre 2016 - un'operazione di acquisizione significativa ai sensi dell'art. 71 del Regolamento Emittenti.

2.5.1. Informazioni finanziarie pro-forma

Premessa

Il presente Paragrafo include una sintesi degli effetti sui principali indicatori economici, patrimoniali e finanziari di UnipolSai dell'Operazione (i "**Dati Pro-Forma**").

I Dati Pro-Forma sono stati predisposti al fine di simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici, gli effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale-finanziaria del Gruppo UnipolSai, come se la stessa fosse virtualmente avvenuta il 31 dicembre 2016 e, per quanto si riferisce all'andamento economico, il 1° gennaio 2016. Si segnala, tuttavia, che le informazioni contenute nei Dati Pro-Forma rappresentano, come precedentemente indicato, una simulazione, fornita ai soli fini illustrativi, dei possibili effetti che potranno derivare dalla prospettata acquisizione. In particolare, poiché le informazioni pro-forma sono costruite per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni successive, nonostante il rispetto delle regole comunemente accettate e l'utilizzo di assunzioni ragionevoli, vi sono dei limiti connessi alla natura stessa delle informazioni pro-forma. Pertanto, si precisa che qualora l'Operazione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti i Dati Pro-Forma.

In ultimo, si segnala che i Dati Pro-Forma, di seguito riportati, non intendono in alcun modo rappresentare una previsione dei futuri risultati del Gruppo UnipolSai e non devono pertanto essere utilizzati in tal senso.

Modalità di redazione dei Dati pro-forma

I Dati Pro-Forma sono stati redatti sulla base di:

- la situazione patrimoniale-finanziaria e il conto economico del bilancio consolidato del Gruppo UnipolSai al 31 dicembre 2016, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 23 marzo 2017;
- la situazione patrimoniale-finanziaria e il conto economico della società UniSalute, redatti applicando i principi contabili IAS/IFRS ai fini della redazione del consolidato del Gruppo Unipol al 31 dicembre 2016 (c.d. *reporting packages*), approvati dal Consiglio di Amministrazione di UniSalute il 16 marzo 2017;
- la situazione patrimoniale-finanziaria e il conto economico della società Linear, redatti applicando i principi contabili IAS/IFRS ai fini della redazione del

consolidato del Gruppo Unipol al 31 dicembre 2016 (c.d. *reporting packages*), approvati dal Consiglio di Amministrazione di Linear il 16 marzo 2017;

- i prospetti di determinazione della situazione di adeguatezza patrimoniale di UniSalute, Linear e UnipolSai al 31 dicembre 2016;
- le rettifiche pro-forma apportate per tenere conto degli effetti del perfezionamento dell'Operazione.

I Dati Pro-Forma sono stati predisposti sulla base dei medesimi principi contabili adottati per la predisposizione del bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 del Gruppo UnipolSai, redatto in accordo con gli *International Financial Reporting Standards* adottati dall'Unione Europea (IAS/IFRS).

Si precisa peraltro che l'Operazione si qualifica, secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, come un'aggregazione aziendale tra entità sotto controllo comune ("*business combination under common control*"), in quanto tutte le società partecipanti ad essa sono già controllate da Unipol.

La *business combination under common control* è esplicitamente esclusa dall'ambito di applicazione del principio contabile IFRS 3 e attualmente non risulta disciplinata in maniera specifica da altri principi contabili internazionali o interpretazioni. Coerentemente ad altre transazioni analoghe rilevate nel passato, si è ritenuto che l'Operazione possa essere adeguatamente rappresentata nel bilancio consolidato di UnipolSai rilevando i valori delle attività e delle passività acquisite sulla base dei valori risultanti dal bilancio consolidato del comune gruppo di appartenenza, vale a dire in continuità di valori con il bilancio consolidato del Gruppo Unipol.

In ragione di tale modalità di rappresentazione contabile, il patrimonio netto pro-forma di pertinenza del Gruppo UnipolSai al 31 dicembre 2016 si riduce di Euro 609 milioni rispetto al corrispondente dato risultante nel bilancio consolidato alla stessa data. La riduzione è dovuta esclusivamente alla recognition delle attività e passività oggetto di acquisizione, compreso l'avviamento, a valori diversi da quelli correnti stimati ai fini della determinazione dei Prezzi. Tale riduzione corrisponde infatti alla differenza tra:

- (i) il corrispettivo riconosciuto da UnipolSai a Unipol per l'acquisizione delle Partecipazioni, pari a Euro 875 milioni;
- (ii) il valore di pertinenza del Gruppo Unipol delle attività nette di Linear e UniSalute, comprensive degli avviamenti, così come rilevati nel bilancio consolidato del Gruppo Unipol medesimo, pari ad Euro 266 milioni.

Con riferimento agli effetti negativi delle rettifiche pro-forma sui Solvency Ratio individuale (calcolato secondo il Modello Interno Parziale) e consolidato (in termini di *Economic Capital*) di UnipolSai, si precisa che tali impatti sono da attribuirsi prevalentemente alla differenza negativa esistente tra il corrispettivo riconosciuto da UnipolSai a Unipol per l'acquisizione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear ed il valore attribuito al complesso di attività e passività di Linear e UniSalute secondo i criteri di valutazione Solvency II.

Si riportano di seguito i Dati pro-forma relativi ad UnipolSai:

<i>valori in milioni di euro</i>	Dati al 31/12/2016	effetti rettifiche pro-forma	Totale dati pro-forma al 31/12/2016
Raccolta assicurativa diretta consolidata	12.497	487	12.984
<i>Raccolta assicurativa diretta Danni</i>	7.218	487	7.705
<i>Raccolta assicurativa diretta Vita</i>	5.279	0	5.279
<i>Combined ratio</i> Danni consolidato - lavoro diretto (*)	95,7%	-0,3%	95,4%
<i>Combined ratio</i> Danni consolidato - netto riassicurazione (**)	96,5%	-0,5%	96,0%
Risultato economico netto consolidato	527	39	567
Investimenti e disponibilità consolidati (***)	63.261	-142	63.120
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	6.156	-609	5.547
<i>Solvency ratio</i> consolidato - <i>Economic Capital</i> (****)	212%	-21%	191%
<i>Solvency ratio</i> individuale - Modello Interno Parziale	243%	-22%	221%

(*) Combined Ratio Lavoro Diretto: somma di Loss ratio (rapporto tra sinistri diretti di competenza + altri oneri tecnici e premi diretti di competenza) e Expense ratio (rapporto tra spese di gestione e premi diretti contabilizzati).

(**) Combined Ratio Netto Riass: somma di Loss ratio (rapporto tra sinistri di competenza + altri oneri tecnici e premi di competenza) e Expense ratio (rapporto tra spese di gestione e premi di competenza).

(***) la voce include gli Investimenti, le Disponibilità liquide e mezzi equivalenti e gli Immobili uso proprio.

(****) L'Economic Capital è la misura del capitale assorbito determinato in base ai principi e modelli applicati nel Modello Interno Parziale e avente valenza operativa.

2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate

L'Operazione non ha alcun impatto sull'ammontare dei compensi degli amministratori della Società e/o di società da questa controllate.

2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società, coinvolti nell'Operazione

Nell'Operazione non sono coinvolti, in qualità di parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti delle società partecipanti al trasferimento delle partecipazioni.

2.8. Iter di approvazione dell'Operazione

Ai sensi dell'art. 8 del Regolamento OPC e dell'art. 9 della Procedura OPC, le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate sono approvate dal Consiglio di Amministrazione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC, chiamato a esprimersi sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Le citate disposizioni prevedono che il Comitato, anche a mezzo di uno o più dei suoi componenti, sia coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la

ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo, con facoltà di richiedere informazioni e formulare osservazioni.

2.8.1. Attività del Comitato OPC

Il Comitato OPC è stato coinvolto sin dall'avvio della fase istruttoria dell'Operazione, mediante l'invio di un flusso informativo completo e tempestivo da parte delle funzioni competenti.

Più precisamente, in data 10 maggio 2017, il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai ha avviato le attività propedeutiche alla definizione del Progetto.

Successivamente, tenuto conto che l'Operazione si configura, come detto, quale operazione con parti correlate "di maggiore rilevanza", è stato avviato l'iter delineato dal Regolamento OPC e dalla Procedura OPC, il quale prevede che il Comitato OPC sia tempestivamente attivato e coinvolto ai fini del rilascio del proprio parere favorevole per l'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione.

Il Comitato OPC è stato prontamente coinvolto durante tutta la fase delle trattative, ricevendo un flusso di informazioni completo e adeguato sui diversi profili dell'acquisto delle Partecipazioni e si è riunito in quattro occasioni e, segnatamente, in data 6 giugno, 14 giugno, 26 giugno e 28 giugno 2017, sempre con la partecipazione del Collegio Sindacale, per esaminare l'Operazione, per quanto di propria competenza e per rilasciare il Parere.

In data 6 giugno 2017, sono state fornite al Comitato OPC informazioni sulle motivazioni, sulla tempistica, sui termini e sulle condizioni dell'Operazione. Il Comitato OPC ha, inoltre, individuato, su proposta del Presidente, Deloitte quale *advisor* indipendente, e affidato allo stesso l'incarico (i) di supportare il Comitato OPC nella valutazione della congruità dei Prezzi, attraverso l'elaborazione di *range* di valori individuati - per ciascuna Partecipazione - applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e (ii) di rilasciare un'apposita *fairness opinion*, anche rispetto a valori di mercato, in merito alla congruità di ciascuno di tali Prezzi, ove essi ricadessero all'interno dei *range* individuati.

L'indipendenza di Deloitte è stata formalmente attestata con apposita dichiarazione, con la quale la stessa ha confermato, tra l'altro, l'insussistenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (a) UnipolSai, (b) i soggetti che controllano UnipolSai, le società controllate da UnipolSai o soggette a comune controllo con UnipolSai e (c) gli amministratori di UnipolSai e dei predetti soggetti, aventi caratteristiche qualitative o quantitative tali da comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

Nella medesima riunione, il Comitato OPC è stato altresì informato della scelta della Società di avvalersi, nell'ambito dell'Operazione, del supporto di JP Morgan e dello Studio Laghi, nonché dello Studio BonelliErede; quest'ultimo quale consulente legale chiamato a supportare la Società nell'analisi dei profili legali dell'Operazione e nella stesura dei relativi accordi contrattuali, a termini e condizioni coerenti con le caratteristiche e le specificità dell'Operazione e, in particolare, con la

regolamentazione IVASS e Consob applicabile, nonché *standard* o equivalenti a quelle utilizzate in analoghe operazioni tra parti non correlate o comunque ragionevoli o appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità dell'Operazione e in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla sua esecuzione.

Il Comitato OPC ha quindi ritenuto: (i) di avvalersi a sua volta, per i profili legali, del supporto del medesimo consulente incaricato dalla Società, vale a dire dello Studio BonelliErede, nel cui incarico è conseguentemente inclusa anche l'assistenza specifica in favore del Comitato e (ii) di chiedere che il parere dello Studio Laghi fosse rivolto anche al Comitato OPC medesimo con estensione dell'attività alla verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da Deloitte.

In data 14 giugno 2017, si è tenuto un incontro tra le competenti strutture della Società, lo studio BonelliErede e il Presidente del Comitato OPC al quale è stato fornito il resoconto dei contenuti delle bozze della documentazione contrattuale e dell'andamento delle attività negoziali sino a quel momento svolte. Successivamente, lo stesso giorno, si è riunito il Comitato OPC che ha esaminato una prima stesura dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, ricevendo l'illustrazione delle principali clausole di tali documenti da parte delle funzioni competenti e del consulente legale, e venendo informato da Deloitte circa le metodologie di stima impiegate e lo stato delle attività di valutazione delle Partecipazioni.

In data 21 giugno 2017 si è tenuto un incontro negoziale tra le Parti e i rispettivi *advisor* legali, cui hanno partecipato anche i membri del Comitato OPC, nonché il Presidente del Comitato Parti Correlate di Unipol.

In data 23 giugno 2017, Deloitte ha comunicato al Comitato OPC il *range* di valori della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, calcolato utilizzando il metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) e utilizzando come metodologie di controllo i multipli di borsa, i multipli di transazioni comparabili e, per la sola UniSalute, la Retta di regressione.

In data 26 giugno 2017, il Comitato OPC ha esaminato un'ulteriore bozza dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, la valutazione di Deloitte, a confronto con le risultanze della valutazione condotta da JP Morgan, con l'indicazione dei *range* di valore della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute calcolati da detti *advisor*, nonché una prima stesura della *legal opinion* di BonelliErede.

L'Acquirente e il Venditore hanno quindi proceduto con le negoziazioni volte alla determinazione del corrispettivo relativo a ciascuna partecipazione, raggiungendo un accordo sui Prezzi.

In data 28 giugno 2017, il Comitato OPC ha esaminato la *Fairness Opinion* Deloitte, la *legal opinion* di BonelliErede, nonché i testi sostanzialmente definitivi dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita ed ha analizzato le risultanze preliminari della *Fairness Opinion* Laghi. Inoltre, il Comitato OPC è stato informato degli esiti del parere richiesto dalla Società a KPMG Advisory S.p.A. In pari data, preso atto di quanto precede, il Comitato OPC ha rilasciato all'unanimità il proprio parere motivato

favorevole circa (i) la sussistenza dell'interesse di UnipolSai al compimento dell'Operazione e (ii) la convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni della stessa (il "Parere").

In conformità a quanto previsto dall'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, il Parere del Comitato OPC è pubblicato in allegato al presente Documento Informativo.

2.8.2. Approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione

In data 29 giugno 2017, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del Parere del Comitato OPC, nonché della *Fairness Opinion* JP Morgan e della *Fairness Opinion* Laghi, il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai - condivise le motivazioni e i razionali sottostanti al Progetto e all'Operazione e rilevato altresì l'interesse della Società a compiere l'Operazione medesima nonché la convenienza delle relative condizioni - ha approvato il Progetto e l'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute e, per l'effetto, la sottoscrizione dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita.

2.9. Eventuale cumulo di operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, del Regolamento Consob

Le acquisizioni della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, anche individualmente considerate, superano l'indice del 2,5% di cui all'art. 2 della Procedura OPC e all'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC.

In particolare (i) ai sensi all'art. 2 della Procedura OPC e all'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC le operazioni - come nella specie - tra una società quotata e la società controllante quotata sono di maggiore rilevanza qualora anche uno degli indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 2,5%; (ii) ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, richiamato dalla Procedura OPC, gli indici di rilevanza sono: l'**indice di rilevanza del controvalore** ⁽¹⁾; l'**indice di rilevanza dell'attivo** ⁽²⁾; l'**indice di rilevanza delle passività** ⁽³⁾. In relazione alle

⁽¹⁾ Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC l'**indice di rilevanza del controvalore** è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto).

Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è:

- i) per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale;
- ii) per le componenti costituite da strumenti finanziari, il *fair value* determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati con Regolamento (CE) n.1606/2002;
- iii) per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile.

Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo.

⁽²⁾ Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC l'**indice di rilevanza dell'attivo** è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono

acquisizioni di Partecipazione UniSalute e di Partecipazione Linear assume rilievo **l'indice di rilevanza del controvalore** e precisamente:

- (a) il controvalore dell'acquisizione della Partecipazione UniSalute, vale a dire il Prezzo UniSalute che sarà pagato da UnipolSai, è pari a Euro 715 milioni, mentre il patrimonio netto consolidato di UnipolSai tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (il bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016) è pari a Euro 6.155,6 milioni ⁽⁴⁾. L'indice di rilevanza del controvalore dell'acquisizione della Partecipazione UniSalute singolarmente considerata è quindi pari all'11,62%, pertanto superiore al 2,5%; e
- (b) il controvalore dell'acquisizione della Partecipazione Linear, vale a dire il Prezzo Linear che sarà pagato da UnipolSai, è pari a Euro 160 milioni. Quanto al patrimonio netto consolidato di UnipolSai vale quanto *sub* (a). L'indice di rilevanza del controvalore dell'acquisizione della Partecipazione Linear singolarmente considerata è quindi pari al 2,6%, pertanto superiore al 2,5%.

3. DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI

Il sottoscritto, dott. Maurizio Castellina, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di UnipolSai attesta, ai sensi dell'art. 154-*bis*, comma 2, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che l'informativa contabile relativa a UnipolSai contenuta nel presente Documento Informativo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è il totale attivo della partecipata, indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente;
- ii) in caso di cessioni, il corrispettivo dell'attività ceduta.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività;
- ii) in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.

⁽³⁾ Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC *l'indice di rilevanza delle passività* è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

⁽⁴⁾ Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di UnipolSai rilevata al 31 dicembre 2016, pari a Euro 5.744.000.000.

ALLEGATI

- Allegato A -** Parere del Comitato OPC, comprensivo delle *Fairness Opinion*, rilasciate al Comitato medesimo dall'*advisor* finanziario Deloitte, sulla congruità finanziaria e rispetto ai valori di mercato del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear
- Allegato B -** Parere rilasciato al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai dall'*advisor* finanziario JP Morgan, sulla congruità finanziaria del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear
- Allegato C -** Parere rilasciato al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e al Comitato OPC dallo Studio Laghi, sulla congruità dei principi e dei metodi di stima e sull'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli *advisor* finanziari

[PAGINA IN BIANCO]

ACQUISTO DA PARTE DI
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.

DELLE PARTECIPAZIONI DETENUTE DA

UNIPOL GRUPPO S.P.A.

IN

COMPAGNIA ASSICURATRICE LINEAR S.P.A.

E

UNISALUTE S.P.A.

PARERE DEL

COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI

UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.

DEL 28 GIUGNO 2017

redatto ai sensi dell'art. 9 della Procedura per l'effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. in ultimo in data 6 ottobre 2016, ai sensi dell'art. 4 del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche



**PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. SU OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA**

1. Premessa

Il presente parere è rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “Comitato”) di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (“UnipolSai” o la “Società”) ai sensi dell’art. 9 della Procedura per l’effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società in ultimo in data 6 ottobre 2016 (la “Procedura”) e dell’art. 8 del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche (il “Regolamento”) con riferimento all’acquisto (l’“Operazione”) da parte di UnipolSai delle partecipazioni (le “Partecipazioni”) detenute da Unipol Gruppo S.p.A. (“Unipol”) in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (“Linear”) e in UniSalute S.p.A. (“UniSalute”) in ragione:

- del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai (cfr. il successivo paragrafo 3); nonché
- della circostanza che - sia individualmente, sia cumulativamente considerate - le acquisizioni di UniSalute e Linear eccedono l’indice di rilevanza del controvalore previsto dalla Procedura di UnipolSai e, pertanto, costituiscono un’operazione di maggiore rilevanza (cfr. il successivo paragrafo 3).

In particolare, Unipol detiene - e l’Operazione ha ad oggetto - l’acquisizione da parte di UnipolSai di:

- (a) una partecipazione pari a n. 17.242.993 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentative del 98,53% del capitale sociale di UniSalute, società assicuratrice specializzata nel comparto salute (rami malattia e assistenza), con sede legale in Bologna, via Larga 8, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale e p.iva 03843680376, società soggetta all’attività di direzione e coordinamento di Unipol, iscritta all’Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00084 e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all’Albo delle società capogruppo al n. 046 (la “Partecipazione UniSalute”). UniSalute detiene, a sua volta, in via diretta, una quota rappresentativa dell’intero capitale sociale di UniSalute Servizi S.r.l. (“UniSalute Servizi”), con sede legale in Bologna, via Larga 8, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale e p. iva 12209910152, società soggetta all’attività di direzione e coordinamento di Unipol e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all’Albo delle società capogruppo al n. 046. UniSalute Servizi svolge la propria attività in relazione a (i) la prestazione di servizi nei settori della sanità, salute, benessere e malattia, nonché dell’assistenza socio-sanitaria, (ii) la costituzione, organizzazione e gestione di poliambulatori, case



di cura, centri medici e strutture sanitarie, nonché (iii) la prestazione di servizi funzionali allo svolgimento dell'attività medica nel campo della prevenzione, diagnosi, terapia e riabilitazione;

- (b) una partecipazione pari a n. 19.300.000 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentative del 100% del capitale sociale di Linear, società assicuratrice specializzata nella vendita diretta (canali internet e call center) di prodotti prevalentemente del comparto auto, con sede legale in Bologna, via Larga 8, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale e p.iva 04260280377, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00122 e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo delle società capogruppo al n. 046 (la "**Partecipazione Linear**"). Linear detiene, a sua volta, in via diretta:
- (i) una partecipazione del valore nominale pari ad Euro 15.465 rappresentativa del 3% del capitale sociale di Pronto Assistance Servizi società consortile a responsabilità limitata, con sede legale in Torino, via Carlo Marengo 25, società di servizi specializzata nell'assistenza operativa nei settore auto, casa, salute e lavoro;
 - (ii) una partecipazione del valore nominale pari ad Euro 10.400 rappresentativa dello 0,20% del capitale sociale di UnipolSai Servizi Consortili società consortile a responsabilità limitata, con sede legale in Bologna, via Stalingrado 37, fornitore di servizi logistico/tecnologici per le società appartenenti al Gruppo Unipol;
 - (iii) una partecipazione del valore nominale di Euro 1,02 rappresentativa dello 0,0002% del capitale sociale di Ufficio Centrale Italiano società consortile a responsabilità limitata, con sede legale in Milano, Corso Sempione 39, avente ad oggetto la cura e l'emissione del certificato internazionale d'assicurazione e la gestione dei sinistri provocati in Italia da veicoli stranieri muniti di detto certificato.

L'Operazione è parte di un progetto avviato da Unipol, che persegue la razionalizzazione del gruppo nel comparto assicurativo, da realizzarsi attraverso la concentrazione in UnipolSai - in uno o più *step* - di tutte le partecipazioni in società assicuratrici ad oggi detenute da Unipol (il "**Progetto**"). Il Progetto prevede pertanto la possibilità che, in un momento successivo, qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti, UnipolSai e Unipol (congiuntamente le "**Parti**") avviino i negoziati relativi all'acquisizione da parte di UnipolSai della partecipazione detenuta da Unipol in Arca Vita S.p.A. e nelle società dalla stessa controllate.



2. Descrizione dell'Operazione

2.1 Struttura contrattuale

La struttura contrattuale individuata per disciplinare l'Operazione e per darvi esecuzione prevede che Unipol, in qualità di venditrice, e la Società, in qualità di acquirente, stipolino:

- un accordo quadro che, oltre a descrivere il Progetto e le finalità strategiche a esso associate sia nella prospettiva di Unipol, sia in quella di UnipolSai, contiene le linee guida relative alle diverse transazioni a cui dare esecuzione al fine di implementare il Progetto stesso (l'“**Accordo Quadro**”);
- due distinti contratti, previsti dall'Accordo Quadro, aventi ad oggetto le due compravendite azionarie in cui si articola l'Operazione e, in particolare, la compravendita della partecipazione in Linear (il “**Contratto Linear**”) e la compravendita della partecipazione in UniSalute (il “**Contratto UniSalute**” e, unitamente al “**Contratto Linear**”, i “**Contratti di Compravendita**”).

L'esecuzione dell'Operazione è subordinata (i) all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte dell'IVASS e (ii) al positivo espletamento della procedura di offerta in prelazione della Partecipazione UniSalute ai soci di minoranza della compagnia medesima, senza che nessuno di questi abbia esercitato il diritto di prelazione ivi previsto.

2.2 Corrispettivo

Il prezzo di acquisto (il “**Prezzo di Acquisto**”) delle partecipazioni è previsto sia pari a:

- Euro 160.000.000 per la Partecipazione Linear;
- Euro 715.000.000 per la Partecipazione UniSalute.

Tali Prezzi di Acquisto, che saranno sottoposti all'approvazione definitiva del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di quello di Unipol, entrambi convocati per il 29 giugno 2017, sono stati negoziati dalle Parti all'interno di *range* di valori determinati da esperti indipendenti di comprovata professionalità, nominati da ciascuna delle Parti, applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale. In relazione ai predetti Prezzi di Acquisto è inoltre previsto che i medesimi esperti rilascino apposite *fairness opinion* attestanti la congruità degli stessi dal punto di vista finanziario anche rispetto a condizioni di mercato.

3. Natura della correlazione e rilevanza dell'Operazione

L'Operazione si configura come operazione tra parti correlate in quanto UnipolSai è controllata da Unipol ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, c.c. Più precisamente, Unipol detiene nella Società una partecipazione pari al 71,02% del relativo capitale sociale (di cui il 51,03%, in via diretta, ed il restante 19,99% in via indiretta per il tramite delle controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investment S.p.A.). UnipolSai è inoltre soggetta alla

direzione e coordinamento di Unipol ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e ss. c.c.

L'Operazione si qualifica come operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 2 della Procedura nonché dell'Allegato 3 al Regolamento, in quanto l'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute - considerate sia individualmente sia in via cumulativa, in conformità a quanto previsto dall'art. 5, comma 2, del Regolamento - superano la soglia del 2,5% di cui all'art. 2 della Procedura e all'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento. In particolare, viene in rilievo l'*indice di rilevanza del controvalore*, vale a dire il rapporto tra il controvalore di tali acquisizioni e il patrimonio netto consolidato⁽¹⁾ di UnipolSai tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (il bilancio consolidato relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016).

4. Fase istruttoria e coinvolgimento del Comitato

Il Comitato è stato prontamente coinvolto durante tutta la fase delle trattative, ricevendo un flusso di informazioni completo e adeguato sui diversi profili dell'acquisto delle Partecipazioni e si è riunito in quattro occasioni, segnatamente in data 6 giugno, 14 giugno, 26 giugno e 28 giugno 2017 per esaminare l'Operazione, per quanto di propria competenza, e per rilasciare il Parere.

In data 6 giugno 2017, sono state fornite al Comitato informazioni sulle motivazioni, sulla tempistica, sui termini e sulle condizioni dell'Operazione. Il Comitato ha, inoltre, individuato, su proposta del Presidente, Deloitte Financial Advisory S.r.l. quale *advisor* indipendente ("Deloitte" o l'"Advisor Indipendente"), in virtù della esperienza, professionalità e competenza rispetto all'Operazione, previa conferma per iscritto della propria indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse con riferimento all'Operazione medesima, affidando all'Advisor Indipendente l'incarico (i) di supportare il Comitato nella valutazione della congruità dei prezzi negoziati tra Unipol e UnipolSai per la compravendita della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, attraverso l'elaborazione di *range* di valori, individuati – per ciascuna Partecipazione – applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale (la "Valutazione"), e (ii) di rilasciare un'apposita *fairness opinion* in merito alla congruità di ciascuno di tali prezzi, anche rispetto a valori di mercato, ove essi ricadano all'interno dei *range* individuati (le "Fairness Opinion").

L'indipendenza di Deloitte è stata formalmente attestata con apposita dichiarazione, con la quale l'Advisor Indipendente ha confermato, tra l'altro, l'insussistenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (a) UnipolSai, (b) i soggetti che controllano UnipolSai, le società controllate da UnipolSai o soggette a comune controllo con UnipolSai e (c) gli amministratori di UnipolSai e dei predetti soggetti, aventi caratteristiche qualitative

⁽¹⁾ Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di UnipolSai rilevata al 31 dicembre 2016, pari a Euro 5.744.000.000.

o quantitative tali da comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

Nella medesima riunione il Comitato è stato altresì informato della scelta della Società di avvalersi, nell'ambito dell'Operazione, del supporto di primari *advisor* finanziari e legali e in particolare:

- di JP Morgan Limited ("JPM"), quale consulente finanziario chiamato a individuare, sulla base di metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale, dei *range* di valore delle Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute ritenuti congrui, nonché a rendere una *fairness opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario, dei prezzi di acquisto delle Partecipazioni medesime;
- dello Studio Laghi S.r.l. ("Studio Laghi"), quale *advisor* finanziario chiamato a rendere un parere c.d. "metodologico" (il "Parere Metodologico") avente ad oggetto (i) la verifica della congruità dei principi e dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da JPM rispetto agli *standard* utilizzati nella prassi per operazioni simili, e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime rispetto agli *standard* di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili;
- dello Studio BonelliErede, quale consulente legale chiamato a supportare la Società nell'analisi dei profili legali dell'Operazione e nella stesura dei relativi accordi contrattuali, a termini e condizioni conformi agli *standard* e alle prassi di mercato per operazioni di compravendita con caratteristiche analoghe a quelle allo studio.

Il Comitato ha quindi ritenuto (i) di avvalersi a sua volta, per i profili legali, del supporto del medesimo consulente incaricato dalla Società, vale a dire dello Studio BonelliErede, nel cui incarico è conseguentemente inclusa anche l'assistenza specifica in favore del Comitato e (ii) di chiedere che il Parere Metodologico dallo Studio Laghi fosse rivolto anche al Comitato medesimo con estensione dell'attività alla verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da Deloitte.

In data 14 giugno 2017 presso la sede direzionale UnipolSai di Bologna si è tenuto un incontro tra le competenti strutture della Società, lo studio BonelliErede e il Presidente del Comitato al quale è stato fornito il resoconto dei contenuti delle bozze della documentazione contrattuale e dell'andamento delle attività negoziali sino a quel momento svolte. Successivamente, lo stesso giorno, si è riunito il Comitato che ha esaminato una prima stesura dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, ricevendo l'illustrazione delle principali clausole di tali documenti da parte delle funzioni competenti e del consulente legale, e venendo informato da Deloitte circa le metodologie di stima impiegate e lo stato delle attività di valutazione delle Partecipazioni.

In data 21 giugno 2017 si è poi tenuto un incontro negoziale tra le Parti e i rispettivi *advisor* legali, a cui hanno partecipato anche i membri del Comitato, Massimo Masotti (Presidente), Giorgio Ghiglieno, Elisabetta Righini e Barbara Tadolini e il Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol, Pierluigi Morara.

In data 23 giugno 2017, Deloitte ha comunicato al Comitato un *range* di valori rispettivamente della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, calcolato utilizzando il metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) e utilizzando come metodologie di controllo i multipli di borsa, i multipli di transazioni comparabili e, per la sola UniSalute, la retta di regressione.

In data 26 giugno 2017, il Comitato ha esaminato (i) un'ulteriore bozza dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, (ii) la valutazione di Deloitte, posta a confronto con le risultanze della valutazione condotta da JPM, con evidenza dell'indicazione dei *range* di valore calcolati da detti *advisor*, nonché (iii) una prima stesura della *legal opinion* di BonelliErede.

Le Parti hanno quindi proceduto con le negoziazioni volte alla determinazione del corrispettivo relativo a ciascuna Partecipazione, raggiungendo quindi un accordo sui Prezzi di Acquisto indicati al precedente paragrafo 2.2.

In data 28 giugno 2017, il Comitato ha esaminato i testi sostanzialmente definitivi dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, la *legal opinion* di BonelliErede nonché le Fairness Opinion di Deloitte sulla congruità dei Prezzi di Acquisto da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato, e ha analizzato le risultanze preliminari del parere dello Studio Laghi. Inoltre, il Comitato è stato informato degli esiti del Parere richiesto dalla Società a KPMG Advisory S.p.A. ("KPMG") a supporto del processo valutativo degli Advisor.

Quanto in particolare alla documentazione analizzata ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha quindi preso visione ed esaminato i seguenti documenti messi a disposizione dalla funzione preposta e dagli *advisor*, ciascuno per quanto di rispettiva competenza:

- (i) testi sostanzialmente definitivi dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita delle Partecipazioni in Linear e UniSalute;
- (ii) Valutazione di Deloitte con l'indicazione dei *range* di valore dallo stesso ritenuti congrui;
- (iii) Fairness Opinion sulla congruità del prezzo della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute predisposte da Deloitte (Allegato 1) da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato;
- (iv) risultanze preliminari del Parere Metodologico dello Studio Laghi;
- (v) risultanze della valutazione condotta da JPM;
- (vi) risultanze preliminari delle analisi e verifiche condotte da KPMG;
- (vii) *legal opinion* di BonelliErede in merito all'adeguatezza della documentazione

contrattuale a disciplinare i rilevanti aspetti dell'Operazione.

Metodologie di stima adottate dall'Advisor Indipendente

Si riporta di seguito una sintetica descrizione delle metodologie di stima applicate dall'Advisor Indipendente ai fini delle proprie valutazioni, illustrate più nel dettaglio nel "Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A." e nel "Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in UniSalute S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A." predisposti da Deloitte.

Nello specifico, Deloitte evidenzia preliminarmente che:

- in generale la scelta dei criteri di valutazione per giungere alla stima del valore d'azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività;
- la scelta dei criteri più appropriati per giungere alla stima del valore di un'azienda, secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, è funzione:
 - della finalità della stima;
 - della tipologia di attività svolta dall'azienda;
 - della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda;
- i metodi di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:
 - criteri analitici che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici; rientrano in tale categoria i metodi finanziari, i metodi reddituali, i metodi patrimoniali ed i metodi misti;
 - criteri di mercato che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali come il fatturato, il risultato operativo, il patrimonio netto e gli utili con riferimento ad un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione; rientrano in tale categoria il metodo della retta di regressione, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Tenuto conto di quanto precede e delle caratteristiche delle Partecipazioni, per la stima del relativo valore:

- è stato individuato, quale metodo principale il metodo finanziario analitico *Dividend Discount Model* ("DDM"), nella variante *excess capital*, quale metodologia principale che stima il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche tenuto conto del livello di patrimonializzazione richiesto

dall'Autorità di Vigilanza;

- sono state adottate quali metodologie di controllo, per confrontare i risultati ottenuti con la metodologia principale: (i) unicamente per la Partecipazione UniSalute, il metodo della Retta di regressione, nonché per entrambe le Partecipazioni (ii) il metodo dei multipli di Borsa (i “**Multipli di Borsa**”) e (iii) il metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Esiti della Valutazione

Metodo DDM

Con riferimento a Linear, l'intervallo di valorizzazione individuato è compreso tra Euro 142,1 milioni ed Euro 175,8 milioni.

Con riferimento ad UniSalute l'intervallo di valorizzazione individuato con il metodo del DDM è compreso, per il 100% del capitale: tra Euro 657,7 milioni ed Euro 770,3 milioni e, per il 98,53% del capitale, tra Euro 648,0 milioni ed Euro 758,9 milioni.

Multipli di Borsa

Per quanto riguarda Linear, l'intervallo di valorizzazione individuato è compreso tra Euro 107,2 milioni ed Euro 168,0 milioni.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione individuato si attesta, per il 100% del capitale tra Euro 540,5 milioni ed Euro 707,1 milioni e, per il 98,53% del capitale, tra Euro 532,6 milioni ed Euro 696,7 milioni.

Retta di regressione

Per quanto riguarda Linear, l'applicazione di tale metodologia non è stata ritenuta significativa.

Per quanto riguarda UniSalute l'intervallo di valorizzazione risulta compreso tra Euro 659,1 milioni ed Euro 752,4 milioni e, per il 98,53% del capitale, tra Euro 649,4 milioni ed Euro 741,3 milioni.

Metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili

Per quanto riguarda Linear, dall'applicazione di tale metodologia l'intervallo di valorizzazione è compreso tra Euro 116,3 milioni ed Euro 199,8 milioni.

Per quanto riguarda UniSalute l'intervallo di valorizzazione risulta compreso tra Euro 587,5 milioni ed Euro 760,8 milioni e, per il 98,53% del capitale, tra Euro 578,8 milioni ed Euro 749,6 milioni.



5. Analisi e valutazioni del Comitato

Interesse di UnipolSai al compimento dell'Operazione

Dalla documentazione esaminata emerge che l'Operazione mira a fare sì che UnipolSai si muova dal precedente assetto partecipativo del comparto assicurativo del gruppo facente capo a Unipol, che rifletteva un disegno strategico tracciato e realizzato nel tempo, nell'ambito del quale era privilegiata la specializzazione per singola linea produttiva e canale distributivo; disegno che - alla luce dell'evoluzione dei comportamenti dei consumatori e delle nuove modalità di accesso all'offerta di servizi - ha comportato più di recente un ripensamento del modello distributivo dell'impresa assicurativa, determinando la necessità di integrare tra di loro i differenti canali in un approccio c.d. di multicanalità. In coerenza con tale evoluzione, il Piano Strategico 2016-2018 di UnipolSai prevede, tra le principali linee di sviluppo, la realizzazione di un sistema di offerta multicanale integrata. L'Operazione risponde pertanto a una precisa esigenza di aggiornamento del modello di offerta di UnipolSai, attraverso la concentrazione, sotto la Società, del controllo di tutte le compagnie assicurative del gruppo facente capo a Unipol.

Più precisamente, l'Operazione mira a consentire a UnipolSai:

- (i) di ampliare la propria offerta a tutti i settori assicurativi, con conseguente estensione della gamma dei prodotti e dei servizi proposti alla clientela;
- (ii) l'aggiornamento del modello di offerta UnipolSai - orientato verso un sistema di offerta multicanale integrata, in coerenza con gli obiettivi e le linee di sviluppo previsti nel piano strategico triennale di UnipolSai - la cui realizzazione sarà agevolata dalla concentrazione, sotto UnipolSai, delle due compagnie assicuratrici oggetto dell'Operazione.

Infine, la configurazione societaria assunta ad esito dell'Operazione, oltre a ottimizzare l'operatività di UnipolSai, potrebbe risultare, nella prospettiva del mercato degli azionisti e degli investitori, di più facile comprensione, con conseguenti impatti positivi in termini di valorizzazione del titolo sul mercato.

Alla luce di quanto precede il Comitato ritiene, dunque, che UnipolSai abbia interesse al compimento dell'Operazione, indipendentemente dalla circostanza che la controparte Unipol sia sua parte correlata.

Convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione

Il Comitato, considerato che:

- (i) dalle *fairness opinion* di Deloitte emerge che i Prezzi di Acquisto possono considerarsi congrui da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato;
- (ii) per quanto a conoscenza del Comitato, la valutazione sulla congruità finanziaria dei Prezzi di Acquisto è stata altresì svolta da un primario *advisor* finanziario indipendente e di comprovata professionalità nominato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, e segnatamente da JPM;
- (iii) dalle risultanze preliminari del Parere Metodologico del Prof. Enrico Laghi emerge che è ragionevole ritenere che i principi e i metodi di stima applicati dagli *advisor* finanziari Deloitte e JPM siano congrui e che i criteri applicativi di fondo assunti nelle stime, tenuto conto anche delle informazioni disponibili, siano adeguati rispetto agli *standard* di prassi.
- (iv) dalla *legal opinion* di BonelliErede emerge che i Contratti relativi all'Operazione: (a) sono coerenti con le caratteristiche e le specificità dell'Operazione e, in particolare, con la regolamentazione IVASS di riferimento, e sono stati negoziati, redatti e concordati conformemente al Regolamento Consob e alla Procedura OPC UnipolSai; (b) prevedono condizioni *standard* o equivalenti a quelle utilizzate in analoghe operazioni tra parti non correlate e le condizioni non *standard* in essi contenute risultano ragionevoli e appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità dell'Operazione; (c) sono in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili all'esecuzione dell'Operazione,

nonché preso atto delle risultanze delle analisi e delle verifiche condotte da KPMG, ritiene sussistere la convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione.

Le conclusioni, favorevoli all'Operazione, cui perviene il Comitato, illustrate nel presente parere, assumono che le informazioni e i documenti esaminati al fine del rilascio dello stesso non subiscano modificazioni sostanziali da parte degli organi sociali competenti, e che dall'analisi degli organi competenti e degli *advisor* in precedenza indicati non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei ad incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato ("Assunzioni").

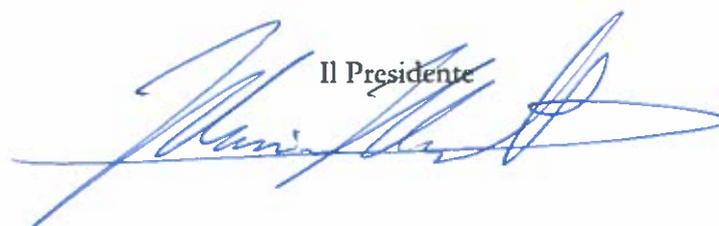
6. Conclusioni

Il Comitato, in conformità alle previsioni dell'art. 9 della Procedura e dell'art. 8 del Regolamento, esaminata la documentazione sopra indicata ed, in particolare, le Fairness Opinion predisposte da Deloitte, e sulla base delle Assunzioni riportate nel paragrafo che precede, esprime all'unanimità parere favorevole sull'interesse di UnipolSai al compimento

dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Bologna, 28 giugno 2017

Per il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate


Il Presidente

Allegato 1: Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in UniSalute S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A.



UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

1. Premessa e finalità dell'incarico

In data 10 maggio 2017, i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo S.p.A. (Unipol) e di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (UnipolSai e congiuntamente a Unipol, Parti) hanno deliberato di autorizzare, per quanto di competenza, il proseguimento delle attività volte allo sviluppo e alla definizione di un progetto di razionalizzazione delle partecipazioni detenute in Unipol nel comparto assicurativo (Progetto), da realizzarsi, tra l'altro, mediante la cessione alla controllata UnipolSai della partecipazione detenuta in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (Linear o Compagnia) pari al 100,0% del capitale sociale (Partecipazione e la cessione della Partecipazione, Operazione).

In considerazione del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai, l'Operazione costituisce per UnipolSai un'operazione con parte correlata, ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 e della procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate adottata da UnipolSai.

In tale contesto Deloitte Financial Advisory S.r.l. (Deloitte) ha ricevuto dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UnipolSai (Comitato OPC) l'incarico di supportarlo nelle deliberazioni di propria competenza con un parere tecnico professionale indipendente finalizzato a fornire elementi di conforto in merito alla congruità del prezzo di cessione della Partecipazione (Prezzo).

In data 27 giugno 2017 UnipolSai ha riferito che le Parti hanno concordato il Prezzo in Euro 160 milioni.

Destinatario del presente documento (Fairness Opinion) è il Comitato OPC; la Fairness Opinion non potrà essere in alcun modo o forma divulgata e utilizzata da terze parti per finalità diverse da quelle indicate nella stessa senza previa autorizzazione scritta di Deloitte, fatto salvo il caso in cui l'utilizzo, la pubblicazione o la divulgazione siano espressamente richiesti dalle competenti Autorità ovvero quando ciò si renda necessario per ottemperare a espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari.

2. Ipotesi e limiti dell'incarico

Il lavoro da noi svolto e le conclusioni raggiunte nella presente Fairness Opinion devono essere interpretati sulla base di quanto di seguito riportato.

- Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione della Fairness Opinion, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella Fairness Opinion è da noi resa.
- Le nostre analisi si sono basate su informazioni e dati messi a disposizione da Linear tramite Virtual Data Room e/o pubblicamente disponibili; abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tali dati ed informazioni che non sono stati quindi oggetto da parte nostra di verifiche o altra forma di controllo. Si assume la piena conformità di tali dati ed informazioni alle leggi ed alla normativa vigente.
- L'incarico eseguito non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di passività potenziali, di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere.
- La Fairness Opinion è basata su dati economici, patrimoniali, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese disponibili fino alla data del 27 giugno 2017. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Fairness Opinion. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nella presente Fairness Opinion.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella presente Fairness Opinion è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella stessa è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di Linear.
- Le analisi svolte si sono basate essenzialmente su dati previsionali per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni a Linear a cui si riferiscono, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Nella fattispecie la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa dell'economia sta generando impatti significativi sullo scenario macroeconomico. Considerato che le analisi sviluppate

ai fini del nostro lavoro si sono fondate anche sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato non si può escludere che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sulle analisi esposte nella presente Fairness Opinion.

- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze e volatilità dei mercati e previsioni degli analisti finanziari che riflettono considerazioni di natura soggettiva.
- Le tabelle incluse nella Fairness Opinion possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenze di tali arrotondamenti.

3. Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Fairness Opinion si è fatto riferimento alla seguente documentazione di supporto messa a disposizione da Linear tramite Virtual Data Room o pubblicamente disponibile.

- Bozza di accordo quadro tra Unipol e UnipolSai volto a disciplinare i termini e le condizioni per la realizzazione del Progetto.
- Bozza del contratto di compravendita tra Unipol e UnipolSai volto a disciplinare i termini e le condizioni dell'Operazione.
- Informazioni generali sull'attività svolta, i prodotti e i canali distributivi di Linear.
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di Linear.
- Moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di Linear.
- Relazioni della funzione attuariale al 31 dicembre 2016 e relazioni dell'attuario incaricato e dell'attuario revisore al 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di Linear.
- Conto economico 2016-2021 di Linear approvato nella seduta del Consiglio di Amministrazione della Compagnia del 16 marzo 2017 e proiezioni di stato patrimoniale 2017-2021 di Linear (Business Plan 2017-2021).
- Relazione ORSA sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol – Estratto relativo a Linear (contente le proiezioni di Solvency Capital Requirement 2017-2019 della Compagnia).
- Aggiornamento delle proiezioni di Solvency Capital Requirement 2017-2019 di Linear predisposto da Unipol in data 22 giugno 2017.
- Proiezioni 2020 e 2021 del Solvency Capital Requirement (SCR) di Linear predisposte da Unipol.
- Management Presentation del 16 giugno 2017 di Linear.
- Informazioni di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative a compagnie quotate e non, operanti nel settore assicurativo.
- Altri documenti ed informazioni di natura contabile e gestionale ritenute rilevanti ai fini del presente incarico, ottenuti anche nel corso dell'incontro con la Direzione di Linear.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Unipol e Linear, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sui risultati riportati nella Fairness Opinion.

4. Lavoro svolto

Ai fini dello svolgimento dell'incarico sono state svolte le seguenti principali attività:

- lettura ed analisi della documentazione di cui al paragrafo 3;
- incontri con la Direzione di Linear durante i quali ci sono state rappresentate le principali caratteristiche delle compagnie, le attività svolte e il mercato di riferimento nonché le linee guida e le assunzioni sottostanti il Business Plan 2017-2021;

- individuazione dei metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi da utilizzare per la stima di un intervallo di valori della Partecipazione;
- individuazione dei parametri sottostanti l'applicazione delle metodologie di valutazione identificate tenuto anche conto delle caratteristiche di Linear;
- applicazione delle metodologie di valutazione individuate;
- sviluppo di analisi di sensitività rispetto ai principali parametri considerati nell'applicazione delle metodologie identificate;
- stima di un intervallo di valori della Partecipazione;
- predisposizione della Fairness Opinion.

5. Descrizione della Compagnia

Linear fondata nel 1996 dal Gruppo Unipol, distribuisce in modo diretto prodotti assicurativi auto, utilizzando il canale telefonico e internet. Il portafoglio prodotti della Compagnia include: copertura obbligatoria RC Auto, coperture dirette Auto Rischi Diversi, assistenza e tutela giudiziaria e infortuni del conducente.

Per la vendita di coperture collettive Linear si avvale di tre canali di distribuzione: diretto, aggregatori e partnership. Nel caso di utilizzo della vendita diretta i clienti si rivolgono direttamente a Linear per la quotazione e l'acquisto tramite il sito web o il call center. Utilizzando invece il canale degli aggregatori online, il cliente potrà avere un preventivo sui siti web dei broker online per poi essere reindirizzato sul sito web di Linear nella fase di acquisto. Infine Linear si avvale di alcune partnership distributive, tra cui Coop, Payback, Feltrinelli, Hera e Share&Go.

Il numero di contratti di Linear al 31 dicembre 2016 è pari a circa 466 mila (+13% rispetto al 31 dicembre 2015).

Nel 2015 la Compagnia ha acquisito il ramo d'azienda di Dialogo Assicurazioni S.p.A. (Dialogo Assicurazioni), precedentemente controllata al 99,9% da UnipolSai. L'operazione, con efficacia al 31 dicembre 2015 è nata in un'ottica di razionalizzazione e riorganizzazione delle compagnie del Gruppo Unipol. La gestione del 2016 è stata quindi incentrata sull'integrazione dell'ex-Dialogo Assicurazioni in Linear e sul proseguimento delle azioni a supporto del rilancio della Compagnia.

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali di Linear al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016.

Dati economico-patrimoniali

<i>(Euro Mln)</i>			
Voci	31/12/15	31/12/16	Var. %
Premi lordi contabilizzati	145,1	150,0	3,3%
<i>di cui RC Auto</i>	<i>118,8</i>	<i>122,5</i>	<i>3,1%</i>
Oneri relativi ai sinistri	-109,5	-113,9	4,0%
Spese di gestione	-42,2	-36,1	-14,4%
Risultato del conto tecnico	2,9	1,8	-36,5%
Altri redditi finanziari	2,1	2,2	3,7%
Saldo altre partite straordinarie	0,4	3,7	n.s.
Utile d'esercizio	3,2	6,2	92,1%
<i>Loss ratio</i>	<i>73,7%</i>	<i>77,8%</i>	<i>4,2%</i>
<i>Combined ratio</i>	<i>103,5%</i>	<i>102,4%</i>	<i>-1,1%</i>
Investimenti	324,1	321,5	-0,8%
Totale attivo	425,8	401,7	-5,7%
Riserve tecniche	313,4	290,0	-7,4%
Patrimonio netto	84,0	90,3	7,5%

Fonte: Bilancio civilistico di Linear al 31 dicembre 2016.

L'andamento della gestione della Compagnia nell'esercizio 2016 ha registrato un utile pari a Euro 6,2 milioni contro gli Euro 3,2 milioni del 2015. Gli aspetti che hanno contraddistinto l'andamento della gestione dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 sono i seguenti:

- incremento della raccolta premi complessiva pari al 3,3% rispetto all'esercizio precedente. I premi contabilizzati hanno raggiunto al 31 dicembre 2016 Euro 150,0 milioni (Euro 145,1 milioni al 31 dicembre 2015);
- incremento degli oneri relativi ai sinistri pari al 4,0% rispetto all'esercizio precedente (Euro 113,9 milioni nell'esercizio 2016 rispetto ad Euro 109,5 milioni nell'esercizio 2015);
- spese di gestione in contrazione del 14,4% rispetto all'esercizio precedente a seguito di una spending review effettuata dalla Compagnia che ha dato luogo ad una diminuzione dei costi;
- risultato del conto tecnico, che include anche il saldo dell'attività riassicurativa e l'attribuzione degli utili degli investimenti di pertinenza, pari a Euro 1,8 milioni, in calo del 36,5% rispetto all'esercizio precedente (Euro 2,9 milioni nell'esercizio 2015);
- saldo delle altre partite straordinarie pari ad Euro 3,7 milioni (Euro 0,4 milioni nell'esercizio 2015), legati principalmente al badwill registrato con l'acquisizione di Dialogo Assicurazioni (Euro 2,2 milioni) e al recupero di una sanzione IVASS (Euro 1,1 milioni);
- riserve tecniche lorde accantonate al termine dell'esercizio 2016 pari a Euro 290,0 milioni (Euro 313,4 milioni al 31 dicembre 2015);
- investimenti e disponibilità liquide sostanzialmente in linea con l'esercizio precedente.

Il patrimonio netto di Linear al 31 dicembre 2016, incluso il risultato d'esercizio era pari a Euro 90,3 milioni.

6. Stima del valore della Partecipazione

6.1 Scelta delle metodologie di valutazione

Con riferimento alle finalità della valutazione è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti ad individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale loro connesso.

In generale la scelta dei criteri di valutazione per giungere alla stima del valore d'azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività.

La scelta dei criteri più appropriati per giungere alla stima del valore di un'azienda, secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, è funzione:

- della finalità della stima;
- della tipologia di attività svolta dall'azienda;
- della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda.

I metodi di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- criteri analitici che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici; rientrano in tale categoria i metodi finanziari, i metodi reddituali, i metodi patrimoniali ed i metodi misti;
- criteri di mercato che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali come il fatturato, il risultato operativo, il patrimonio netto e gli utili con riferimento ad un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione; rientrano in tale categoria il metodo della retta di regressione, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Tenuto conto di quanto precede e delle caratteristiche della Compagnia, per la stima del valore della Partecipazione, si è utilizzato quale metodo principale il metodo finanziario analitico Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (DDM) che stima il valore di una società sulla base del suo piano di

sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche tenuto conto del livello di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza.

Infine quali metodi di controllo sono stati utilizzati il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Di seguito si riportano le diverse metodologie considerate nella stima del valore della Partecipazione.

6.2 Metodo principale: Dividend Discount Model

Il Dividend Discount Model nella versione Excess Capital (DDM) determina il valore di un'azienda sulla base dei flussi di dividendi futuri che la stessa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti, senza intaccare gli assets necessari a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto delle regolamentazioni sul capitale imposte dall'Autorità di Vigilanza, sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT$$

dove:

DIV_t = flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte di proiezione esplicita mantenendo un livello di patrimonializzazione target in termini di requisiti di capitale.

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio (k_e).

VT = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

Per la stima dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento al Business Plan 2017-2021 della Compagnia e ad un requisito di capitale target in termini di SCR pari al 120%.

Per l'attualizzazione dei flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato pari all'8,3% attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f) + \alpha$$

dove:

R_f = risk free pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, pari al 2,14% (fonte Bloomberg).

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento, pari a 0,92 (fonte Bloomberg) stimato sulla base del valore medio dei beta di un panel di compagnie quotate internazionali operanti nel settore auto¹.

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, stimato in linea con la prassi valutativa, pari al 5,60%.

α = coefficiente di rischio aggiuntivo considerato, nel caso di specie, pari all'1,0% al fine di tenere conto della rischiosità connessa alle caratteristiche del mercato di riferimento (competitività su premio medio, business ciclico), al completamento del processo di turnaround della Compagnia e alle crescite previste nel Business Plan.

Il Terminal Value è stato stimato quale valore attuale di una rendita perpetua sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Flusso potenzialmente distribuibile} / (k_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo periodo, considerato pari al 2,0%.

¹ Panel considerato: Direct Line Insurance Group, Esure Group, RSA Insurance Group, UnipolSai, Vienna Insurance Group, Uniqa Insurance Group, Balaise Holding, Helvetia Holding, Mapfre SA, Grupo Catalana Occidente, PZU.

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità del valore ottenuto con il DDM rispetto ai parametri valutativi utilizzati, è stata effettuata un'analisi di sensitività in relazione a:

- tasso di attualizzazione (+/- 0,25%);
- tasso di crescita (+/- 0,25%);
- ratio target SCR (+/- 10%).

6.3 Metodi di controllo

Multipli di borsa

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche e patrimoniali di un campione di società comparabili, che poi vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti principali fasi:

- individuazione del campione di società quotate comparabili;
- calcolo dei rapporti/multipli fondamentali ritenuti significativi. Nel caso di specie, tenuto anche conto del settore di riferimento e delle caratteristiche della Compagnia sono stati considerati come riferimento il multiplo Price / Book Value (P/BV) e il multiplo Price / Earnings (P/E);
- applicazione dei multipli stimati ai valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione, in modo da pervenire ad un intervallo di valori della società stessa.

Ai fini dell'applicazione della metodologia è stato considerato il campione utilizzato nel DDM. Per ciascuna società del panel è stato stimato:

- il P/BV come rapporto tra la capitalizzazione di mercato media a 1 e 3 mesi e il patrimonio netto 2016;
- il P/E come rapporto tra la capitalizzazione di mercato media, a 1 e 3 mesi, e gli utili 2016, 2017, 2018 e 2019 (stime IBES, fonte Bloomberg).

Panel	Country	Market Cap (Euro Mio)	Media 1 mese	Media 3 mesi	Media 1 mese				Media 3 mesi			
			P/BV 2016	P/BV 2016	P/E 2016	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2016	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019
Direct Line Insurance group	UK	5.813,2	1,9x	1,9x	11,6x	12,1x	12,0x	11,3x	11,5x	12,0x	11,9x	11,2x
Esure group Plc	UK	1.428,9	4,2x	3,9x	17,1x	15,6x	14,0x	12,8x	15,9x	14,5x	13,0x	11,9x
RSA Insurance group Plc	UK	7.378,8	1,8x	1,7x	17,8x	14,4x	12,2x	11,6x	17,3x	14,1x	11,9x	11,4x
UnipolSai Assicurazioni	Italia	5.489,7	0,9x	0,9x	11,8x	11,3x	11,1x	10,5x	12,0x	11,5x	11,4x	10,8x
Vienna Insurance group AG	Austria	3.146,2	0,7x	0,7x	11,4x	11,8x	11,4x	10,7x	11,1x	11,4x	11,0x	10,4x
Uniq Insurance group AG	Austria	2.379,3	0,8x	0,7x	21,1x	11,7x	10,9x	10,1x	20,4x	11,3x	10,5x	9,8x
Balolse holding AG – REG	CH	6.967,7	1,2x	1,2x	13,8x	13,0x	12,4x	12,2x	13,3x	12,7x	12,0x	11,8x
Helvetia holding AG-REG	CH	5.123,0	1,1x	1,1x	13,6x	12,1x	10,8x	10,4x	13,6x	12,1x	10,8x	10,4x
Mapfre SA	Spagna	9.515,8	1,1x	1,1x	13,2x	11,8x	10,8x	10,3x	13,3x	11,9x	10,9x	10,4x
Grupo Catalana Occidente SA	Spagna	4.458,0	1,7x	1,6x	13,4x	13,3x	12,8x	12,0x	12,8x	12,8x	12,2x	11,5x
PZU	Polonia	9.092,7	2,8x	2,6x	20,4x	14,0x	12,8x	12,4x	18,7x	12,8x	11,8x	11,4x
Media			1,7x	1,6x	15,0x	12,8x	11,9x	11,3x	14,5x	12,5x	11,6x	11,0x

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg al 16 giugno 2017.

Ai fini della stima di un intervallo di valori di Linear i multipli individuati sono stati applicati agli utili 2016 e prospettici previsti nel Business Plan e al patrimonio netto 2016 della Compagnia.

Multipli di transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Tenuto conto delle suddette considerazioni sono stati analizzati i multipli impliciti nei prezzi di transazioni di società operanti nel settore "direct insurance" avvenute in Europa. I multipli sono stati stimati con riferimento ai dati della società target più prossimi alla data di annuncio dell'operazione.

Data	Target	Target Country	Bidder	Quota acquisita	P/E
2015	Italian and German operations of Direct Line Insurance Group Plc	Italia - Germania	Mapfre SA	100,0%	36,9x
2014	Link4	Polonia	PZU SA	100,0%	15,7x
2009	Linea Directa Aseguradora SA	Spagna	Bankinter, S.A	50,0%	11,9x
2007	Provident Insurance Plc	UK	Car Care Plan Ltd	100,0%	21,4x
Media					21,5x
Massimo					36,9x

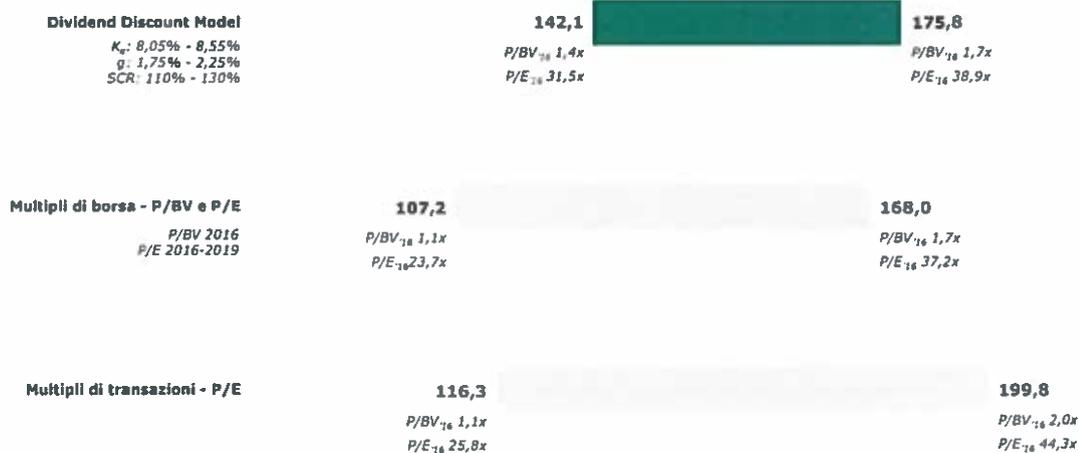
Fonte: elaborazioni su dati di bilancio, documenti societari e comunicati stampa, Merger Market.

Ai fini della stima di un intervallo di valori della Partecipazione, i multipli individuati sono stati applicati all'utile 2017 di Linear.

7. Sintesi dei risultati

Di seguito si riportano gli intervalli di valori della Partecipazione stimati sulla base delle metodologie sopraindicate.

Euro Mil



8. Conclusioni

Tenuto conto della natura, della portata e dei limiti del nostro lavoro, della documentazione analizzata e dei risultati emersi dall'applicazione delle metodologie soprariportate, riteniamo che il Prezzo definito per la cessione della Partecipazione detenuta in Linear da Unipol a UnipolSai possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Elisa Fabris
Partner

Milano, 27 giugno 2017



UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Parere sulla congruità del prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. in UniSalute S.p.A. a UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

1. Premessa e finalità dell'incarico

In data 10 maggio 2017, i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo S.p.A. (Unipol) e di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (UnipolSai e congiuntamente a Unipol, Parti) hanno deliberato di autorizzare, per quanto di competenza, il proseguimento delle attività volte allo sviluppo e alla definizione di un progetto di razionalizzazione delle partecipazioni detenute in Unipol nel comparto assicurativo (Progetto), da realizzarsi, tra l'altro, mediante la cessione alla controllata UnipolSai della partecipazione detenuta in UniSalute S.p.A. (UniSalute o Compagnia) pari al 98,53% del capitale sociale (Partecipazione e la cessione della Partecipazione, Operazione).

In considerazione del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai, l'Operazione costituisce per UnipolSai un'operazione con parte correlata, ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 e della procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate adottata da UnipolSai.

In tale contesto Deloitte Financial Advisory S.r.l. (Deloitte) ha ricevuto dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UnipolSai (Comitato OPC) l'incarico di supportarlo nelle deliberazioni di propria competenza con un parere tecnico professionale indipendente finalizzato a fornire elementi di conforto in merito alla congruità del prezzo di cessione della Partecipazione (Prezzo).

In data 27 giugno 2017 UnipolSai ha riferito che le Parti hanno concordato il Prezzo in Euro 715 milioni.

Destinatario del presente documento (Fairness Opinion) è il Comitato OPC; la Fairness Opinion non potrà essere in alcun modo o forma divulgata e utilizzata da terze parti per finalità diverse da quelle indicate nella stessa senza previa autorizzazione scritta di Deloitte, fatto salvo il caso in cui l'utilizzo, la pubblicazione o la divulgazione siano espressamente richiesti dalle competenti Autorità ovvero quando ciò si renda necessario per ottemperare a espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari.

2. Ipotesi e limiti dell'incarico

Il lavoro da noi svolto e le conclusioni raggiunte nella presente Fairness Opinion devono essere interpretati sulla base di quanto di seguito riportato.

- Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione della Fairness Opinion, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella Fairness Opinion è da noi resa.
- Le nostre analisi si sono basate su informazioni e dati messi a disposizione da UniSalute tramite Virtual Data Room e/o pubblicamente disponibili; abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tali dati ed informazioni che non sono stati quindi oggetto da parte nostra di verifiche o altra forma di controllo. Si assume la piena conformità di tali dati ed informazioni alle leggi ed alla normativa vigente.
- L'incarico eseguito non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di passività potenziali, di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere.
- La Fairness Opinion è basata su dati economici, patrimoniali, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese disponibili fino alla data del 27 giugno 2017. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Fairness Opinion. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nella presente Fairness Opinion.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella presente Fairness Opinion è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella stessa è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di UniSalute.
- Le analisi svolte si sono basate essenzialmente su dati previsionali per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni a UniSalute a cui si riferiscono, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Nella fattispecie la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa dell'economia sta

generando impatti significativi sullo scenario macroeconomico. Considerato che le analisi sviluppate ai fini del nostro lavoro si sono fondate anche sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato non si può escludere che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sulle analisi esposte nella presente Fairness Opinion.

- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze e volatilità dei mercati e previsioni degli analisti finanziari che riflettono considerazioni di natura soggettiva.
- Le tabelle incluse nella Fairness Opinion possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenze di tali arrotondamenti.

3. Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Fairness Opinion si è fatto riferimento alla seguente documentazione di supporto messa a disposizione da UniSalute tramite Virtual Data Room o pubblicamente disponibile.

- Bozza di accordo quadro tra Unipol e UnipolSai volto a disciplinare i termini e le condizioni per la realizzazione del Progetto.
- Bozza del contratto di compravendita tra Unipol e UnipolSai volto a disciplinare i termini e le condizioni dell'Operazione.
- Informazioni generali sull'attività svolta, i prodotti e i canali distributivi di UniSalute.
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di UniSalute.
- Moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di UniSalute.
- Relazioni dell'attuario revisore al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di UniSalute.
- Conto economico 2016-2021 di UniSalute approvato nella seduta del Consiglio di Amministrazione del 16 marzo 2017 e proiezioni di stato patrimoniale 2017-2021 di UniSalute (congiuntamente Business Plan 2017-2021).
- Relazione ORSA sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol – Estratto relativo a UniSalute (contente le proiezioni di Solvency Capital Requirement 2017-2019 della Compagnia).
- Proiezioni 2020 e 2021 del Solvency Capital Requirement (SCR) di Unisalute predisposte da Unipol.
- Management Presentation del 16 giugno 2017 di UniSalute.
- Informazioni di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative a compagnie quotate e non, operanti nel settore assicurativo.
- Altri documenti ed informazioni di natura contabile e gestionale ritenute rilevanti ai fini del presente incarico, ottenuti anche nel corso dell'incontro con la Direzione di UniSalute.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Unipol e UniSalute, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sui risultati riportati nella Fairness Opinion.

4. Lavoro svolto

Ai fini dello svolgimento dell'incarico sono state svolte le seguenti principali attività:

- lettura ed analisi della documentazione di cui al paragrafo 3;
- incontri con la Direzione di UniSalute durante i quali ci sono state rappresentate le principali caratteristiche delle compagnie, le attività svolte e il mercato di riferimento nonché le linee guida e le assunzioni sottostanti il Business Plan 2017-2021;

- individuazione dei metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi da utilizzare per la stima di un intervallo di valori di UniSalute e della Partecipazione;
- individuazione dei parametri sottostanti l'applicazione delle metodologie di valutazione identificate tenuto anche conto delle caratteristiche di UniSalute;
- applicazione delle metodologie di valutazione individuate;
- sviluppo di analisi di sensitività rispetto ai principali parametri considerati nell'applicazione delle metodologie identificate;
- stima di un intervallo di valori della Partecipazione;
- predisposizione della Fairness Opinion.

5. Descrizione della Compagnia

UniSalute S.p.A., fondata nel 1995 dal Gruppo Unipol, è una compagnia assicurativa danni specializzata nel comparto salute, in particolare nei rami malattia e assistenza. Il core business della Compagnia è costituito dalle coperture in forma collettiva per i dipendenti di aziende: in tal senso la quasi totalità dei prodotti sono tailor made, adattandosi alle esigenze dei clienti.

Per la vendita di coperture collettive UniSalute si avvale di una struttura di distribuzione specializzata che opera sia direttamente che in collaborazione con una rete esterna di broker ed agenzie che si occupano prevalentemente degli aspetti tecnici. I prodotti individuali, che rappresentano una parte residuale del portafoglio UniSalute, sono venduti attraverso il canale diretto telefonico e internet.

Al 31 dicembre 2016 la rete commerciale della Compagnia è composta da 187 agenzie, prevalentemente con mandato UnipolSai.

Nel corso dell'esercizio 2016 UniSalute ha continuato a implementare il proprio core business, portando avanti una politica di assunzione del rischio sempre più volta alla sostenibilità della redditività nel lungo periodo.

Il numero di clienti al 31 dicembre 2016 è pari a circa 5,4 milioni di cui circa 4,5 milioni nel ramo malattia (4,4 milioni al 31 dicembre 2015) e circa 0,9 milioni nel ramo assistenza.

UniSalute controlla il 100% di UniSalute Servizi S.r.l., ex Centri Medici UniSalute S.r.l. (UniSalute Servizi), società che comprende tra le proprie attività la gestione di un poliambulatorio con sede a Bologna.

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali di UniSalute al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016.

Dati economico-patrimoniali

<i>(Euro Mil)</i>			
Voci	31/12/15	31/12/16	Var. %
Premi lordi contabilizzati	372,0	408,5	9,8%
<i>Lavoro diretto</i>	<i>300,7</i>	<i>336,9</i>	<i>12,0%</i>
<i>di cui malattia</i>	<i>284,0</i>	<i>320,6</i>	<i>12,9%</i>
<i>Lavoro indiretto</i>	<i>71,3¹</i>	<i>71,5</i>	<i>0,3%</i>
Risultato del conto tecnico	54,7	63,9	16,8%
Proventi patrimoniali e finanziari netti	6,5	5,2	-20,0%
Utile d'esercizio	36,6	40,8	11,5%
<i>Loss ratio</i>	<i>71,3%</i>	<i>69,8%</i>	<i>-2,1%</i>
<i>Combined ratio</i>	<i>81,8%</i>	<i>81,0%</i>	<i>-0,8%</i>
Investimenti	258,8	296,2	14,5%
Totale attivo	400,5	473,7	18,3%
Riserve tecniche	270,8	298,5	10,2%
Patrimonio netto	104,6	140,7	34,5%

Fonte: Bilancio civilistico di UniSalute al 31 dicembre 2016.

¹ 2015: stipula trattato Quota Share con UnipolSai per i rami malattia, infortuni e assistenza.

L'andamento della gestione della Compagnia nell'esercizio 2016 ha registrato un utile pari a Euro 40,8 milioni contro gli Euro 36,6 milioni del 2015. Gli aspetti che hanno contraddistinto l'andamento della gestione dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 sono i seguenti:

- incremento della raccolta premi complessiva pari al 9,8% rispetto all'esercizio precedente. I premi contabilizzati hanno raggiunto al 31 dicembre 2016 Euro 408,5 milioni (Euro 372 milioni al 31 dicembre 2015). La ritenzione netta dei premi acquisiti è stata del 99,8%, in linea rispetto all'esercizio precedente;
- incremento della raccolta diretta premi di Euro 336,9 milioni (Euro 300,7 milioni al 31 dicembre 2015) in crescita del 12%;
- risultato del conto tecnico, che include anche le spese di gestione e l'attribuzione degli utili degli investimenti di pertinenza, pari a Euro 63,9 milioni, in aumento del 16,7% rispetto all'esercizio precedente (Euro 54,7 milioni nel 2015);
- incidenza delle spese di gestione sui premi di competenza diretti ed indiretti sostanzialmente invariata rispetto allo scorso esercizio (13,1% contro 13,3% nel 2015);
- riserve tecniche lorde accantonate al termine dell'esercizio 2016 pari a Euro 298,5 milioni (Euro 270,8 milioni al 31 dicembre 2015);
- incremento degli investimenti e delle disponibilità liquide a fine esercizio del 14,5%;
- redditività, in relazione al patrimonio netto, del 29,0%.

Il patrimonio netto di UniSalute al 31 dicembre 2016, incluso il risultato d'esercizio era pari a Euro 140,7 milioni.

6. Stima del valore della Partecipazione

6.1 Scelta delle metodologie di valutazione

Con riferimento alle finalità della valutazione è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti ad individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale loro connesso.

In generale la scelta dei criteri di valutazione per giungere alla stima del valore d'azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività.

La scelta dei criteri più appropriati per giungere alla stima del valore di un'azienda, secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, è funzione:

- della finalità della stima;
- della tipologia di attività svolta dall'azienda;
- della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda.

I metodi di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:

- criteri analitici che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici; rientrano in tale categoria i metodi finanziari, i metodi reddituali, i metodi patrimoniali ed i metodi misti;
- criteri di mercato che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali come il fatturato, il risultato operativo, il patrimonio netto e gli utili con riferimento ad un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione; rientrano in tale categoria il metodo della retta di regressione, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Tenuto conto di quanto precede e delle caratteristiche della Compagnia, per la stima del valore di UniSalute e quindi della Partecipazione, si è utilizzato quale metodo principale il metodo finanziario analitico Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (DDM) che stima il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche tenuto conto del livello di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza.

Infine quali metodi di controllo sono stati utilizzati il metodo della retta di regressione, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Di seguito si riportano le diverse metodologie considerate nella stima del valore di UniSalute e della Partecipazione.

6.2 Metodo principale: Dividend Discount Model

Il Dividend Discount Model nella versione Excess Capital (DDM) determina il valore di un'azienda sulla base dei flussi di dividendi futuri che la stessa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti, senza intaccare gli assets necessari a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto delle regolamentazioni sul capitale imposte dall'Autorità di Vigilanza, sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT$$

dove:

DIV_t = flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte di proiezione esplicita mantenendo un livello di patrimonializzazione target in termini di requisiti di capitale.

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio (k_e).

VT = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

Per la stima dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento al Business Plan 2017-2021 della Compagnia e ad un requisito di capitale target in termini di SCR pari al 120%.

Per l'attualizzazione dei flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato pari al 7,5% attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = risk free pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, pari al 2,14% (Fonte Bloomberg).

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento, pari a 0,96 (fonte Bloomberg) stimato sulla base del valore medio dei beta di un panel di compagnie quotate internazionali operanti nel settore "health" e di compagnie assicurative quotate operanti nel comparto salute¹.

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, stimato in linea con la prassi valutativa, pari al 5,60%.

Il Terminal Value è stato stimato quale valore attuale di una rendita perpetua sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Flusso potenzialmente distribuibile} / (k_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo periodo, considerato pari al 2,0%.

k_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità del valore ottenuto con il DDM rispetto ai parametri valutativi utilizzati, è stata effettuata un'analisi di sensitività in relazione a:

¹ Panel considerato: Unum Group, Aflac Inc, Unitedhealth Group Inc, Anthem Inc, Aetna Inc, Centene Corp, Molina Healthcare Inc, Aviva Plc, Cnp Assurances, Cattolica Assicurazioni.

- tasso di attualizzazione (+/- 0,25%);
- tasso di crescita (+/- 0,25%);
- ratio target SCR (+/- 10%).

6.3 Metodi di controllo

Retta di regressione

Il metodo della retta di regressione stima il valore di una compagnia sulla base della correlazione esistente, per un campione di società comparabili, fra la redditività prospettica della società considerata, rappresentata nel caso di specie dal Return on Equity (ROE) e la sua dotazione patrimoniale (rappresentato nel caso di specie dal Patrimonio Netto). Tale correlazione è stimata con l'utilizzo della regressione statistica lineare.

Il processo di valutazione prevede i seguenti passaggi:

- individuazione del campione di società quotate comparabili;
- per ciascuna delle società appartenenti al campione rilevazione del prezzo di borsa e delle grandezze rispetto alle quali si vuole condurre l'analisi;
- regressione statistica lineare tra le grandezze considerate, assumendo che la relazione funzionale tra le variabili sia la seguente:

$$m = a + b * r$$

dove

m = multiplo prescelto (dato dal rapporto tra il prezzo di mercato e la grandezza economica o patrimoniale selezionata), nel caso di specie P/BV;

r = indicatore di redditività selezionato, nel caso di specie ROE;

a e b = rispettivamente intercetta e pendenza della retta di regressione;

- verifica della significatività statistica dei risultati ottenuti (R-Quadro);
- stima di un intervallo di valori della società applicando i parametri della retta di regressione individuati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia è stato considerato il panel utilizzato ai fini della stima del costo del capitale del DDM. Per ciascuna società del campione sono stati stimati i ROE attesi 2017 e 2018 (stime IBES, fonte bloomberg) e i multipli Price /Book Value (P/BV) come rapporto tra la capitalizzazione di mercato media, a 1 e 3 mesi, e il Patrimonio Netto 2016 e 2017.

Panel	Country	ROE 2017	P/BV 2016		ROE 2018	P/BV 2017	
			1M	3M		1M	3M
Unum group	USA	10,5%	1,2x	1,2x	10,3%	1,1x	1,1x
Aflac inc	USA	13,9%	1,5x	1,5x	13,0%	1,4x	1,4x
Unithedhealth group inc	USA	21,2%	4,4x	4,3x	20,5%	3,7x	3,6x
Anthem inc	USA	11,7%	1,9x	1,8x	12,1%	1,8x	1,7x
Aetna inc	USA	18,5%	2,9x	2,7x	20,6%	3,4x	3,2x
Centene corp	USA	12,7%	2,2x	2,1x	12,1%	2,0x	1,9x
Molina Healthcare Inc	USA	8,4%	2,4x	2,0x	9,5%	2,2x	1,9x
Aviva plc	UK	10,9%	1,3x	1,3x	11,0%	1,3x	1,3x
Cnp Assurances	Francia	7,5%	0,9x	0,8x	7,7%	0,8x	0,7x
Cattolica Assicurazioni	Italia	6,9%	0,7x	0,7x	6,6%	0,7x	0,6x
Intercetta (a)			-0,6	-0,6		-0,6	-0,6
Pendenza (m)			20,6	20,2		20,0	19,2
Statistica R-Quadro			72,6%	77,8%		83,6%	88,3%

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg al 16 giugno 2017.

Multipli di borsa

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche e patrimoniali di un campione di società comparabili, che poi vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti principali fasi:

- individuazione del campione di società quotate comparabili.
- calcolo dei rapporti/multipli fondamentali ritenuti significativi. Nel caso di specie, tenuto anche conto del settore di riferimento e delle caratteristiche della Compagnia è stato considerato come riferimento il multiplo Price / Earnings (P/E);
- applicazione dei multipli stimati ai valori reddituali (e patrimoniali) della società oggetto di valutazione, in modo da pervenire ad un intervallo di valori della società stessa.

Ai fini dell'applicazione della metodologia è stato considerato il campione utilizzato nella retta di regressione e nel DDM. Per ciascuna società del panel è stato stimato il P/E come rapporto tra la capitalizzazione di mercato media, a 1 e 3 mesi, e gli utili 2016, 2017, 2018 e 2019 (stime IBES, fonte bloomberg). Ai fini della stima dei multipli sono stati presi in considerazione sia l'intero panel che il sottoinsieme ristretto rappresentato dagli operatori "health".

	Country	Media 1 mese				Media 3 mesi			
		P/E 2016	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019	P/E 2016	P/E 2017	P/E 2018	P/E 2019
Unum group	USA	11,7x	11,1x	10,5x	9,8x	11,8x	11,2x	10,6x	9,9x
Aflac inc	USA	11,0x	11,6x	11,2x	10,4x	10,8x	11,4x	11,0x	10,2x
Unitedhealth group inc	USA	22,2x	18,2x	16,5x	14,6x	21,5x	17,6x	16,0x	14,1x
Anthem inc	USA	16,7x	15,6x	14,2x	12,8x	16,0x	14,9x	13,5x	12,2x
Aetna inc	USA	18,2x	16,2x	14,7x	13,3x	17,1x	15,3x	13,8x	12,5x
Centene corp	USA	17,5x	15,9x	14,3x	12,8x	17,0x	15,4x	13,8x	12,4x
Molina Healthcare inc	USA	24,2x	24,3x	20,6x	16,7x	20,6x	20,7x	17,5x	14,2x
Media operatori "health"		17,4x	16,1x	14,6x	12,9x	16,4x	15,2x	13,8x	12,2x
Aviva plc	UK	10,6x	9,9x	9,3x	8,8x	10,6x	9,9x	9,2x	8,8x
Cnp Assurances	Francia	12,3x	11,0x	10,4x	10,4x	12,2x	10,9x	10,3x	10,3x
Cattolica Assicurazioni	Italia	13,6x	10,5x	10,7x	10,8x	13,6x	10,5x	10,6x	10,8x
Media (panel complessivo)		15,8x	14,4x	13,2x	12,0x	15,1x	13,8x	12,6x	11,5x

Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg al 16 giugno 2017.

Ai fini della stima di un intervallo di valori di UniSalute e della Partecipazione i multipli individuati sono stati applicati agli utili 2016 e prospettici previsti nel Business Plan della Compagnia.

Multipli di transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Tenuto conto delle suddette considerazioni sono stati analizzati i multipli impliciti nei prezzi di transazioni di società internazionali operanti nel settore "health" e compagnie assicurative operanti nel comparto salute. I multipli sono stati stimati con riferimento ai dati della società target più prossimi alla data di annuncio dell'operazione.

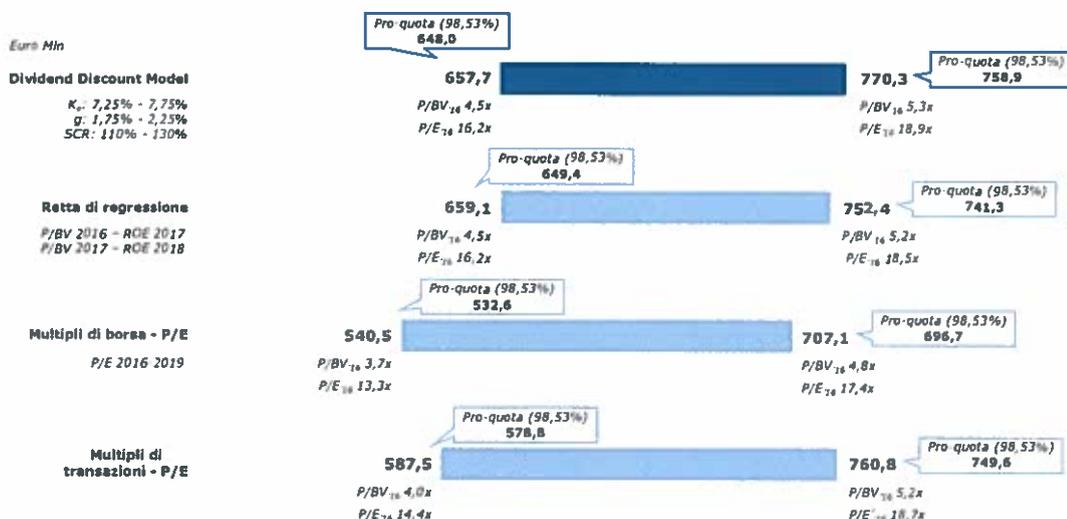
Data	Target	Target Country	Bidder	Quota acquisita	P/E
2011	Denplan Ltd	UK	Simplyhealth Group Ltd	100,0%	14,2x
2011	FirstAssist Insurance Services Ltd	UK	Cigna Corporation	100,0%	19,2x
2011	Nestor Healthcare Group Plc	UK	Saga Group Plc	100,0%	23,3x
2010	Standard Life Healthcare Ltd	UK	Discovery Holdings Ltd	100,0%	20,4x
2010	Compania de Seguros Adeslas SA	Spain	Criteria Caixa, S.A.U.	45,0%	14,1x
Minimo					14,1x
Media					18,3x

Fonte: elaborazioni su dati di bilancio, documenti societari e comunicati stampa, Merger Market.

Ai fini della stima di un intervallo di valori di UniSalute e della Partecipazione, i multipli individuati sono stati applicati all'utile 2017 di UniSalute.

7 Sintesi dei risultati

Di seguito si riportano gli intervalli di valori di UniSalute e della Partecipazione stimati sulla base delle metodologie sopraindicate.



8 Conclusioni

Tenuto conto della natura, della portata e dei limiti del nostro lavoro, della documentazione analizzata e dei risultati emersi dall'applicazione delle metodologie sopraindicate, riteniamo che il Prezzo definito per la cessione della Partecipazione detenuta in UniSalute da Unipol a UnipolSai possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.

Elisa Fabris
Elisa Fabris
Partner

Milano, 27 giugno 2017

STRICTLY CONFIDENTIAL

June 29th, 2017

The Board of Directors
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Italy

Members of the Board of Directors:

You have requested our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (the “**Company**” and, together with its subsidiaries and affiliates, the “**Company Group**”) of the consideration to be paid by the Company to Unipol Gruppo S.p.A. (the “**Seller**”) in the proposed Transaction (as defined below) relating to the Seller’s subsidiaries (i) UniSalute S.p.A. (“**UniSalute**”) and (ii) Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (“**Linear**” and, together with UniSalute, the “**Subsidiaries**” and each a “**Subsidiary**”).

Pursuant to the Master Agreement, the Sale and Purchase Agreement related to 98.53% of UniSalute S.p.A. and the Sale and Purchase Agreement related to 100% of Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (including their respective annexes, the “**Master Agreement**”, the “**UniSalute Agreement**”, the “**Linear Agreement**” and all together the “**Agreements**”), between the Company and the Seller, the following will occur (collectively, the “**Transaction**”):

- (i) at closing of the UniSalute Agreement, and subject to the conditions precedent indicated in that agreement, the Seller will sell to the Company 98.53% of the share capital of UniSalute, representing the entire shareholding of the Seller in UniSalute (the “**UniSalute Shares**”);
- (ii) at closing of the Linear Agreement, and subject to the condition precedent indicated in that agreement, the Seller will sell to the Company 100% of the share capital of Linear (the “**Linear Shares**”); and
- (iii) at closing of the respective Agreements, the Company will pay to the Seller cash consideration of (x) €715 million with respect to the acquisition of the UniSalute

J.P. Morgan Limited

25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP

Registered in England & Wales No. 248609. Registered Office 25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP

Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

Shares (the “**UniSalute Consideration**”); and (y) €160 million with respect to the acquisition of the Linear Shares (the “**Linear Consideration**”).

Please be advised that while certain provisions of the Transaction are summarised above, the terms of the Transaction are more fully described in the Agreements. As a result, the description of the Transaction and certain other information contained herein is qualified in its entirety by reference to the more detailed information appearing or incorporated by reference in the Agreements.

In arriving at our opinion, we have:

- (i) reviewed drafts dated June 29th, 2017 of the Agreements, together with written confirmation of the UniSalute Consideration and the Linear Consideration provided by the Company on June 28th, 2017;
- (ii) reviewed certain publicly available business and financial information concerning the Subsidiaries and the industries in which each Subsidiary operates and certain other companies engaged in businesses comparable to them;
- (iii) compared the proposed financial terms of the Transaction with the publicly available financial terms of certain transactions involving companies we deemed relevant and the consideration received for such companies;
- (iv) compared the financial and operating performance of each Subsidiary with publicly available information concerning certain other companies we deemed relevant and reviewed the current and historical market prices of, and certain publicly traded securities of, such other companies;
- (v) reviewed the audited financial statements of each Subsidiary for the fiscal year ended December 31st, 2016;
- (vi) reviewed certain internal, unaudited financial analyses, projections, assumptions and forecasts prepared on a standalone basis by or at the direction of the management of each Subsidiary relating to their respective businesses for the first quarter of 2017 and the fiscal years 2017 to 2021; and
- (vii) performed such other financial studies and analyses and considered such other information as we deemed appropriate for the purposes of this opinion.

In addition, we have held discussions with certain members of the management of each Subsidiary and the Company with respect to certain aspects of the Transaction, and the past and current business operations of each Subsidiary and the Company, the financial condition and future prospects and operations of each Subsidiary and the Company, the effects of the Transaction on the financial condition and future prospects of the Company, and certain other matters we believed necessary or appropriate to our inquiry.

In giving our opinion, we have relied upon and assumed the accuracy and completeness of all information that was publicly available or was furnished to or discussed with us by the Seller, each Subsidiary and the Company or otherwise reviewed by or for us. We have not independently verified any such information or its accuracy or completeness and, pursuant to our engagement letter with the Company, we did not assume any obligation to undertake any such independent verification. We have not conducted or been provided with any valuation or appraisal of any assets or liabilities, nor have we evaluated the solvency of the Seller, the Subsidiaries, or the Company under any laws relating to bankruptcy, insolvency or similar matters. In relying on financial analyses, projections, assumptions and forecasts provided to us or derived therefrom, we have assumed that they have been reasonably prepared based on assumptions reflecting the best currently available estimates and judgments by management of the Company, or of each Subsidiary as applicable, as to the expected future results of operations and financial condition of the company or business to which such analyses, projections, assumptions and forecasts relate. We express no view as to such analyses, projections or forecasts or the assumptions on which they were based and the Company has confirmed that we may rely upon such analyses, projections, assumptions and forecasts in the delivery of this opinion. We have also assumed that the Transaction and the other transactions contemplated by the Agreements will have the tax consequences described in discussions with, and materials furnished to us by, representatives and advisors of the Company, and will be consummated as described in the Agreements, that the definitive Agreements will not differ in any material respects from the drafts thereof furnished to us, and that the UniSalute Consideration and the Linear Consideration will not differ from the amounts confirmed to us. We have also assumed that the representations and warranties made by the Company, and the Seller in the Agreements and the related agreements are and will be true and correct in all respects material to our analysis. We are not legal, regulatory, accounting, actuarial, regulatory or tax experts and have relied on the assessments made by advisors to the Company with respect to such issues. We have further assumed that all material governmental, regulatory or other consents and approvals necessary for the consummation of the Transaction will be obtained without any adverse effect on each Subsidiary or the Company or on the contemplated benefits of the Transaction. In giving our opinion, we have relied on the Company's commercial assessments of the Transaction. The decision as to whether or not the Company enters into a Transaction (and the terms on which it does so) is one that can only be taken by the Company.

* * * * *

We have set out below an overview of the analyses and valuation methodologies that we have deemed necessary or appropriate for the purposes of this opinion. Such summary is not deemed to be nor represents a complete description of all detailed analyses carried out in the context of arriving at our opinion. The order of the analyses described and the results of the analyses do not reflect the relative importance or the relative weight attributed by us to such

analyses. The preparation of this opinion required a complex valuation process based on a number of elements and valuation methodologies and we have not attributed any particular significance or relevance to any one of them. As a result, the valuation methodologies described below and the results derived from the application of such valuation methodologies cannot be considered on an individual basis and separate from each other since they are part of a complex and unitary valuation process.

In arriving at our opinion and to derive ranges of the equity value of UniSalute and Linear we have (i) followed a standalone valuation approach, *i.e.* before taking into account any potential synergies that the Company might extract upon completion, and (ii) used both an analytical valuation methodology based on a Dividend Discount Model and empirical methods or analyses. In arriving at our opinion, we have taken into account all analyses and valuations carried out by us and we have not assigned relevance to any particular aspect or factor taken individually.

It should be noted that our valuation process also presents the following limitations and difficulties:

- (a) neither Subsidiary is listed on a stock exchange and there are no public *broker consensus* estimates available for either Subsidiary;
- (b) a number of forecasts, financial projections and other information used for the purposes of the valuation analyses have been prepared by or at the direction of the management of the Subsidiaries;
- (c) the financial projections used for the purpose of the analyses and valuations carried out inherently present aspects of high risk and uncertainty as to the expected future operational and financial performance of the companies considered and may be subject to significant variance due to changes in the macroeconomic environment, financial markets conditions, regulatory framework or company-specific events;
- (d) the relevance of the companies considered for the purposes of the Trading and Transaction Multiples analyses is impacted by the fact that such companies operate in different geographic markets and present different business size, growth and risk profile; and
- (e) the Regression Analysis methodology is of limited relevance with respect to Linear, due to the lack of normalised profitability given the significant growth profile of the company in the initial years of its business plan, and we have consequently excluded its application in the context of the overall valuation process for Linear.

Standalone valuation methodologies and analyses

In arriving at our opinion, taking into account the specific characteristics of each Subsidiary, we selected a variety of valuation methodologies and criteria (analytical and empirical).

Such methodologies should not be considered individually, but only as an integral part of a combined valuation process.

(a) Dividend Discount Model or DDM valuation

The Dividend Discount Model estimates the equity value of the company considered as the sum of the net present value of (i) the future cash flows generated in a chosen period and theoretically distributable to shareholders taking into account an appropriate level of solvency (*i.e.* regulatory capital required); and (ii) the *so-called* terminal value, calculated as the value of a perpetual annuity (2.0% selected mid-point terminal growth) estimated on the basis of a cash flow distributable in the long-term, while maintaining the company at an appropriate level of solvency. For both Subsidiaries a 120-160% range of solvency capital has been assumed. Such future streams of dividends have been discounted using a cost of equity, calculated on the basis of a Capital Asset Pricing Model formula, which is included in a 7.0-7.7% and 8.0-8.7% range for UniSalute and Linear, respectively. The value of the economic capital derived has then been discounted as of the date thereof.

(b) Trading Multiples valuation

The Trading Multiples valuation derives an estimate of the implied value of the company considered through the analysis of the public valuation and trading multiples of a sample of companies operating in the same industry and which have been selected on the basis of certain factors (such as business model, segment / products, etc.). The Price / Earnings (P/E) multiple for the calendar years 2017 to 2019 has been considered with the multiple ranges below being applied to the relevant financial projections of each Subsidiary to determine their estimated equity value. The selected multiple ranges are (i) for UniSalute: 16.5-18.5x P/E 2017, 14.5-16.5x P/E 2018 and 13.0-15.0x P/E 2019 compared to a median of the sample of 17.6x, 15.7x and 14.2x for 2017, 2018 and 2019, respectively; and (ii) for Linear: 14.5-17.5x P/E 2018 and 13.5-16.5x P/E 2019 compared to a median of the sample of 14.5x and 13.7x for 2018 and 2019, respectively. With respect to Linear, the analysis based on 2017 earnings has been excluded in light of its limited relevance due to the 2017 profitability of the company not being at recurrent levels, while for 2018 and 2019 the selected multiple reflects the significantly higher growth profile of the company compared to the sample (*i.e.* the company going from a turnaround or break-even phase to a normalised profitability); finally, we have taken into account in the valuation the differential of the company regulatory solvency as compared to an appropriate level consistent with its relevant sample.

(c) Regression Analysis valuation

The Regression Analysis derives the equity value of a company on the basis of the correlation between the prospective profitability of the company (expressed in this case by the ratio between the normalised net income and the *so-called* book value, *i.e.* Return on Average Equity or RoAE) as derived from market consensus financial estimates and

the ratio between its stock market capitalisation and the book value itself (P/BV). Once calculated for a sample of companies, the parameters extrapolated from the Regression Analysis, if statistically significant, can be applied to the expected RoAE and book value of the equity of a company to derive the theoretical value of its economic capital. On the same sample of companies selected for the application of the Trading Multiples, we performed a linear regression using the RoAE and P/BV as variables. For the purpose of this opinion, RoAE 2017 values were compared with P/BV 2016 values and RoAE 2018 values were compared with P/BV 2017 values, deriving, on the basis of expected RoAE of UniSalute, P/BV 2016 and P/BV 2017 multiples to be applied to the respective estimated equity book value of UniSalute.

(d) Transaction Multiples valuation

The Transaction Multiples valuation derives an estimate of the implied value of the company considered through the analysis of the publicly available financial terms of certain selected transactions involving companies operating in the same industries as the Subsidiaries and the consideration paid for such companies. For UniSalute, the selected transaction multiples fall in a range for the sample of transactions between approximately 14x to 20x P/E, to which the relevant 2017 estimated net income has been applied. For Linear, the selected transaction multiples fall in a range for the sample of transactions (i) between approximately 12x to 16x P/E with respect to transactions related to companies with assumed normalised profitability at the time of the transaction, to which the estimated recurring net income has been applied; and (ii) between approximately 25x to 37x P/E with respect to transactions related to companies with profitability assumed to be not yet normalised at the time of the transaction, to which the estimated 2017 net income has been applied. In addition, we have taken into account in the valuation the differential of the company regulatory solvency as compared to an appropriate level consistent with its relevant sample.

Summary results

Without prejudice to the factors, hypotheses and limitations described in the preceding paragraphs, the table below summarises the results obtained by applying the various valuation methods and analyses used to determine value ranges of 100% of the equity value of each Subsidiary.

Method (€ million)	100% equity value ranges	
	UniSalute	Linear
DDM	634 – 788	126 – 187
Trading Multiples	590 – 771	91 – 151
Regression Analysis	699 – 784	-
Transaction Multiples	579 – 846	104 – 179

* * * * *

Our opinion is necessarily based on economic, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof. It should be understood that subsequent developments may affect this opinion and that we do not have any obligation to update, revise, or reaffirm this opinion.

Our opinion is limited to the fairness, from a financial point of view, of the consideration to be paid by the Company for the Linear Shares and the UniSalute Shares in the proposed Transaction and we express no opinion as to the underlying decision by the Company to engage in the Transaction. Furthermore, we express no opinion with respect to the amount or nature of any compensation to any officers, directors, or employees of any party to the Transaction, or any class of such persons relative to the consideration to be paid by the Company in the Transaction or with respect to the fairness of any such compensation. As a result, other factors after the date hereof may affect the value of the Company (and its business, assets or properties) and of each of the Subsidiaries after consummation of the Transaction, including but not limited to (i) the total or partial disposition of the share capital of the Company by shareholders of the Company within a short period of time after the effective date of the Transaction, (ii) changes in prevailing interest rates and other factors which generally influence the price of securities, (iii) adverse changes in the current capital markets, (iv) the occurrence of adverse changes in the financial condition, business, assets, results of operations or prospects of the Company, either of the Subsidiaries, or of the Seller, (v) any necessary actions by or restrictions of governmental agencies or regulatory authorities, and (vi) timely execution of all necessary agreements to complete the Transaction on terms and conditions that are acceptable to all parties at interest. No opinion is expressed as to whether any alternative transaction might be more beneficial to the Company.

In addition, we were not requested to and did not provide advice concerning the structure, the specific amount of neither the UniSalute Consideration nor the Linear Consideration, or any other aspects of the Transaction, or to provide services other than the delivery of this

opinion. We also note that we did not participate in negotiations with respect to the terms of the Transaction and related transactions. Consequently, we have assumed that such terms are the most beneficial terms from the Company's perspective that could under the circumstances be negotiated among the parties to such transactions.

We will receive a fee from the Company for the delivery of this opinion. In addition, the Company has agreed to indemnify us for certain liabilities arising out of our engagement. Please be advised that in the ordinary course of our businesses we and our affiliates within the JPMorgan Chase & Co. group have had, and continue to have, on-going investment banking and other commercial relationships with the Company Group, the Seller and their respective affiliates, for which we and our affiliates have received, and continue to receive, customary compensation. In addition, J.P. Morgan and its affiliates hold, on a proprietary basis, less than 1% of the outstanding common stock of the Seller. In the ordinary course of J.P. Morgan's businesses, J.P. Morgan and its affiliates may actively trade the debt and equity securities of the Company or the Seller for their own account or for the accounts of customers and, accordingly, may at any time hold long or short positions in such securities.

On the basis of and subject to the foregoing, it is our opinion as of the date hereof that each of the UniSalute Consideration and the Linear Consideration to be paid by the Company in the proposed Transaction is fair, from a financial point of view, to the Company.

This letter is provided to the Board of Directors of the Company in connection with and for the purposes of its evaluation of the Transaction. This opinion does not constitute a recommendation to any shareholder of the Company as to how such shareholder should vote with respect to the Transaction or any other matter. This opinion may not be disclosed, referred to, or communicated (in whole or in part) to any third party for any purpose whatsoever except with our prior written approval. This opinion may be reproduced in full in any proxy or information statement mailed to shareholders of the Company but may not otherwise be disclosed publicly in any manner without our prior written approval.

This opinion is rendered in the English language. If this opinion is translated into any language other than English and in the event of any discrepancy between the English language and any such other language version, the English language version shall always prevail. This opinion is given on the basis that it shall be governed by, and construed in accordance with, English law.

Very truly yours,

J.P. MORGAN LIMITED

J.P. Morgan Limited

IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO REDATTO IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. DA J.P. MORGAN LIMITED UNICAMENTE IN LINGUA INGLESE. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA È DI MERA CORTESIA E IN CASO DI INCOERENZA CON IL DOCUMENTO ORIGINALE IN LINGUA INGLESE FARÀ FEDE UNICAMENTE QUEST'ULTIMO

STRETTAMENTE CONFIDENZIALE

29 giugno 2017

Consiglio di Amministrazione
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Italia

Membri del Consiglio di Amministrazione:

avete richiesto il nostro parere in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, per UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (la “**Società**” e, congiuntamente alle sue controllate e collegate, il “**Gruppo della Società**”) del corrispettivo da corrisondersi da parte della Società a Unipol Gruppo S.p.A. (il “**Venditore**”) nell’ambito dell’Operazione (come definita di seguito) proposta in relazione alle controllate del Venditore (i) UniSalute S.p.A. (“**UniSalute**”) e (ii) Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (“**Linear**” e, congiuntamente a UniSalute, le “**Controllate**” e ciascuna una “**Controllata**”).

Ai sensi dell’Accordo Quadro, del Contratto di Compravendita relativo al 98.53% di UniSalute e del Contratto di Compravendita relativo al 100% di Linear (inclusi i loro rispettivi allegati, l’“**Accordo Quadro**”, il “**Contratto UniSalute**”, il “**Contratto Linear**” e tutti congiuntamente i “**Contratti**”), tra la Società e il Venditore, avverrà quanto segue (complessivamente, l’“**Operazione**”):

- (i) al *closing* del Contratto UniSalute, e subordinatamente all’avveramento delle condizioni sospensive indicate in tale contratto, il Venditore venderà alla Società il 98.53% del capitale sociale di UniSalute, che rappresenta l’intera partecipazione del Venditore in UniSalute (le “**Azioni UniSalute**”);

J.P. Morgan Limited

25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP
Registered in England & Wales No. 248609. Registered Office 25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

- (ii) al *closing* del Contratto Linear, e subordinatamente all'avveramento della condizione sospensiva indicata in tale contratto, il Venditore venderà alla Società il 100% del capitale sociale di Linear (le “**Azioni Linear**”); e
- (iii) al *closing* dei rispettivi Contratti, la Società pagherà al Venditore un corrispettivo in denaro pari a (x) €715 milioni relativamente all'acquisto delle Azioni UniSalute (il “**Corrispettivo UniSalute**”); e (y) €160 milioni relativamente all'acquisto delle Azioni Linear (il “**Corrispettivo Linear**”).

Vi segnaliamo che, anche se talune informazioni dell'Operazione sono state riassunte nei precedenti paragrafi, i termini dell'Operazione sono più compiutamente descritti nei Contratti. Pertanto, la descrizione dell'Operazione e talune altre informazioni qui riportate restano qualificate, nella loro interezza, con riferimento alle informazioni più dettagliate contenute o incluse mediante riferimento nei Contratti.

Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo:

- (i) esaminato le bozze dei Contratti datate 29 giugno 2017, congiuntamente alla conferma scritta del Corrispettivo UniSalute e del Corrispettivo Linear fornita dalla Società in data 28 giugno 2017;
- (ii) esaminato talune informazioni economico-finanziarie a disposizione del pubblico relative alle Controllate, al settore in cui ciascuna Controllata opera, e ad alcune altre società attive in settori comparabili;
- (iii) comparato i termini finanziari dell'Operazione proposta con le informazioni finanziarie a disposizione del pubblico concernenti talune altre società che abbiamo considerato rilevanti e con il corrispettivo ricevuto per tali società;
- (iv) comparato la *performance* finanziaria e operativa di ciascuna Controllata con le informazioni a disposizione del pubblico concernenti talune altre società che abbiamo considerato rilevanti, ed esaminato i prezzi di mercato attuali e storici di, e alcuni titoli scambiati in pubblico di, tali altre società;
- (v) esaminato il bilancio sottoposto a revisione contabile di ciascuna Controllata relativo all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2016;
- (vi) esaminato talune analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e stime interne, non sottoposte a revisione contabile, predisposte su base autonoma dal, o sotto la supervisione del, *management* di ciascuna Controllata con riferimento alle loro rispettive attività in relazione al primo trimestre del 2017 e agli esercizi sociali dal 2017 al 2021; ed

- (vii) effettuato ogni altro studio finanziario e analisi, e prese in considerazione le altre informazioni, che abbiamo ritenuto opportuni ai fini del presente parere.

In aggiunta, abbiamo intrattenuto discussioni con alcuni membri del *management* di ciascuna Controllata e della Società in relazione a taluni aspetti dell'Operazione, alle attività passate e correnti di ciascuna Controllata e della Società, alle condizioni finanziarie e alle prospettive e attività future di ciascuna Controllata e della Società, agli effetti dell'Operazione sulle condizioni finanziarie e sulle prospettive future della Società, e a talune altre questioni che abbiamo ritenuto necessarie o opportune ai fini della nostra indagine.

Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni che erano a disposizione del pubblico o che sono state fornite da, o di cui abbiamo discusso con, il Venditore, ciascuna Controllata e la Società, o che sono state altrimenti esaminate da noi o per nostro conto. Non abbiamo effettuato autonomamente alcuna verifica circa tali informazioni o la loro accuratezza o completezza né, ai sensi del nostro incarico con la Società, abbiamo assunto alcuna obbligazione di intraprendere alcuna tale autonoma verifica. Non abbiamo svolto né ci è stata fornita alcuna valutazione o perizia di alcuna attività o passività, né abbiamo svolto alcuna valutazione in merito alla solvibilità del Venditore, delle Controllate o della Società ai sensi di qualsivoglia normativa in tema di fallimento, procedure concorsuali o istituti analoghi. Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni forniteci, o da queste derivate, abbiamo assunto che esse siano state predisposte secondo ragionevolezza, sulla base di presupposti che riflettano le migliori stime attualmente disponibili e di giudizi del *management* della Società, o di ciascuna Controllata laddove applicabile, in merito ai risultati operativi futuri attesi e alla condizione finanziaria della società o del settore cui tali analisi, proiezioni, ipotesi e stime si riferiscono. Non esprimiamo alcun parere in merito a tali analisi, proiezioni o stime o ai presupposti su cui le stesse sono state basate, e la Società ha confermato che noi possiamo fare affidamento su tali analisi, proiezioni, ipotesi e stime ai fini del rilascio del presente parere. Abbiamo anche assunto che l'Operazione e le altre operazioni contemplate nei Contratti avranno le conseguenze fiscali descritte nelle discussioni avute con, e nella documentazione fornitaci da, i rappresentanti e gli *advisor* della Società, e si svolgeranno come descritto nei Contratti, che i Contratti definitivi non differiranno in nessun aspetto rilevante dalle bozze che ci sono state fornite, e che il Corrispettivo UniSalute e il Corrispettivo Linear non differiranno dagli ammontari che ci sono stati confermati. Abbiamo altresì assunto che le dichiarazioni e garanzie rese dalla Società, e dal Venditore, nei Contratti e nei contratti a questi collegati sono e saranno vere e corrette in tutti gli aspetti rilevanti per la nostra analisi. Non siamo esperti legali, regolamentari, contabili, attuariali o fiscali e abbiamo fatto affidamento sulle valutazioni date dai consulenti della Società in relazione a tali questioni. Abbiamo inoltre assunto che tutti i rilevanti consensi e autorizzazioni governative, regolamentari o di altra natura necessari ai fini del completamento dell'Operazione saranno ottenuti senza alcun effetto pregiudizievole su ciascuna Controllata o sulla Società ovvero sui benefici attesi dall'Operazione. Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo fatto affidamento sulle valutazioni

commerciali dell'Operazione fatte dalla Società. La decisione sulla conclusione o meno di un'Operazione da parte della Società (e sui termini ai quali farlo) è di natura tale che può essere assunta unicamente dalla Società.

* * * * *

Si riporta di seguito un quadro generale delle metodologie di analisi e valutazione che abbiamo ritenuto necessarie o appropriate ai fini del presente parere. Tale riassunto non deve considerarsi essere, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutte le analisi approfondite svolte nell'ambito della formulazione del nostro parere. L'ordine delle analisi descritte e i risultati delle stesse non riflettono l'importanza relativa o il peso relativo da noi attribuito a tali analisi. La formulazione del presente parere ha richiesto un complesso processo di valutazione basato su svariati elementi e metodologie di valutazione e non abbiamo attribuito alcun particolare valore o rilevanza a nessuno di essi. Di conseguenza, le metodologie di valutazione descritte di seguito e i risultati derivanti dall'applicazione delle stesse non possono essere considerati singolarmente e separati l'un l'altro in quanto sono parte di un complesso e unitario processo di valutazione.

Nel rendere il nostro parere e al fine di ricavare gli intervalli di valore del capitale economico (c.d. "*equity value*") di UniSalute e Linear abbiamo: (i) seguito un processo di valutazione su base *standalone*, i.e. prima di prendere in considerazione le potenziali sinergie che la Società potrebbe ottenere a seguito del completamento dell'Operazione, e (ii) usato sia un metodo di valutazione analitica basato su un *Dividend Discount Model*, sia metodi o analisi empiriche. Nel rendere il nostro parere, abbiamo preso in considerazione tutte le analisi e valutazioni da noi condotte e non abbiamo attribuito rilevanza ad alcun particolare aspetto o fattore preso individualmente.

Si segnala che il nostro processo valutativo presenta altresì le seguenti limitazioni e difficoltà:

- (a) nessuna Controllata è quotata su un mercato regolamentato e non sono disponibili per alcuna Controllata stime finanziarie pubbliche predisposte da analisti di ricerca (c.d. *broker consensus*);
- (b) svariate stime, proiezioni economico-finanziarie e altre informazioni utilizzate ai fini delle analisi valutative sono state predisposte dal, o sotto la direzione del, *management* delle Controllate;
- (c) le proiezioni finanziarie utilizzate ai fini delle analisi e valutazioni effettuate presentano intrinsecamente aspetti di elevato rischio e incertezza rispetto alle attese future *performance* operative e finanziarie delle società considerate e possono essere soggette a variazioni significative dovute a cambiamenti nel contesto macroeconomico, delle condizioni dei mercati finanziari, del quadro normativo o di eventi societari specifici;

- (d) la rilevanza delle società considerate ai fini dell'analisi dei multipli di mercato e delle transazioni precedenti è influenzata dal fatto che tali società operano in mercati geografici diversi e presentano diverse caratteristiche in termini di dimensione, crescita e profilo di rischio aziendale; e
- (e) la metodologia di analisi di regressione è di scarsa rilevanza rispetto a Linear, a causa della mancanza, negli anni iniziali del suo piano industriale, di un livello di redditività considerabile “normalizzata” in considerazione del significativo profilo di crescita della società stessa. Di conseguenza abbiamo escluso la sua applicazione nel contesto del complessivo processo di valutazione per Linear.

Metodologie di valutazione standalone

Nel rendere il nostro parere, tenuto conto delle specifiche caratteristiche delle Controllate, abbiamo selezionato una serie di metodologie di valutazione e criteri (analitici e empirici). Tali metodologie e analisi non dovrebbero essere considerate individualmente, ma solo come parte integrante dei singoli processi di valutazione.

(a) Valutazione con il metodo del *Dividend Discount Model* (“DDM”)

La valutazione con il metodo del *Dividend Discount Model* stima il valore del capitale economico di una società come la somma del valore attuale dei (i) flussi di cassa generati nell’orizzonte temporale prescelto e teoricamente distribuibili agli azionisti tenendo conto di un adeguato margine di solvibilità (i.e. il capitale regolamentare richiesto); e (ii) il c.d. *terminal value*, calcolato come il valore di una rendita perpetua (tasso di crescita di lungo periodo assunto pari al 2% ai fini dell’intervallo di analisi di sensitività) stimata sulla base dei flussi di cassa distribuibili nel lungo periodo, mantenendo la compagnia assicurativa ad un adeguato margine di solvibilità. Per entrambe le Controllate è stato assunto un margine di solvibilità *target* compreso in un intervallo tra il 120% e il 160%. Tali flussi di dividendi futuri sono stati attualizzati ad un costo del capitale individuato sulla base della formula *Capital Asset Pricing Model* e compreso in un intervallo tra il 7,0% e il 7,7% per UniSalute e tra l’8,0% e l’8,7% per Linear. L’“*equity value*” così ottenuto è stato poi attualizzato alla data odierna.

(b) Valutazione con il metodo dei multipli di mercato

Attraverso tale metodologia viene stimato il valore implicito del capitale economico delle Controllate tramite l’analisi delle valutazioni di borsa e dei multipli di mercato di un campione di aziende operanti nello stesso settore delle Controllate e selezionate in base a determinati fattori (ad esempio modello operativo, segmenti / prodotti, etc.).

È stato selezionato il multiplo P/U (Prezzo/Utile per azione) per gli esercizi 2017, 2018 e 2019 applicando i seguenti intervalli di multipli alle proiezioni economico-finanziarie di ciascuna Controllata al fine di determinarne la valutazione. Gli intervalli di multipli selezionati sono (i) per UniSalute: 16,5-18,5x per il 2017, 14,5-16,5x per il 2018 e 13,0-15,0x per il 2019, rispetto alle mediane del campione selezionato pari a 17,6x, 15,7x e

14,2x per il 2017, 2018 e 2019 rispettivamente; e (ii) per Linear: 14,5-17,5x per il 2018 e 13,5-16,5x per il 2019, rispetto alle mediane del campione selezionato pari a 14,5x e 13,7x per il 2018 e il 2019 rispettivamente.

Per quanto riguarda Linear, l'analisi basata sugli utili stimati per il 2017 è stata esclusa a causa della sua limitata rilevanza in quanto la redditività della Controllata nel 2017 non risulta ancora normalizzata, mentre per il 2018 e il 2019 il multiplo selezionato riflette un significativo profilo di crescita della Controllata rispetto al campione (i.e. la Controllata evolve da una fase di ristrutturazione o di *break-even* per raggiungere livelli di redditività normalizzata); infine, per la valutazione di Linear abbiamo preso in considerazione il differenziale di capitale della Controllata rispetto ad un livello coerente, e ritenuto adeguato, per il campione selezionato.

(c) Valutazione con analisi di regressione

Attraverso tale metodologia viene stimato il valore implicito del capitale economico della Controllata sulla base della correlazione tra la redditività attesa (espressa dal rapporto tra utili netti normalizzati e il c.d. patrimonio netto medio, i.e. *Return on Average Equity* o *RoAE*) come ricavata dalle stime economico-finanziarie di *consensus* di mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore dello stesso patrimonio netto (*P/BV*). Una volta calcolati su un campione di compagnie assicurative selezionate, i parametri estrapolati dall'analisi di regressione, qualora ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al *RoAE* atteso ed al patrimonio netto di una compagnia assicurativa per derivarne l'“*equity value*”.

Sullo stesso campione di riferimento identificato per l'applicazione dei multipli di mercato è stata derivata una regressione lineare usando i rispettivi *RoAE* e *P/BV* come variabili. Ai fini del presente parere, sono stati considerati i valori del *RoAE* 2017 rispetto a quelli del *P/BV* 2016 ed i valori del *RoAE* 2018 rispetto a quelli del *P/BV* 2017, ottenendo, sulla base dei rispettivi *RoAE* attesi per UniSalute, multipli *P/BV* 2016 e *P/BV* 2017 da applicare ai relativi valori di patrimonio netto stimati per UniSalute.

(d) Valutazione con il metodo dei multipli di transazioni precedenti

Attraverso tale metodologia viene stimato il valore implicito del capitale economico delle Controllate tramite l'analisi dei termini finanziari pubblicamente disponibili di alcune transazioni che hanno coinvolto aziende attive negli stessi settori delle Controllate ed il corrispettivo pagato per tali società. Per UniSalute, i multipli *P/U* del campione di transazioni selezionate rientrano in un intervallo compreso tra c. 14x e 20x, a cui è stato applicato il relativo utile netto stimato per il 2017. Per Linear, i multipli *P/U* del campione di transazioni selezionate rientrano in un intervallo compreso (i) tra c. 12x e 16x per quanto riguarda le transazioni riferite a società caratterizzate da una redditività considerata normalizzata al momento delle transazioni stesse, il quale è stato applicato agli utili netti ricorrenti di Linear; e (ii) tra c. 25x e 37x per quanto riguarda le transazioni riferite a società caratterizzate da una redditività considerata non normalizzata al momento delle transazioni stesse, il quale è stato applicato all'utile netto stimato per il 2017. Inoltre, per la valutazione di Linear, abbiamo preso in

considerazione il differenziale di capitale della Controllata rispetto ad un livello coerente, e ritenuto adeguato, per il campione selezionato.

Riepilogo dei risultati

Fatti salvi i fattori, le ipotesi e le limitazioni descritte nei precedenti paragrafi, la tabella sottostante riassume i risultati ottenuti applicando le diverse metodologie di valutazione ed analisi utilizzate al fine di determinare degli intervalli di valore del 100% dell'“equity value” di ciascuna Controllata.

Metodo	Intervalli relativi al 100% dell'“equity value”	
	UniSalute	Linear
(milioni di €)		
<i>Dividend Discount Model</i>	634 – 788	126 – 187
<i>Multipli di mercato</i>	590 – 771	91 – 151
<i>Analisi di regressione</i>	699 – 784	–
<i>Multipli di transazioni precedenti</i>	579 – 846	104 – 179

* * * * *

Il nostro parere è necessariamente basato sulle condizioni economiche, di mercato e di altro tipo esistenti a, e sulle informazioni forniteci fino a, la data odierna. Si dovrebbe tenere in considerazione il fatto che sviluppi successivi potrebbero interessare il presente parere, e che non abbiamo alcun obbligo di aggiornare, rivedere o rilasciare nuovamente il presente parere.

Il nostro parere è limitato alla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo da pagarsi da parte della Società per le Azioni Linear e per le Azioni UniSalute nell'Operazione proposta, e non esprimiamo alcun parere in relazione alla sottostante decisione della Società di concludere l'Operazione. Inoltre, non esprimiamo alcun parere in relazione all'ammontare o alla natura di qualsiasi tipo di compenso attribuito a qualsivoglia dirigente, amministratore o dipendente di qualunque parte dell'Operazione, o a qualsivoglia classe di tali soggetti, relativo al corrispettivo da pagarsi da parte della Società nell'Operazione, o in relazione alla congruità di qualsivoglia tale compenso. Di conseguenza, altri fattori successivi alla data del rilascio del presente parere potrebbero influenzare il valore della Società (e delle sue attività, beni o proprietà) e di ciascuna delle Controllate dopo il completamento dell'Operazione, ivi inclusi, a scopo meramente esemplificativo e non esaustivo, (i) la vendita di tutto o parte del capitale sociale della Società da parte dei suoi azionisti entro un breve periodo di tempo successivo alla data di

efficacia dell'Operazione, (ii) cambiamenti dei tassi di interesse prevalenti e di altri fattori che generalmente influenzano il prezzo dei titoli, (iii) eventi avversi in riferimento alle attuali condizioni dei mercati dei capitali, (iv) il verificarsi di eventi avversi sulle condizioni finanziarie, attività, beni, risultati operativi o prospettive della Società, delle Controllate o del Venditore, (v) qualsiasi azione necessaria da parte di, o restrizione di, agenzie governative o autorità amministrative o di vigilanza, e (vi) l'esecuzione tempestiva di tutti gli accordi necessari per il completamento dell'Operazione secondo termini e condizioni che siano accettabili per tutte le parti aventi interesse. Non abbiamo espresso alcun parere in relazione al se qualsivoglia operazione alternativa potrebbe portare maggiori benefici alla Società.

Inoltre, non ci è stato richiesto di fornire, e non abbiamo fornito, nessun parere in merito alla struttura, allo specifico ammontare del Corrispettivo UniSalute o del Corrispettivo Linear, o a ogni altro aspetto dell'Operazione, né ci è stato richiesto di fornire servizi diversi da quello del rilascio del presente parere. Facciamo inoltre notare che non abbiamo preso parte alle negoziazioni in relazione ai termini dell'Operazione e delle relative operazioni. Di conseguenza, abbiamo assunto che tali termini siano, dal punto di vista della Società, i più vantaggiosi che possano, nelle attuali circostanze, essere negoziati tra le parti con riferimento a tali operazioni.

Riceveremo un compenso dalla Società per il rilascio del presente parere. In aggiunta, la Società ha deciso di tenerci indenni da talune responsabilità che possono derivare dal nostro incarico. Vi segnaliamo che nel corso delle nostre attività ordinarie noi e le nostre collegate all'interno del gruppo JPMorgan Chase & Co. abbiamo avuto, e continuiamo ad avere, rapporti di consulenza finanziaria e altri rapporti commerciali continuativi con il Gruppo della Società, il Venditore e le loro rispettive collegate, per i quali noi e le nostre collegate abbiamo ricevuto, e continuiamo a ricevere, compensi in linea con la prassi di mercato. Inoltre, J.P. Morgan e le sue collegate detengono, a titolo di proprietà, meno dell'1% del capitale sociale del Venditore. Nel corso delle attività ordinarie di J.P. Morgan, J.P. Morgan e le sue collegate possono negoziare attivamente i titoli di debito e i titoli di capitale della Società o del Venditore per conto proprio o per conto di clienti e, conseguentemente, potranno in ogni momento assumere posizioni lunghe o corte su detti titoli.

Sulla base di, e condizionatamente a, quanto precede, alla data odierna riteniamo che ciascuno del Corrispettivo UniSalute e del Corrispettivo Linear da pagarsi da parte della Società nell'Operazione proposta sia congruo, da un punto di vista finanziario, per la Società.

Il presente parere è rilasciato in favore del Consiglio di Amministrazione della Società in relazione a, e ai fini di, una sua valutazione dell'Operazione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione per nessun azionista della Società sul come tale azionista dovrebbe votare in relazione all'Operazione o a ogni altra questione. Il presente parere non può essere divulgato, richiamato o trasmesso (in tutto o in parte) a terzi per qualsivoglia finalità senza il nostro preventivo consenso scritto. Il presente parere può essere riprodotto

per intero in ogni documento informativo o assembleare inviato agli azionisti della Società, ma non può essere altrimenti reso pubblico in alcun modo senza il nostro preventivo consenso scritto.

Il presente parere è rilasciato in lingua inglese. Laddove questo parere venisse tradotto in una lingua diversa dall'inglese e in caso di discrepanza tra la versione in lingua inglese e qualsivoglia tale versione in altra lingua, la versione in lingua inglese dovrà sempre prevalere. Il presente parere è rilasciato sul presupposto che lo stesso sia regolato da, e redatto in conformità a, la legge inglese.

Con i migliori saluti,

J.P. MORGAN LIMITED

F.to

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

Alla c.a. del Direttore Generale

Oggetto: Parere sulla congruità dei principi e dei metodi di stima e sull'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari nell'ambito della prospettata operazione di riorganizzazione societaria del Gruppo Assicurativo Unipol

Indice:

1. PREMESSA	2
2. I PRESUPPOSTI E I LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	6
3. I PRINCIPI, I METODI DI STIMA E I CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI....	8
3.1. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. <i>excess capital</i>	8
3.2. Il metodo diretto basato sui multipli di mercato.....	9
3.3. Il metodo della regressione lineare tra il <i>Price/Book Value</i> e il <i>Return on Equity</i>	11
3.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili	12
4. OSSERVAZIONI IN MERITO AI PRINCIPI, AI METODI E AI CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI	13
4.1. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. <i>excess capital</i>	13
4.2. Il metodo diretto basato sui multipli di mercato.....	15
4.3. Il metodo della regressione lineare tra il <i>Price/Book Value</i> e il <i>Return on Equity</i>	16
4.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili	17
5. CONCLUSIONI.....	19

1. PREMESSA

In occasione delle riunioni del 10 maggio 2017, i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo S.p.A. ("Unipol") e della controllata UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("UnipolSai" o la "Società") hanno avviato un progetto di razionalizzazione dell'assetto societario del comparto assicurativo del Gruppo Unipol (il "Progetto"), da realizzarsi mediante la cessione a UnipolSai delle partecipazioni detenute da Unipol in:

- Unisalute S.p.A. ("Unisalute"), pari al 98,53% del capitale sociale;
- Linear Assicurazioni S.p.A. ("Linear" e, unitamente a Unisalute, le "Compagnie"), pari al 100% del capitale sociale;
- Arca Vita S.p.A. ("Arca Vita"), pari al 63,39% del capitale sociale.

Il Progetto si prevede sarà realizzato in due fasi distinte:

- una prima fase, nella quale Unipol provvederà alla cessione ad UnipolSai delle partecipazioni detenute in Unisalute e in Linear (la "Fase 1" o l'"Operazione");
- una seconda fase, da realizzarsi all'esito dell'eventuale rinegoziazione degli accordi di *bancassurance* in essere con BPER Banca S.p.A., nella quale Unipol provvederà alla cessione ad UnipolSai della partecipazione detenuta in Arca Vita (la "Fase 2").

Con riguardo alla Fase 1, la Società ha informato lo Studio che:

- il Consiglio di Amministrazione della Società, ai fini delle deliberazioni di propria competenza, intende avvalersi dei seguenti esperti indipendenti:
 - i) un *advisor* finanziario, con il compito di supportare l'organo amministrativo nella individuazione di un prezzo per la compravendita delle partecipazioni in Unisalute e in Linear ritenuto congruo, da determinarsi sulla base di *range* di valori calcolati - per ciascuna partecipazione - applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e (ii) rilasciare apposite *fairness opinion* sul prezzo finale individuato, ove quest'ultimo ricada all'interno dei *range* individuati ai sensi del precedente punto (i). Tale *advisor* è stato individuato in JP Morgan Limited ("JP Morgan" o "JPM");
 - ii) un ulteriore *advisor*, con il compito di verificare e confermare la congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate nell'ambito dell'Operazione e, più in generale, dell'intero processo valutativo svolto, validando la correttezza metodologica dell'intero processo, anche in concreto alla luce dei risultati raggiunti; più precisamente a tale *advisor* viene richiesto di esprimersi sulla congruità dei principi e dei metodi di stima e sull'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari;
- inoltre, in considerazione del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai, l'Operazione costituisce per UnipolSai un'operazione con parte correlata, ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 (il "Regolamento OPC

Consob”) e della procedura per l’effettuazione di operazioni con parti correlate adottata dalla Società (la “Procedura OPC”). Trattandosi di operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, la stessa dovrà essere deliberata dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, previo parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate di UnipolSai (il “Comitato OPC”).

Al fine di rendere il proprio parere, il Comitato OPC, in occasione della prima riunione tenutasi il 6 giugno 2017, ha nominato quale esperto indipendente di propria scelta Deloitte Financial Advisory S.r.l. (“Deloitte”, insieme a JP Morgan gli “Advisor Finanziari”), dando incarico al medesimo di (i) individuare un prezzo per la compravendita delle partecipazioni in Linear e Unisalute ritenuto congruo, da determinarsi sulla base di *range* di valori calcolati da Deloitte - per ciascuna partecipazione - applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e (ii) rilasciare apposite *fairness opinion* sul prezzo finale individuato, ove quest’ultimo ricada all’interno dei *range* individuati ai sensi del precedente punto (i).

Inoltre, il Comitato OPC ha deliberato di volersi avvalere anche del supporto dell’*advisor* chiamato a verificare e confermare la congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate nell’ambito dell’Operazione e, più in generale, dell’intero processo valutativo svolto, validando la correttezza metodologica dell’intero processo, anche in concreto alla luce dei risultati raggiunti.

Ciò premesso, la Società ha affidato allo Studio Laghi (lo “Studio”) l’incarico di assistere il Consiglio di Amministrazione e il Comitato OPC nell’ambito dell’Operazione al fine di fornire un parere professionale (il “Parere”) su:

- i) la congruità dei principi e dei metodi di stima, applicati dagli Advisor Finanziari, rispetto agli *standard* utilizzati nella prassi per operazioni simili;
- ii) l’adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime rispetto agli *standard* di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili.

Il Parere è da considerarsi confidenziale e indirizzato e destinato esclusivamente ai membri del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC al solo scopo di valutare l’Operazione con riferimento ai profili dianzi specificati e non dovrà essere utilizzato come riferimento da alcun azionista della Società o altra persona, fatta esclusione dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC.

Lo Studio agisce per conto dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC e per nessun altro in relazione all’Operazione e non sarà responsabile verso altri soggetti, fatta eccezione per i membri del Consiglio di Amministrazione e del Comitato OPC per quanto concerne il rilascio del Parere.

Lo scrivente precisa: (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell’Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all’Operazione; (ii) di essere stato incaricato dal Consiglio di Amministrazione e dal Comitato OPC di rendere un parere circa l’Operazione; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali di Unipol né di UnipolSai o di

soggetti che le controllano, né in alcuna delle società controllate o soggette a comune controllo con Unipol o UnipolSai; (iv) di non essere legato a Unipol, né ad UnipolSai, né ai soggetti che le controllano, né a coloro che hanno interesse all'Operazione da rapporti di natura personale o professionale tali da compromettere l'indipendenza del giudizio.

Ai fini della redazione del Parere sono stati oggetto di esame:

- la relazione denominata "Progetto Lego" redatta da Deloitte in data 26 giugno 2017 (la "Relazione Deloitte");
- la relazione denominata "Project Lego" redatta da JP Morgan in data 23 giugno 2017 (la "Relazione JPM" e, unitamente alla Relazione Deloitte, le "Relazioni");
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 delle Compagnie;
- moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 delle Compagnie;
- il "Business Plan 2017-2021" di Linear approvato dal Consiglio di Amministrazione di Linear in data 16 marzo 2017 (il "Piano Linear");
- il "Business Plan 2017-2021" di Unisalute approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unisalute in data 16 marzo 2017 (il "Piano Unisalute" e, unitamente al Piano Linear, i "Piani");
- la relazione "ORSA" sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol (estratto contenente le proiezioni di Solvency Capital Requirement 2017-2019 delle Compagnie);
- le proiezioni 2020 e 2021 del Solvency Capital Requirement (SCR) delle Compagnie predisposte da Unipol;
- la "Management Presentation" di Unisalute del 16 giugno 2017;
- le relazioni dell'attuario revisore di Unisalute al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014;
- le relazioni della funzione attuariale di Linear al 31 dicembre 2016;
- le relazioni dell'attuario revisore e dell'attuario incaricato di Linear al 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014;
- dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario Bloomberg;
- altre informazioni ed elementi utili ai fini della redazione del Parere.

Si precisa inoltre che nel corso dello svolgimento delle attività propedeutiche al rilascio del Parere sono stati effettuati incontri con il *management* di Unipol e di UnipolSai e con gli Advisor Finanziari volti a chiarire la base informativa e comprendere le assunzioni poste alla base dei Piani e delle stime effettuate.

Nel seguito, dopo avere specificato i presupposti e i limiti di svolgimento dell'incarico (cap. 2), vengono descritti brevemente i principi, i metodi di stima e i criteri applicativi

presi a riferimento dagli Advisor Finanziari ai fini della stima di Linear e di Unisalute (cap. 3); successivamente, si riportano le risultanze delle analisi condotte al fine di verificare la congruità dei principi e dei metodi di stima e l'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari (cap. 4); infine, nel cap. 5 sono illustrate le conclusioni raggiunte all'esito delle analisi effettuate.

2. I PRESUPPOSTI E I LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Le conclusioni del Parere devono essere interpretate alla luce dei presupposti e delle limitazioni nel seguito riepilogati:

- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo del Parere sono state fornite dalla Società; si è fatto affidamento su tali informazioni senza procedere ad una verifica indipendente sull'accuratezza e completezza delle medesime;
- lo Studio Laghi, dal momento che non è stato effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- il Parere è stato redatto nel presupposto che la Società abbia messo a disposizione dello Studio Laghi tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza che avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non accurate o fuorvianti;
- nulla di quanto esposto nel Parere può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento della Società, né delle altre società coinvolte nell'Operazione, né del prezzo al quale titoli azionari od altri strumenti finanziari da queste ultime emessi potranno essere scambiati;
- eventi che si verificano successivamente alla data di riferimento delle analisi potrebbero influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo Studio Laghi non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;
- le conclusioni alle quali si è pervenuti all'esito delle analisi valutative sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nel Parere e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- i dati, le informazioni, le stime e le proiezioni considerate nel Parere non potranno essere utilizzati per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- ai fini dello svolgimento delle attività di cui all'Offerta non si risponde delle attività di consulenza svolte da altri consulenti o altri soggetti;
- le analisi valutative sono state effettuate nel presupposto che l'Operazione sarà perfezionata secondo i termini e le condizioni comunicate allo Studio Laghi all'epoca di redazione del Parere, assumendo parimenti che le eventuali

autorizzazioni necessarie per realizzare l'Operazione saranno acquisite entro le tempistiche appropriate e senza alcun pregiudizio per la Società;

- il Parere non contiene valutazioni di merito sull'Operazione rispetto ad altre operazioni alternative, né conterrà valutazioni relative alla fattibilità o disponibilità di tali operazioni alternative. Il Parere non esamina le motivazioni industriali, strategiche, finanziarie o diverse sulla cui base l'Operazione verrà strutturata e potrebbe essere realizzata.

Si precisa altresì che il Parere è stato reso avendo riferimento a metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. Ciascuna metodologia considerata presenta limiti specifici e di conseguenza si è ritenuto opportuno esprimere il giudizio richiesto sulla base di un processo di valutazione che, in sintesi ragionata, tenesse conto delle risultanze delle metodologie di analisi e valutazione adottate.

3. I PRINCIPI, I METODI DI STIMA E I CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI

Nel presente paragrafo si riepilogano i principi, i metodi e i criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari ai fini della stima del valore economico di Linear e di Unisalute nell'ambito dell'Operazione.

Come precisato nelle rispettive relazioni (Relazione Linear e Relazione Unisalute), entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno fare riferimento alle seguenti metodologie e analisi valutative:

- i) Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital* (il "DDM"), quale metodologia principale;
- ii) metodo diretto basato sui multipli di mercato, quale metodologia di controllo;
- iii) metodo della regressione lineare tra il rapporto *Price/Book Value* (P/BV) e il *Return on Equity* (ROE), quale metodologia di controllo;
- iv) metodo diretto basato sui multipli relativi ad un paniere di transazioni comparabili all'Operazione, quale metodologia di controllo.

Nel prosieguo si analizzano le specificità relative a ciascuna delle analisi valutative effettuate dagli Advisor Finanziari di cui al precedente elenco.

3.1. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital*

Con riferimento al Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital* - di cui al punto *sub i*) del precedente elenco -, si osserva che entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno applicare tale modello quale metodologia di stima principale sulla base dei valori economici, finanziari e patrimoniali attesi di ciascuna società riportati nei rispettivi *business plan* 2017-2021 (in particolare, il Piano Linear e il Piano Unisalute) e situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2016.

Il DDM eguaglia il valore economico di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi di dividendo attesi comprensivi dei flussi di *excess capital* disponibili per ogni singolo esercizio che consentono al complesso aziendale di rispettare determinati *target* patrimoniali, comunque non inferiori ai requisiti minimi imposti dalla disciplina di riferimento ("Dividendi Attesi").

La stima dei flussi di Dividendi Attesi per il periodo di previsione esplicita è stata effettuata avendo riferimento ai valori di dividendo attesi risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale, rettificati per tenere conto di quanto teoricamente distribuibile al fine di garantire un livello di patrimonializzazione adeguato a "finanziare" lo sviluppo e coerente con gli obiettivi individuati dal *management* aziendale, comunque nel rispetto dei requisiti definiti dalle Autorità di Vigilanza.

La formula di calcolo adottata ai fini dell'applicazione del DDM nella versione c.d. *excess capital* è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + \frac{VT}{(1+i)^n} + EC$$

dove:

W è il valore della società;

$\sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t}$ è la somma del valore attuale dei flussi di Dividendo Attesi (DIV_t) per il periodo di previsione esplicita comprensivi dei flussi di *excess capital* disponibili per ogni singolo esercizio che consentono alla società di rispettare valori *target* dei parametri relativi ai requisiti patrimoniali specifici del settore assicurativo;

$\frac{VT}{(1+i)^n}$ è il valore terminale (VT) della società attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

EC è il valore dell'*excess capital* alla data di riferimento della valutazione;

i è il costo del capitale proprio.

I Dividendi Attesi sono stati determinati sulla base del Piano, tenuto conto delle modalità applicative del modello di valutazione adottato.

Il costo del capitale proprio è stato calcolato dagli Advisor Finanziari avendo riferimento al metodo del *capital asset pricing model* per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i è il costo del capitale proprio;

i_1 è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio;

i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (Capital Asset Pricing Model) nella versione c.d. *extended*, ovvero considerando - in alcuni casi - una componente additiva volta a considerare un premio per i rischi specifici dell'entità. Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il coefficiente *beta* (che rappresenta una misura relativa del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale in oggetto rispetto alla media del proprio settore di riferimento) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1). In formula:

$$i_2 = \beta(R_m - i_1)$$

3.2. Il metodo diretto basato sui multipli di mercato

Con riferimento al metodo diretto basato sui multipli di mercato - di cui al punto *sub ii*) del precedente elenco -, entrambi gli Advisor Finanziari hanno optato per un

approccio di tipo *equity*. In particolare, i moltiplicatori considerati ai fini della stima di Linear e di Unisalute sono il *Price/Book Value* (P/BV) e il *Price/Earnings* (P/E).

I metodi di mercato stimano il capitale economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione. Le metodologie in esame si distinguono in metodi fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

Con riferimento all'approccio di tipo *equity*, si precisa che la formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata su metodi diretti è la seguente:

$$W = Molt_s \cdot k_t + VBA = \left(\frac{P}{k}\right)_s \cdot k_t + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$Molt_s$ ovvero $\left(\frac{P}{k}\right)_s$ è il moltiplicatore costruito in relazione a un campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

k_t è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore di $Molt_s$;

VBA è il valore dei beni accessori⁽¹⁾.

I metodi di stima basate sui prezzi di mercato di società i cui titoli sono oggetto di negoziazione sui mercati regolamentati ovvero di transazioni tra parti indipendenti (c.d. metodi di mercato) rientrano tra le c.d. "metodologie alternative". Sebbene sotto un profilo concettuale tali metodologie non portino all'individuazione del valore economico di un'attività, ma piuttosto alla stima del suo "prezzo probabile" - intendendosi con tale espressione il prezzo al quale ragionevolmente si potrebbe ritenere di negoziare l'impresa oggetto di valutazione -, talora vengono impiegate in sostituzione del (o in affiancamento al) metodo fondamentale, ovvero a quelli alternativi.

¹ Al riguardo, si precisa che il valore economico calcolato con i metodi diretti prescinde dall'esistenza nel patrimonio del complesso aziendale da valutare di eventuali beni accessori (partecipazioni, immobili non strumentali, crediti finanziari, investimenti temporanei di liquidità, cassa eccedente) che, pertanto, devono essere valutati separatamente rispetto al complesso aziendale, applicando criteri *ad hoc*.

3.3. Il metodo della regressione lineare tra il *Price/Book Value* e il *Return on Equity*

Nell'ambito delle metodologie di controllo adottate dagli Advisor Finanziari rientra anche il metodo della regressione lineare tra il rapporto *Price/Book Value* (P/BV) e il *Return on Equity* (ROE) (la "Regressione") - di cui al punto *sub iii*) del precedente elenco, che rappresenta uno dei principali metodi valutativi basati sulle evidenze di mercato.

In particolare, tale metodo costituisce un affinamento della metodologia dei multipli diretti finalizzata a determinare una statistica di mercato del moltiplicatore P/BV tenendo in considerazione anche le differenze esistenti a livello di redditività del capitale proprio sia all'interno del campione di imprese comparabili selezionate, sia tra queste ultime e il complesso aziendale oggetto di valutazione.

Ciò costituisce un affinamento rispetto al metodo dei multipli in quanto, in luogo di prendere a riferimento un valore medio/mediano campionario del rapporto P/BV, il valore di tale moltiplicatore viene determinato in due fasi:

1. stima di una retta di regressione univariata tra la variabile dipendente (P/BV) e la variabile indipendente ROE, sulla base delle osservazioni riferite al campione di società comparabili individuato. In formula, per una determinata data di riferimento (per ciascuna impresa comparabile selezionata i):

$$(P/BV)_i = \alpha + \beta \cdot ROE_i + \varepsilon_i$$

La stima dei parametri della regressione (α e β) è generalmente effettuata mediante il metodo dei minimi quadrati (*ordinary least squares*). Condizione necessaria al fine di potere procedere con la fase successiva è la verifica della significatività statistica della regressione stimata, nonché delle principali assunzioni sottese alla procedura di stima impiegata.

2. calcolo del valore del multiplo P/BV applicabile per la stima del complesso aziendale in esame sulla base dei parametri della regressione stimati ($\hat{\alpha}$ e $\hat{\beta}$) in funzione del valore del ROE del medesimo complesso aziendale (ROE_t). In formula:

$$(P/BV)_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot ROE_t$$

Una volta determinato il valore del moltiplicatore P/BV applicabile per la specifica valutazione da effettuare ($(P/BV)_t$), la formula di stima del complesso aziendale in esame è la medesima che caratterizza l'approccio di tipo *equity* del metodo diretto dei multipli di mercato basato sul moltiplicatore P/BV:

$$W = (P/BV)_t \cdot BV_t + VBA$$

dove :

W è il valore del complesso aziendale oggetto di stima alla data di riferimento della valutazione;

- $(P/BV)_t$ è il moltiplicatore applicabile per la stima al complesso aziendale in esame, determinato mediante il metodo della retta di regressione;
- BV_t è il valore del patrimonio netto del complesso aziendale oggetto di stima;
- VBA è il valore di mercato degli eventuali beni accessori alla data di riferimento della valutazione.

3.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili

Con riferimento al metodo diretto basato sui multipli relativi ad un paniere di transazioni comparabili all'Operazione - di cui al punto *sub iv*) del precedente elenco - si osserva che tale metodologia è stata adottata da entrambi gli Advisor Finanziari ai fini della verifica delle risultanze della metodologia valutativa principale.

Al pari di quanto effettuato in sede di applicazione del metodo dei multipli di borsa, anche ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto gli Advisor Finanziari hanno optato per un approccio di tipo *equity*. In particolare, i moltiplicatori considerati ai fini della stima delle Compagnie sono il *Price/Book Value* (P/BV) e il *Price/Earnings* (P/E).

A livello tecnico-matematico, il metodo coincide con quello diretto dei multipli di mercato, al quale si rinvia per una descrizione delle formule di calcolo.

Il metodo in oggetto si differenzia da quello basato sui multipli di borsa in quanto i moltiplicatori - e, in particolare, con riferimento ai multipli individuati dagli Advisor Finanziari nel caso di specie, la grandezza "prezzo" posta al numeratore di questi ultimi -, in luogo di essere calcolati sulla base delle quotazioni di borsa riferite ad un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione, sono determinati sulla base dei valori di prezzo ai quali sono state realizzate transazioni di compravendita di complessi aziendali (o quote di complessi aziendali) comparabili a quest'ultima.

4. OSSERVAZIONI IN MERITO AI PRINCIPI, AI METODI E AI CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI

Nel presente capitolo si analizzano le metodologie valutative e i criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari ai fini della stima del valore economico di Linear e di Unisalute nell'ambito dell'Operazione descritti in precedenza.

In particolare, in linea con l'oggetto del Parere, nei paragrafi che seguono si esaminano:

- in primo luogo, i principi e le specificità relativi a ciascun metodo selezionato al fine di esprimere un parere in merito alla congruità di quest'ultimo, e
- in secondo luogo, l'iter applicativo di ciascun metodo utilizzato dagli Advisor Finanziari al fine di esprimere un parere in merito all'adeguatezza delle analisi da questi ultimi svolte,

tenendo conto, tra l'altro, delle caratteristiche dell'Operazione e delle prassi di settore.

Si precisa che il Parere è stato reso tenendo conto della circostanza che i metodi valutativi e i singoli parametri utilizzati ai fini dell'applicazione degli stessi costituiscono parte inscindibile di un processo unitario volto all'individuazione dell'intervallo di valori che, in sintesi ragionata, in un determinato momento temporale, anche tenuto conto degli andamenti di mercato, si ritiene possa rappresentare il *range* di valore congruo rispettivamente di Linear e di Unisalute. Ne consegue che il giudizio espresso nel Parere è un giudizio che riguarda, nel complesso, i principi, i metodi e i criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari, l'iter applicativo di ciascun metodo utilizzato dagli Advisor Finanziari, nonché le risultanze di tale processo e non già le singole e puntuali scelte effettuate dagli Advisor Finanziari, atteso che, come anticipato, tali scelte, per essere opportunamente apprezzate, devono essere considerate nella prospettiva del risultato finale della stima effettuata.

4.1. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital*

Con riferimento al Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital*, si osserva che entrambi gli Advisor Finanziari hanno individuato il valore di Linear e di Unisalute avendo riferimento a una configurazione di valore che tende a replicarne il valore fondamentale di lungo termine nella prospettiva di realizzo dei rispettivi Piani, tenendo peraltro conto anche della necessità di adeguata patrimonializzazione di tali società oltre ai livelli minimi regolamentari, nonché, almeno in parte, delle dinamiche di mercato del settore assicurativo.

L'adozione di una metodologia fondamentale - quale il DDM - risulta condivisibile alla luce della circostanza che tali metodiche valutative costituiscono le metodologie maggiormente utilizzate nella prassi professionale per la stima di valori di compagnie assicurative - oltre che di banche e intermediari finanziari - in operazioni straordinarie sul capitale delle società. Ciò in quanto tali metodologie valutative consentono di esprimere il valore di una impresa assicurativa in funzione della sua capacità di

generare flussi di cassa prospettici attesi dall'implementazione dei piani e programmi definiti dal *management*. Si tratta pertanto di metodologie di stima razionali, di generale applicazione e affidabili nella misura in cui il piano aziendale rifletta assunzioni realistiche sulle prospettive di *business* dell'attività assicurativa.

Inoltre, stante la disponibilità delle informazioni e dei dati previsionali necessari per l'applicazione di un metodo valutativo di tipo fondamentale (quale il DDM) per entrambe le Compagnie, risulta condivisibile, oltre che coerente, la scelta degli Advisor Finanziari di applicare il DDM sulla base delle previsioni contenute, tra l'altro, nel Piano Linear e nel Piano Unisalute.

°_°_°

Relativamente all'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari, si osserva quanto segue.

Con riferimento ai principali parametri valutativi del metodo DDM, si osserva che, sebbene si riscontrino differenze dovute, in parte, ad inevitabili elementi di soggettività a livello di scelte tecnico-applicative operate rispettivamente da JP Morgan e da Deloitte, gli Advisor Finanziari sono giunti alla determinazione di valori del costo del capitale proprio di Linear e di Unisalute sostanzialmente allineati tra loro e coerenti con le attuali evidenze di mercato e le caratteristiche di ciascuna Compagnia. Tali stime risultano condivisibili anche a livello metodologico, atteso che sono state determinate sulla base di metodi consolidati in dottrina e ampiamente utilizzati nella prassi professionale.

Le stime dei due Advisor Finanziari risultano inoltre allineate in termini di assunzioni circa il tasso di crescita dei flussi economico-finanziari di lungo termine, il cui valore ipotizzato appare condivisibile alla luce dei valori dell'inflazione attesi nel medio-lungo termine nel contesto europeo.

Infine, risulta condivisibile la scelta operata ai fini della determinazione dei valori *target* di capitale considerati per quantificare i flussi di *deficit/excess capital* relativi a ciascun esercizio del periodo di previsione, atteso che entrambi gli Advisor Finanziari, in un'ottica prudentiale e più aderente alla realtà di settore, hanno optato per l'adozione di un coefficiente moltiplicativo del *Solvency Capital Requirement* (il "Coefficiente SCR") superiore all'unità.

Nel complesso, l'insieme di assunzioni effettuate da ciascun Advisor Finanziario a livello di parametri del metodo DDM appare condivisibile anche alla luce della circostanza che, come precisato in precedenza, tali parametri costituiscono parte inscindibile di un processo unitario volto all'individuazione dell'intervallo di valori che, in sintesi ragionata, in un determinato momento temporale, anche tenuto conto degli andamenti di mercato, si ritiene possa rappresentare il *range* di valore congruo di ciascuna Compagnia.

Rileva infine osservare che le stime intervallari del metodo DDM sono state determinate dagli Advisor Finanziari mediante lo svolgimento di analisi di sensitività sui valori del costo del capitale proprio, del tasso di crescita di lungo termine e/o del

Coefficiente SCR. Tale *iter* appare condivisibile sia da un punto di vista metodologico, in quanto basato su scenari di valore relativi ai principali parametri del metodo in oggetto, sia da un punto di vista applicativo, atteso che risulta congrua l'entità delle oscillazioni ipotizzate per ciascun parametro.

4.2. Il metodo diretto basato sui multipli di mercato

La decisione degli Advisor Finanziari di effettuare una valutazione di controllo utilizzando un metodo basato su multipli di mercato appare condivisibile in quanto volta ad apprezzare il valore *stand alone* delle Compagnie avendo riferimento a dati esogeni di mercato, quali la valorizzazione oggi riconosciuta a campioni di società ritenute ragionevolmente comparabili a Linear e a Unisalute.

Nell'ambito dei metodi basati sui multipli di mercato appare inoltre condivisibile la scelta degli Advisor Finanziari di adottare un approccio di tipo *equity* utilizzando i multipli *Price/Book Value* (P/BV) e *Price/Earnings* (P/E). Ciò in quanto, oltre ad un ampio consenso a livello dottrinale, in ambito professionale si riscontra un utilizzo frequente di tali moltiplicatori per effettuare valutazioni di entità analoghe a quelle in oggetto.

Va precisato che il mancato riferimento ai dati di quotazione delle Compagnie risulta motivato dalla circostanza che tali società non presentano titoli azionari quotati su mercato regolamentati ufficiali.

°_°_°

Relativamente all'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari, si osserva quanto segue.

Le scelte degli Advisor Finanziari risultano allineate relativamente alla decisione di applicare il multiplo P/E per la stima di entrambe le Compagnie, nonché di escludere l'utilizzo del multiplo P/BV per la valutazione di Unisalute.

Come dianzi osservato, l'adozione del *ratio* P/E appare condivisibile ai fini della valorizzazione delle Compagnie, atteso che tale metodo di stima - che tiene in considerazione i risultati economici correnti e/o attesi della società *target* - risulta fondata dal punto di vista della *ratio* economico-valutativa e trova ampio riscontro nelle prassi professionali per la valutazione di società finanziarie e assicurative.

L'esclusione del multiplo P/BV per la valutazione di Unisalute appare giustificata dalla circostanza che quest'ultima è caratterizzata da una redditività corrente e prospettica che si discosta in misura rilevante rispetto ai livelli di redditività dei propri *competitor*. Infatti, tenuto conto del differenziale osservabile tra Unisalute e le relative società comparabili in termini di rapporto tra il *book value* e la redditività della società (ROE), è ragionevole ritenere che l'applicazione del *book value* di Unisalute ad una statistica media di mercato del multiplo P/BV non consentirebbe di rifletterne l'effettivo (maggiore) valore connesso alle prospettive reddituali di tale Compagnia.

Relativamente all'utilizzo o meno del multiplo P/BV per la stima di Linear e ad altri dettagli di natura applicativa, pur riscontrandosi talune differenze tra i due Advisor Finanziari, appare ragionevole ritenere che queste ultime siano riconducibili ad inevitabili elementi di soggettività insiti nell'applicazione del metodo dei multipli diretti di mercato.

4.3. Il metodo della regressione lineare tra il *Price/Book Value* e il *Return on Equity*

Relativamente alla Regressione è da osservarsi, *in primis*, che tale metodo è stato adottato da entrambi gli Advisor Finanziari ai fini della verifica delle stime ottenute con la metodologia principale unicamente per Unisalute, mentre non ha trovato applicazione per la verifica del valore stimato di Linear.

Tale differenza metodologica appare condivisibile alla luce delle considerazioni di seguito esposte.

La metodologia della Regressione - nella versione applicata nel caso di specie dagli Advisor Finanziari - costituisce una tecnica valutativa volta a stimare il multiplo P/BV tenendo conto del rapporto esistente tra la redditività dell'impresa oggetto di valutazione e la redditività media delle imprese comparabili a quest'ultima, misurata in termini di ROE. Tale tecnica si distingue dalla metodologia dei multipli diretti di mercato in quanto, in luogo di stimare il *ratio* P/BV mediante una misura di tendenza centrale della distribuzione delle relative osservazioni campionarie⁽²⁾ - ovvero non considerando eventuali differenze (od assumendo implicitamente una sostanziale coincidenza) tra la redditività dell'impresa *target* e quella delle società comparabili selezionate -, è volta a individuare una relazione lineare tra il valore del multiplo P/BV e il valore del *Return on Equity*. Una volta identificata un'eventuale relazione significativa tra tali grandezze, è possibile utilizzare i relativi parametri per calcolare il multiplo P/BV teorico (ovvero in linea con il mercato) dell'impresa *target* in funzione della sua specifica redditività.

Alla luce di tali considerazioni, risulta evidente come l'adozione del metodo della Regressione trovi un fondamento logico-economico nei casi in cui i livelli di redditività dell'impresa oggetto di valutazione si discostino dai valori medi di settore in una misura tale da rendere non applicabile in via diretta un valore medio dei multipli P/BV riferiti alle società comparabili, atteso che l'applicazione a tale statistica del *book value* della società *target* non consentirebbe di rifletterne il maggiore o minore valore connesso alle peculiari prospettive reddituali dell'impresa in oggetto.

Nel caso di specie, come osservato in precedenza, Unisalute presenta una elevata redditività corrente e prospettica che si discosta in misura rilevante rispetto ai livelli di redditività dei propri *competitor*. Diversamente, la redditività di Linear non risulta

² Tra le misure di tendenza centrali maggiormente utilizzate a tale fine nella prassi professionali rientrano la media, la mediana o statistiche medie c.d. *trimmed* o "*winsorizzate*". Si precisa che nel prosieguo del Parere, ove non diversamente specificato, con il termine "*media*" si intende fare riferimento ad una generica misura di tendenza centrale.

significativamente differente rispetto ai valori medi riferiti al relativo campione di società comparabili⁽³⁾.

Appare dunque condivisibile la scelta degli Advisor Finanziari di applicare il metodo della Regressione al fine di verificare le risultanze delle stime fondamentali relative alla sola Unisalute, in considerazione della circostanza che la redditività di tale compagnia assicurativa risulta più elevata in misura non trascurabile rispetto ai valori medi di settore.

Tale scelta risulta inoltre coerente con quanto svolto in sede di applicazione del metodo dei multipli diretti di mercato, atteso che per Linear è stato utilizzato, tra l'altro, il multiplo di mercato P/BV - senza ricorrere alla Regressione -, mentre per Unisalute è stato adottato il solo multiplo P/E - e del *ratio* P/BV è stato adottato solo il valore stimato mediante la tecnica della Regressione.

°_°_°

Relativamente all'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari, si osserva quanto segue.

Le analisi svolte ai fini della stima dei coefficienti della retta di regressione risultano, per entrambi gli Advisor Finanziari, coerenti in termini di base informativa utilizzata, atteso che i campioni di società considerati a tale fine sono i medesimi utilizzati per la determinazione del costo del capitale di Unisalute considerato ai fini dell'applicazione della metodologia valutativa principale.

Le risultanze dell'analisi di regressione risultano inoltre fondate a livello di capacità esplicativa del modello stimato.

4.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili

Il Progetto e, in particolare, la Fase 1, presenta caratteristiche peculiari in termini, tra l'altro, di settore merceologico delle Compagnie coinvolte tali per cui non appare agevole identificare un campione di transazioni altamente comparabili all'Operazione realizzate che siano state realizzate nel periodo recente e nel contesto socio-economico di riferimento delle Compagnie.

Gli Advisor Finanziari hanno applicato la metodologia in oggetto a titolo di controllo del metodo fondamentale, riscontrando valori sostanzialmente in linea con quelli risultanti dall'applicazione del metodo DDM.

La scelta degli Advisor Finanziari di utilizzare il metodo delle transazioni comparabili appare condivisibile alla luce principalmente di due considerazioni.

³ Si precisa altresì che il metodo della Regressione risulta meno appropriato rispetto ad altre metodologie ai fini della valutazione di Linear in considerazione del processo di *turnaround* societario attualmente in corso e annessi impatti sui valori reddituali correnti della società.

In primo luogo, da un punto di vista economico-valutativo è condivisibile la scelta di non escludere la metodologia in oggetto, optando per la sua applicazione con annessa evidenziazione dei limiti connessi, tra l'altro, alla comparabilità contenuta delle transazioni identificate a tale fine. Ciò in quanto, essendo una metodologia di controllo - e non la metodologia principale -, che peraltro si aggiunge ad altre due metodologie di controllo (multipli di borsa e Regressione), è ragionevole ritenere che le risultanze derivanti dalla sua applicazione, sebbene siano da valutarsi alla luce delle limitazioni dianzi esposte, possano costituire un elemento informativo utile ai fini di una valutazione d'insieme dei termini economici dell'Operazione.

In secondo luogo, con riferimento al tema della *compliance* alle disposizioni delle Autorità competenti, tale scelta appare in linea con le previsioni di Consob di cui alla Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e ss.mm.ii. (il "Regolamento Operazioni con Parti Correlate") secondo cui "[n]ei casi in cui le società con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (...) pongano in essere operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, il documento informativo previsto dall'articolo 5 deve riportare", tra l'altro, informazioni in merito alle "[m]odalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" (cfr. Regolamento Operazioni con Parti Correlate, allegato 4, p. 1).

5. CONCLUSIONI

In conclusione, sulla base di quanto sopra evidenziato e all'esito delle analisi effettuate, appare ragionevole ritenere che, alla data del Parere, i principi e i metodi di stima applicati dagli Advisor Finanziari siano congrui e che i criteri applicativi di fondo assunti nelle stime, tenuto conto anche delle informazioni disponibili, siano adeguati rispetto agli *standard* di prassi.

°_°_°

Nel ringraziare per la fiducia accordata, si porgono i migliori saluti.

Roma, 29 giugno 2017

Studio Laghi S.r.l.


UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Sede Legale:
via Stalingrado, 45
40128 Bologna (Italia)
unipolsaiassicurazioni@pec.unipol.it
tel. +39 051 5077111
fax +39 051 7096584

Capitale sociale i.v. Euro 2.031.456.338,00
Registro delle Imprese di Bologna
C.F. e P. IVA 00818570012
R.E.A. 511469

Società soggetta all'attività
di direzione e coordinamento
di Unipol Gruppo S.p.A.,
iscritta all'Albo Imprese
di Assicurazione e riassicurazione
Sez. I al n. 1.00006 e facente parte
del Gruppo Assicurativo Unipol
iscritto all'Albo delle società
capogruppo al n. 046

unipolsai.com
unipolsai.it



UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Sede Legale
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna

unipolsai.com
unipolsai.it