

INFORMATION DOCUMENT CONCERNING RELATED-PARTY TRANSACTIONS OF GREATER RELEVANCE

prepared pursuant to Article 5 of the Consob Regulation
no. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended
with resolution no. 17389 of 23 June 2010

ACQUISITION

by **UnipolSai Assicurazioni S.p.A**
of the stakes held by **Unipol Gruppo S.p.A.**
in **Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A.** and **UniSalute S.p.A.**

7 July 2017

INFORMATION DOCUMENT
CONCERNING RELATED-PARTY TRANSACTIONS
OF GREATER RELEVANCE

**prepared pursuant to Article 5 of the Regulation adopted by Consob with Resolution
No. 17221 of 12 March 2010 as subsequently amended**

**ACQUISITION BY UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.
OF THE STAKES HELD BY UNIPOL GRUPPO S.P.A.
IN COMPAGNIA ASSICURATRICE LINEAR S.P.A. AND UNISALUTE S.P.A.**

This Information Document has been made available to the public at the Registered Office of UnipolSai Assicurazioni S.p.A., on the authorised storage mechanism eMarket Storage (www.emarketstorage.com) and on the website of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (www.unipolsai.com) under the *Governance/Related-Party Transaction* section.

Disclaimer to the English Translation

This Information Document contains an unofficial and courtesy English language translation (the "Translation") of substantially all of the official Information Document concerning related-party transactions of greater relevance prepared in the Italian language for the purposes of the acquisition by Unipolsai Assicurazioni S.p.A. of the stakes held by Unipol Gruppo S.p.A. in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. and Unisalute S.p.A., which was published on respective website of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (www.unipolsai.com) under the Governance/Related-Party Transaction section on July 7, 2017. This document does not include the translation of the documents listed in the Annexes - except from the Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. by the financial advisor JP Morgan regarding the financial fairness of Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. price and Unisalute S.p.A. price, being the original text of the same in the English language - which are included in the original Italian version of the Information Document.

In the event of any ambiguity about the meaning of certain translated terms or of any discrepancy between the Italian Information Document and the Translation, the Italian Information Document shall prevail.

CONTENTS

DEFINITIONS	4
INTRODUCTION	9
1. WARNINGS	10
1.1. Risks related to potential conflicts of interest arising from the Transaction	10
2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION	12
2.1. Characteristics, procedures, terms and conditions of the Transaction	12
2.2. Related parties involved in the transaction, nature of the relation, nature and scope of the interest of such parties in the Transaction	13
2.3. Economic reasons and convenience of the Transaction for the Company	14
2.4. Methods for determining the Consideration and assessment of fairness in relation to market values for similar transactions	15
2.5. Illustration of the economic and financial effects of the Transaction	20
2.6. Impact of the Transaction on the remuneration of the members of the management body of the Company and/or of its subsidiaries	22
2.7. Any members of the management and control bodies, general managers and executives of the Company involved in the Transaction	23
2.8. Transaction approval procedure	23
2.9. Aggregation of transactions pursuant to Article 5, Paragraph 2, of the Consob Regulation	25
3. STATEMENT OF THE MANAGER IN CHARGE OF FINANCIAL REPORTING	27
4. ANNEXES	28

DEFINITIONS

Below is a list of the main terms used in this information document (the “**Information Document**”):

Framework Agreement	The framework agreement signed on 30 June 2017 between Unipol and UnipolSai aimed at regulating the main terms and conditions for the implementation of the Project.
Arca Vita	Arca Vita S.p.A., joint venture in the bancassurance business established with the distribution banks of the group headed by BPER Banca S.p.A. and with Banca Popolare di Sondrio S.p.A., with registered office in Verona, Via Del Fante 21, enrolled with the Verona Companies’ Register, registration number and tax code 01947090237, enrolled with the Register of Insurance and Reinsurance Companies Section I under No. 1.00082, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.
RPT Committee	The related-party transaction committee of UnipolSai.
Acquisition Agreements	The Linear Acquisition Agreement and the UniSalute Acquisition Agreement.
Linear Acquisition Agreement	The acquisition agreement signed on 30 June 2017 between Unipol and UnipolSai, which - in implementation of the Project and the Framework Agreement - regulates the terms and conditions of the acquisition by UnipolSai of the Linear Stake held by Unipol.
UniSalute Acquisition Agreement	The acquisition agreement signed on 30 June 2017, between Unipol and UnipolSai, which - in implementation of the Project and the Framework Agreement - regulates the terms and conditions for the acquisition by UnipolSai of the UniSalute Stake, as well as, indirectly, of the UniSalute Servizi Shareholding, held by Unipol.
Deloitte	Deloitte Financial Advisory S.r.l., appointed as independent expert in order to assist the RPT Committee and to issue a specific opinion on the financial fairness - also in relation to similar acquisition transactions occurring on the insurance market - of the transfer price of the Linear Stake and the UniSalute Stake.

Independent Experts	Jointly, Deloitte, JP Morgan and Studio Laghi.
Legal Expert	BonelliErede law firm, appointed as legal expert in order to assist, inter alia, the RPT Committee and to express a professional opinion on the consistency and appropriateness of the terms and conditions of the Transaction in relation to applicable laws and regulations as well as market practices for similar transactions.
Unipol Group or Group	Unipol and the subsidiaries thereof pursuant to Article 93 of Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 as subsequently amended and supplemented.
UnipolSai Group	UnipolSai and the subsidiaries thereof pursuant to Article 93 of Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 as subsequently amended and supplemented.
Deloitte Fairness Opinions	Fairness opinions issued by Deloitte to support the RPT Committee from a financial standpoint, also in relation to market values, regarding the UniSalute Price and the Linear Price respectively, prepared in accordance with the best national and international standards.
JP Morgan Fairness Opinion	The fairness opinion issued by JP Morgan to support the Board of Directors of UnipolSai from a financial standpoint, regarding the Prices agreed within the scope of the Transaction, prepared in accordance with the best national and international standards.
Laghi Fairness Opinion	The fairness opinion regarding the principles and valuation methods and the basic application criteria adopted by Deloitte and JP Morgan for the preparation of their respective Fairness Opinions, in relation to the standards used in practice.
Fairness Opinions	Jointly, the Deloitte Fairness Opinions, the JP Morgan Fairness Opinion and the Laghi Fairness Opinion.
IVASS	Italian Insurance Supervisory Authority.
JP Morgan	JP Morgan appointed as independent expert in order to assist the Board of Directors of UnipolSai and to issue a specific opinion on the financial fairness of the Prices.
Linear	Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., with registered office in Bologna, Via Larga 8, enrolled with the Bologna Companies' Register, registration number and tax code 04260280377, enrolled with the Register of Insurance and Reinsurance Companies Section I under No. 1.00122,

	member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.
Transaction	The acquisition by UnipolSai of the UniSalute Stake (as well as, indirectly, the UniSalute Servizi Shareholding) and of the Linear Stake held by Unipol.
Linear Stake	The stake held by Unipol, equal to 19,300,000 ordinary shares with a par value of Euro 1.00 each, representing 100% of Linear share capital.
UniSalute Stake	The stake held by Unipol, equal to 17,242,993 ordinary shares with a par value of Euro 1.00 (one point zero zero) each, representing 98.53% of UniSalute share capital.
UniSalute Servizi Shareholding	The stake held by UniSalute, representing the entire share capital of UniSalute Servizi.
Prices	The Linear Price and the UniSalute Price.
Linear Price	Euro 160 million.
UniSalute Price	Euro 715 million.
RPT Procedure	The “ <i>Procedure for the implementation of transactions with related parties</i> ” adopted pursuant to Article 4 of the RPT Regulation (as defined below) by the Board of Directors of UnipolSai, in the version last approved on 6 October 2016 (available online at the following address: http://www.unipolsai.com/en/Governance/related-party-transactions/Pages/default.aspx).
Project	The project for the rationalisation of the insurance business of the Unipol Group through the concentration in UnipolSai - in one or more steps, provided that the conditions and assumptions are met - of all shareholdings in insurance companies currently held by Unipol, through the acquisition of the same.
Studio Laghi	Studio Laghi s.r.l., appointed as independent expert in order to provide the Board of Directors of UnipolSai and the RPT Committee a professional opinion on: <ul style="list-style-type: none"> (i) the fairness of the principles and valuation methods applied by Deloitte and JP Morgan, in relation to the standards used in practice for similar transactions; and (ii) the appropriateness of the basic application criteria

used for the estimates by Deloitte and JP Morgan in relation to the standards of practice.

Issuers' Regulation	The regulation adopted by CONSOB with resolution No. 11971 of 14 May 1999, as subsequently amended and supplemented.
RPT Regulation	The regulation adopted by CONSOB with resolution No. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended and supplemented, with provisions concerning related-party transactions.
UG or Unipol or the Seller	Unipol Gruppo S.p.A., with registered office in Bologna, Via Stalingrado 45, share capital of Euro 3,365,292,408.03 fully paid-in, enrolled with the Bologna Companies' Register, registration number and tax code 00284160371, parent company of the Unipol Insurance Group enrolled with the Register of Insurance Groups under No. 046, parent company of the Unipol Banking Group enrolled with the Register of Banking Groups under No. 20052.
UnipolSai or Acquirer or Company	UnipolSai Assicurazioni S.p.A., with registered office in Bologna, Via Stalingrado 45, share capital equal to Euro 2,031,456,338.00 fully paid-in, enrolled with the Bologna Companies' Register, registration number and tax code 00818570012, insurance company enrolled with the Register of Insurance and Reinsurance Companies Section I under No. 1.00006, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.
UniSalute	UniSalute S.p.A., with registered office in Bologna, Via Larga 8, enrolled with the Bologna Companies' Register, registration number and tax code 03843680376, enrolled with the Register of Insurance and Reinsurance Companies Section I under No. 1.00084, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and control by Unipol.
UniSalute Servizi	UniSalute Servizi S.p.A., with registered office in Bologna, Via Larga 8, enrolled with the Bologna Companies' Register, registration number and tax code 12209910152, member of the Unipol Insurance Group as an instrumental company and subject to management and coordination by Unipol.

INTRODUCTION

This Information Document concerns the Transaction, i.e. the acquisition by UnipolSai of the UniSalute Stake (as well as, indirectly, the UniSalute Servizi Shareholding) and of the Linear Stake, both held by the parent company Unipol and has been prepared by UnipolSai since such acquisitions, considered both individually and jointly, are deemed to be of greater relevance pursuant to the RPT Regulation and its RPT Procedure (for further details about the relevance indexes applied, please refer to paragraph 2.9 below).

The Transaction is part of a broader project being implemented by UnipolSai and Unipol, also involving the stake in Arca Vita held by the parent company Unipol, a Project that pursues the rationalisation of the Unipol Group's insurance business through the concentration under UnipolSai - in one or more steps, provided that the conditions and assumptions are met - of all shareholdings in insurance companies currently owned by Unipol, through the acquisition of the same (for further details about the Transaction, the Project and the related parties involved - i.e. UnipolSai and Unipol - please refer to paragraph 2.2 below).

The Board of Directors of the Company approved the Transaction on 29 June 2017 following the favourable opinion issued by the RPT Committee on 28 June 2017, pursuant to Article 9.1 of the RPT Procedure (for further details about the approval procedure of the Transaction, please refer to Paragraph 2.8 below).

This Information Document, published on 7 July 2017, has been made available to the public at the registered office of the Company in Bologna, Via Stalingrado 45, on the website of the Company, under the "*Governance/Transactions with related parties*" section of www.unipolsai.com.

The following documents are enclosed herewith: *(i)* the favourable opinion issued by the RPT Committee, to which the opinions of the independent expert Deloitte issued to the RPT Committee of UnipolSai regarding the financial fairness, also in relation to the market, of the UniSalute Price and the Linear Price are attached; *(ii)* the fairness opinion of JP Morgan issued to the Board of Directors of UnipolSai regarding the financial fairness of the UniSalute Price and the Linear Price; and *(iii)* the opinion issued by Studio Laghi to the Board of Directors and RPT Committee of UnipolSai regarding the fairness of the principles and valuation methods, as well as the consistency of the basic application criteria adopted for the estimates by Deloitte and JP Morgan with the standards of practice, also taking into account the information available.

1. WARNINGS

1.1. Risks related to potential conflicts of interest arising from the Transaction

The Transaction referred to herein is a transaction between related parties pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure, since the Acquirer UnipolSai is a subsidiary of the Seller Unipol, and subject to management and coordination by the latter (see paragraph 2.2 below).

Additionally, as at the date of this Information Document, the Boards of Directors of UnipolSai and Unipol are composed as follows.

UnipolSai

NAME	OFFICE
Cimbri Carlo (*)	Chairman
Cerchiali Fabio	Deputy Chairman
Stefanini Pierluigi (*)	Deputy Chairman
Berardini Francesco (*)	Director
Carletti Milva (**)	Director
Cattabiani Paolo (*)	Director
Cottignoli Lorenzo	Director
Dalle Rive Ernesto (*)	Director
Ghiglieno Giorgio (**)	Director
Giovetti Vittorio	Director
Masotti Massimo (**)	Director
Maugeri Maria Rosaria (**)	Director
Montagnani Maria Lilla (**)	Director
Picchi Nicla (**)	Director
Recchi Giuseppe (**)	Director
Righini Elisabetta (**)	Director
Tadolini Barbara (**)	Director
Vella Francesco (**)	Director

(*) Also serves on the Board of Directors of Unipol.

(**) Independent.

Unipol

NAME	OFFICE
Stefanini Pierluigi (*)	Chairman
Pasquariello Maria Antonietta (**)	Deputy Chairman
Cimbri Carlo (*)	MD, Group CEO and GM
Balducci Gianmaria (**)	Director
Berardini Francesco (*)	Director
Candini Silvia Elisabetta (**)	Director

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

(*) Also serves on the Board of Directors of UnipolSai.

(**) Independent.

In the resolution whereby the Board of Directors of UnipolSai approved the Project and the Transaction, the following Directors stated to have an interest pursuant to and in accordance with Article 2391 of the Italian Civil Code (for the reasons described below):

- **Carlo Cimbri**, Chairman of the Board of Directors of UnipolSai, since he also holds the office of Managing Director, Group CEO and General Manager of Unipol;
- **Pierluigi Stefanini**, Deputy Chairman of the Board of Directors of UnipolSai, since he also holds the office of Chairman of the Board of Directors of Unipol;
- **Francesco Berardini**, Director of UnipolSai, since he also holds the office of Director of Unipol;
- **Paolo Cattabiani**, Director of UnipolSai, since he also holds the office of Director of Unipol;
- **Ernesto Dalle Rive**, Director of UnipolSai, since he also holds the office of Director of Unipol.

It should also be noted that **Matteo Laterza** holds the office of General Manager for UnipolSai and General Manager of the Insurance Area at Unipol.

Without prejudice to the foregoing, taking into account the characteristics of the Project and the Transaction, UnipolSai considers that there are no particular risks related to potential conflicts of interest other than those typically inherent in related-party transactions. The activities related to the determination of the UniSalute Price and the Linear Price and the additional terms and conditions set forth in the

Framework Agreement and the Acquisition Agreements were carried out in accordance with the RPT Regulation and the RPT Procedure.

2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION

2.1. Characteristics, procedures, terms and conditions of the Transaction

The Transaction consists of two distinct shareholding acquisitions:

- the acquisition of the Linear Stake; and
- the acquisition of the UniSalute Stake.

Linear is the insurance company of the Unipol Group specialised in the direct sale (via online and call centre channels) of mainly MV products. The Linear Price is equal to Euro 160 million.

UniSalute is the insurance company of the Unipol Group specialised in the healthcare business (health and assistance segments) and owns 100% of UniSalute Servizi, a company mainly active in the provision of services in the areas of healthcare, wellbeing, illness and social welfare, as well as the establishment, organisation and management of outpatient clinics. The UniSalute Price is equal to Euro 715 million.

The Prices were negotiated by UnipolSai and Unipol within the price range determined by independent experts of proven professionalism, appointed by each of the parties, applying the valuation methods generally used in best Italian and international practice. For more information, please refer to Paragraph 2.4 below.

In order to regulate the Transaction, Unipol, in the capacity of Seller, and UnipolSai, in the capacity of Acquirer, signed the following on 30 June 2017:

- the Framework Agreement; and
- the Acquisition Agreements.

The Framework Agreement, in addition to describing the Project and its rationale from the perspective of both Unipol and UnipolSai, contains the guidelines for the acquisition to be carried out in implementation of the Project itself. In particular, the Framework Agreement provides that:

- (i) for the acquisition of the Linear Stake and of the UniSalute Stake, that Unipol and UnipolSai sign two distinct Acquisition Agreements, to be attached to the Framework Agreement;
- (ii) subsequently, should the conditions be met, UnipolSai and Unipol shall initiate negotiations for the acquisition by UnipolSai of the stake held by Unipol in Arca Vita, equal to 63.39% of the share capital of the latter.

It is also acknowledged that, although concluded in execution of the Framework Agreement and in the context of the implementation of the Project, the Acquisition Agreements for the stakes in Linear and UniSalute, as well as the possible acquisition of Arca Vita, are independent and neither functionally nor causally connected;

therefore, the delay or failed execution - as well as the breach of obligations - of one or both of the former two contracts shall not affect the execution - or fulfilment of obligations - of the transfer of Arca Vita, and vice-versa.

The Acquisition Agreements contain substantially similar terms and conditions for the regulation and implementation of the transfer of the Linear Stake and the UniSalute Stake from Unipol to UnipolSai, with the exception of the aforementioned Prices.

As per practice for similar types of transactions, the Acquisition Agreements state that the completion of the acquisitions (so-called "closing") is subject to the fulfilment of the following conditions precedent: (i) obtainment of the necessary authorizations and/or clearance by IVASS; (ii) the successful completion of the option offer on the UniSalute Stake to the minority shareholders of UniSalute, without any of them exercising the right of pre-emption. The conclusion of the Acquisition Agreements is expected by the end of the current year.

Additionally, as per practice, the Acquisition Agreements provide for:

- (a) an interim agreement whereby, during the period from the date of subscription to the date of completion of the sale, the Seller undertakes to ensure that Linear and/or UniSalute operate in line with the current management, without carrying out any acts of extraordinary management, except for those expressly envisaged by the respective strategic plans of Linear and UniSalute;
- (b) the issuance by the Seller of representations and warranties, and related indemnity obligations, standard or equivalent to those used for similar transactions between non-related parties or reasonable and appropriate considering the characteristics and details of the acquisition of the Linear Stake and the UniSalute Stake and, in any case, suitable for governing the risks associated with the execution thereof.

The Acquisition Agreements and the Framework Agreement envisage the same arbitration clause.

2.2. Related parties involved in the Transaction, nature of the relation, nature and scope of the interests of such parties in the Transaction

The Transaction deemed to be a transaction between related parties since, at the date of this Information Document, UnipolSai is a subsidiary of Unipol pursuant to Article 2359, Paragraph 1, Number 1, of the Italian Civil Code. Specifically, Unipol holds a 71.02% stake in the Company (of which 51.03% directly and the remaining 19.99% indirectly via the subsidiaries Unipol Finance S.r.l. and Unipol Investment S.p.A.). UnipolSai is also subject to management and coordination by Unipol pursuant to and in accordance with Article 2497 et. seq. of the Italian Civil Code.

With regard to the composition of the Board of Directors of UnipolSai and Unipol, it should be noted that:

- **Carlo Cimbri** holds the office of Chairman of the Board of Directors of UnipolSai

and Managing Director, Group CEO and General Manager of the Board of Directors of Unipol;

- **Pierluigi Stefanini** holds the office of Deputy Chairman of the Board of Directors of UnipolSai and the Chairman of the Board of Directors of Unipol;
- **Francesco Berardini** holds the office of member of the Board of Directors of UnipolSai and member of the Board of Directors of Unipol;
- **Paolo Cattabiani** holds the office of member of the Board of Directors of UnipolSai and member of the Board of Directors of Unipol;
- **Ernesto Delle Rive** holds the office of member of Board of the Directors of UnipolSai and member of the Board of Directors of Unipol.

The Transaction is deemed to be a related-party transaction of greater relevance pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Annex 3 of the RPT Regulation, since the Transaction, overall, involving the acquisition of the Linear Stake and the UniSalute Stake - considered both individually and jointly in accordance with the provisions of Article 5, Paragraph 2 of the RPT Regulation - exceeds the threshold of 2.5% pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Article 1.2 of Annex 3 to the RPT Regulation, as better illustrated in paragraph 2.9 below.

Conversely, it should be noted that at the date of this Information Document, the acquisitions in question, also considered jointly, are not deemed material transactions for UnipolSai pursuant to and in accordance with Article 71 of the Issuers' Regulation.

2.3. Economic reasons and convenience of the Transaction for the Company

The Transaction is part of the project launched by the Unipol Group, which pursues the definitive rationalisation of the Group's insurance business, to be implemented through the positioning of all insurance companies under the control of UnipolSai. The project also envisages - provided that the conditions and assumptions are met - the subsequent acquisition by UnipolSai of the controlling stake, equal to 63.39% of share capital, in Arca Vita held by Unipol.

The Transaction aims to ensure that the Unipol Group renews the current shareholding structure of its insurance business, which still reflects a strategic design implemented over time that preferred specialisation by individual production line and distribution channel. This design was consistently pursued through the establishment and acquisition of distinct insurance companies with independent distribution strategies. An evolution in consumer demands and behaviour, also linked to technological development and new modes of access to the services offered, recently led to a rethinking of the distribution model, resulting in the need to integrate the different channels, at a business level, in a so-called multi-channel approach, while maintaining the identity and autonomy of the individual companies, which - in their respective sectors - already operate as recognised market leaders.

In line with this development, the 2016-2018 Strategic Plan of UnipolSai includes

among its main lines of development the creation of an integrated multi-channel offer. The Transaction thus responds to the precise need to update UnipolSai's offer model, allowing same to become the - *de facto* - head of the Group's insurance business and have direct access to all distribution channels, instruments and insurance products, with potential benefits in terms of greater competitiveness on the reference market, in line with the provisions of the aforementioned Strategic Plan.

Specifically, the completion of the Transaction would result in: (i) with regard to the operational governance structure of the insurance business, better and more effective coordination of the product offer, making it possible to develop consistent solutions in terms of pricing and supply conditions, as well as sales channels through the development of commercial initiatives that do not overlap the same customers, thus avoiding margin reductions and issues with the management of distribution network relations; (ii) the creation of potential synergies arising from the enriched offer of the distribution network and the sharing of insurance know-how, and (iii) improved efficiency levels with a multi-channel approach.

Finally, the new corporate structure resulting from the Transaction, in addition to optimising UnipolSai's operations, may be easier for the market, shareholders and other stakeholders to understand, with a positive impact in terms of stock market performance.

In light of the foregoing, the Board of Directors of the Company - taking into account the preparatory documentation received and, in particular, the reasoned and unanimous favourable opinion of the RPT Committee and the JP Morgan Fairness Opinion regarding the financial fairness of the Prices, as well as the Laghi Fairness Opinion - approved the Transaction, noting the interest of the Company in completing the same, as well as the convenience thereof.

2.4. Methods for determining the Consideration and assessment of fairness in relation to market values for similar transactions

For the purposes of assessing the interest of UnipolSai in purchasing the Linear Stake and the UniSalute Stake and the convenience and substantial correctness of the related conditions, the RPT Committee took into account the Deloitte Fairness Opinion, the Laghi Fairness Opinion and the summary aspects of the JP Morgan Fairness Opinion.

Each of the Independent Experts was selected taking into account the experience, professionalism and expertise with regard to the Transaction. These elements were used by the RPT Committee and by the Board of Directors to support its assessments. Each of the Independent Experts confirmed their independence, non-correlation and absence of conflicts of interest in relation to the Transaction.

The overall consideration to be paid by UnipolSai to the Seller for the acquisition of the shareholdings amounts to Euro 875 million, of which Euro 160 million for the acquisition of 100% of Linear share capital and Euro 715 million for the acquisition of

98.53% of UniSalute share capital.

Specifically:

- the Linear Price, equal to Euro 160 million was considered fair from a financial standpoint by both Deloitte and JP Morgan, taking into account the value ranges obtained by the advisors as a result of their respective analyses, as illustrated below;
- the UniSalute Price, equal to Euro 715 million was considered fair from a financial standpoint, by both Deloitte and JP Morgan, taking into account the value ranges obtained by the advisors as a result of their respective analyses, as illustrated below.

Deloitte also certified the consistency of the Prices with market values.

In order to verify the fairness of the Prices, Deloitte and JP Morgan used valuation methods in line with national and international practice, applying those considered most appropriate given the purposes of the analyses, the specific characteristics of the Linear Stake and the UniSalute Stake, as well as the type of transaction and the purpose of the valuation itself. The values examined were assumed on a going-concern basis and in light of the business plans approved by the Boards of Directors of Linear and UniSalute, assuming the non-occurrence of extraordinary events. The assumptions and prospective data of the financial forecasts used by the Independent Experts to prepare the Fairness Opinions were considered reasonable by KPMG Advisory S.p.A., engaged for such purpose by UnipolSai. In particular, the valuation analyses were based on the information, market and regulatory conditions known at the date the same were carried out.

Valuation methods adopted by the Independent Experts

During the performance of their analyses, the Independent Experts proceeded with the application of the valuation methods generally used in best Italian and international practice, applying those considered most appropriate given the purpose of the analyses, the specific characteristics of the Transaction, the business carried out and the essential data of Linear and UniSalute reflected in the information received.

The Independent Experts used, as the main method, an analytical financial model, namely the “*Excess Capital*” version of the *Dividend Discount Model* (or “DDM”) and, as control methods, the Market Multiples method, Regression Analysis (for UniSalute only) and the Comparable Transactions method.

Dividend Discount Model

In the “*Excess Capital*” version, the DDM determines the value of a company on the basis of the financial flows potentially distributable to shareholders, maintaining a target level of capitalization in relation to the regulatory capital; these flows are based on:

- the business plan of the company;
- the solvency capital requirements of the company;

- the target capital requirements;
- the long-term growth rate, in order to estimate the value of flows pertaining to shareholders beyond the express duration of the business plan (*terminal value*); the *terminal value* is calculated as the value of perpetual return based on a discounted flow.

Shareholder flows are discounted at a rate that expresses the specific capital risk, equal to the rate of return on equity required by investors/shareholders for investments with similar risk characteristics, estimated on the basis of the *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* as envisaged by valuation practice.

With reference to Linear, the price range calculated using the DDM method is between:

- Euro 142.1 million and Euro 175.8 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 126 million and Euro 187 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

With reference to UniSalute, the price range calculated using the DDM method is:

A. for 100% of its share capital, between:

- Euro 657.7 million and Euro 770.3 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 634 million and Euro 788 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned;

B. for 98.53% of its share capital, between:

- Euro 648.0 million and Euro 758.9 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 625 million and Euro 776 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

Market Multiples

The method is based on the determination of multiples calculated as the ratio between stock market values and the economic, capital and financial indicators of a sample of comparable companies, which are then applied, with the necessary integrations and adjustments, to the corresponding indicators of the company subject to valuation, in order to estimate a price range.

The application of this method consists of the following main phases:

- (i) identification of a sample of listed companies considered comparable and definition of the timeframe of reference for the calculation of the price;
- (ii) calculation of the key ratios/multiples considered material. In this case, also taking into account the sector of reference, Deloitte considered the

Price/Earnings (or P/E) ratio and the Price/Book Value (or P/BV) ratio and JP Morgan considered the Price/Earnings ratio;

- (iii) application of the selected multiples to the current and future income (and asset) values of the companies, in order to obtain a price range for such companies.

With reference to Linear, the price range calculated using this method is between:

- Euro 107.2 million and Euro 168.0 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 91 million and Euro 151 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

With reference to UniSalute, the price range calculated using this method is:

A. for 100% of its share capital, between:

- Euro 540.5 million and Euro 707.1 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 590 million and Euro 771 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned;

B. for 98.53% of its share capital, between:

- Euro 532.6 million and Euro 696.7 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 581 million and Euro 760 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

Regression Analysis

Regression Analysis determines the value of a company based on the statistic correlation, against a sample of comparable companies, of the current and future profitability of the company considered (represented in this case by *Return on Equity* or *RoE*) and its assets (represented in this case by its *Equity and Reserves* or *Book Value*).

This method is subject to verification of the statistical significance.

With reference to Linear, the application of this method was not considered significant.

With reference to UniSalute, the price range is:

A. for 100% of its share capital, between:

- Euro 659.1 million and Euro 752.4 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 699 million and Euro 784 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned;

B. for 98.53% of its share capital, between:

- Euro 649.4 million and Euro 741.3 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 689 million and Euro 772 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

Comparable Transactions Method

The comparable transactions method makes it possible to calculate the value of a company based on the valuation of market transactions involving entities considered comparable with the company subject to analysis.

This method is based on the analysis of implicit multiples - considered significant - recognised in the above transactions: in this case, also taking into account the reference sector, Deloitte and JP Morgan considered the Price/Earnings (or P/E) ratio.

For the purposes of the valuation of UniSalute and Linear, two distinct samples of transactions considered comparable were identified, taking into account the specific operating sector of the companies concerned.

With reference to Linear, the price range calculated with the application of this method is between:

- Euro 116.3 million and Euro 199.8 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 104 million and Euro 179 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

With reference to UniSalute, the price range is between:

A. for 100% of its share capital, between:

- Euro 587.5 million and Euro 760.8 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 579 million and Euro 846 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

B. for 98.53% of its share capital, between:

- Euro 578.8 million and Euro 749.6 million as far as the valuation of Deloitte is concerned;
- Euro 570 million and Euro 834 million as far as the valuation of JP Morgan is concerned.

Finally, the Laghi Fairness Opinion ended with the following observation: *“In conclusion, in light of the foregoing and as a result of the analyses carried out, it is reasonable to consider that, at the date of the Opinion, the principles and estimation methods applied by the Financial Advisors are consistent and that the basic application criteria adopted for the estimate, considering the information available, are*

appropriate given the standards of practice.”

The Independent Experts also reported the difficulties and limitations encountered during the valuation process in their respective Fairness Opinions and should be referred to in this regard.

The Board of Directors of UnipolSai approved the Prices, also considering that they fell within the overlap of the price ranges identified with the application of the main methods.

2.5. Illustration of the economic and financial effects of the Transaction

As mentioned, *(i)* the acquisition of the UniSalute Stake and the acquisition of the Linear Stake, also considered individually, represent transactions of greater relevance pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure. For illustration of the relevant indexes and the calculation methods used to verify such excess, please refer to paragraph 2.9 below; *(ii)* the acquisition of the Linear Stake and the UniSalute Stake, also considered jointly, do not represent - on the basis of the accounting data of UnipolSai as at 31 December 2016 - a material acquisition transaction pursuant to Article 71 of the Issuers' Regulation.

2.5.1. Pro-forma financial information

Introduction

This Paragraph includes a summary of the Transactions effects on the main economic, equity and financial indicators of UnipolSai (the “**Pro-Forma Data**”).

The Pro-Forma Data was prepared in order to simulate, in accordance with valuation criteria consistent with the historical data, the effects of the Transaction on the financial position of the UnipolSai Group, as if the same had virtually occurred on 31 December 2016 and, with regard to economic performance, on 1 January 2016. Nevertheless, it should be noted that the information contained in the Pro-Forma Data represents, as previously indicated, a simulation provided for illustrative purposes only, of the possible effects that may arise from the prospective acquisition. In particular, since the pro-forma information is elaborated to retroactively reflect the effects of subsequent transactions, despite compliance with commonly accepted rules and the use of reasonable assumptions, there are limits related to the nature of pro-forma information. Therefore, it should be noted that had the Transaction actually taken place on the assumed dates, the Pro-Forma Data might not have necessarily been obtained.

Finally, it should be noted that the Pro-Forma Data shown below does not intend in any way to represent a prediction of the future results of the UnipolSai Group and therefore must not be used for such purpose.

Preparation of the Pro-Forma Data

The Pro-Forma Data was elaborated on the basis of:

- the balance sheet and income statement of the Consolidated Financial Statements of the UnipolSai Group as at 31 December 2016, approved by the Board of Directors on 23 March 2017;
- the balance sheet and income statement of the company UniSalute, prepared in accordance with the IAS/IFRS accounting standards for the purposes of drafting the Consolidated Financial Statements of the Unipol Group as at 31 December 2016 (so-called *reporting packages*), approved by the Board of Directors of UniSalute on 16 March 2017;
- the balance sheet and income statement of the company Linear, prepared in accordance with the IAS/IFRS accounting standards for the purposes of drafting the Consolidated Financial Statements of the Unipol Group as at 31 December 2016 (so-called *reporting packages*), approved by the Board of Directors of Linear on 16 March 2017;
- statements for determining the capital adequacy of UniSalute, Linear and UnipolSai as at 31 December 2016;
- pro-forma adjustments made to take into account the effects of the completion of the Transaction.

The Pro-Forma Data was elaborated on the basis of the same accounting principles adopted for the drafting of the consolidated financial statements for the year ending 31 December 2016 of the UnipolSai Group, drawn up in accordance with the International Financial Reporting Standards adopted by the European Union (IAS/IFRS).

It should also be noted that the transaction is classified, according to the IAS/IFRS international accounting standards, as a “*business combination under common control*”, since all of the companies participating in the same are already subsidiaries of Unipol.

Business combinations under common control are expressly excluded from the scope of IFRS 3 and are currently not specifically governed by other international account standards or interpretations. In line with other similar transactions recorded in the past, it was considered that the Transaction could be adequately represented in the Consolidated Financial Statements of UnipolSai, taking into account the values of the assets and liabilities acquired on the basis of the amounts shown in the consolidated financial statements of the shared group, i.e. in line with the consolidated financial statements of the Unipol Group.

As a result of this accounting method, the pro-forma equity and reserves of UnipolSai pertaining to the Group as at 31 December 2016 was Euro 609 million less than the corresponding amount shown in the consolidated financial statements at the same date. The reduction is exclusively due to the recognition of the assets and liabilities subject to acquisition, including goodwill, at values other than the estimated current amounts used for the determination of the Prices. This reduction is determined by the difference between:

- i) the consideration paid by UnipolSai to Unipol for the acquisition of the Stakes,

equal to Euro 875 million;

- ii) the net assets of Linear and UniSalute pertaining to the Group, including goodwill, as stated in the Consolidated Financial Statements of the Unipol Group, equal to Euro 266 million.

With regard to the negative impact of the pro-forma adjustments on the individual solvency ratio (calculated according to the Partial Internal Model) and the consolidated solvency ratio (in terms of Economic Capital) of UnipolSai, it should be noted that such impact is mainly attributable to the negative difference between the consideration paid by UnipolSai to Unipol for the acquisition of the UniSalute Stake and the Linear Stake and the value attributed to the overall assets and liabilities of Linear and UniSalute in accordance with the Solvency II valuation criteria.

The Pro-Forma Data relating to UnipolSai is shown below:

	Data at 31/12/2016	Effects of pro-forma adjustments	Total pro- forma data at 31/12/2016
<i>amounts in millions of euro</i>			
Consolidated direct insurance income	12,497	487	12,984
<i>Non-Life direct insurance income</i>	7,218	487	7,705
<i>Life direct insurance income</i>	5,279	0	5,279
Consolidated Non-Life combined ratio - direct business (*)	95.7%	-0.3%	95.4%
Consolidated Non-Life combined ratio - net of reinsurance (**)	96.5%	-0.5%	96.0%
Consolidated net income	527	39	567
Consolidated investments and liquid assets (***)	63,261	-142	63.120
Equity and reserves pertaining to the Group	6,156	-609	5.547
Consolidated solvency ratio - Economic Capital (****)	212%	-21%	191%
Individual solvency ratio - Partial Internal Model	243%	-22%	221%

(*) Combined Ratio Direct Business: sum of the loss ratio (ratio between direct incurred claims + other technical charges and direct earned premiums) and expense ratio (ratio between management expenses and direct premiums written).

(**) Combined Ratio Net of Reinsurance: sum of the loss ratio (ratio between incurred claims + other technical charges and earned premiums) and expense ratio (ratio between management expenses and premiums earned).

(***) This item includes Investments, Cash and Cash Equivalents and Property for Own Use.

(****) Economic Capital is the measure of absorbed capital determined on the basis of the principles and models applied in the Partial Internal Model and having operational value.

2.6. Impact of the Transaction on the remuneration of the members of the management body of the Company and/or of its subsidiaries

The Transaction does not have any impact on the total remuneration of the directors of the Company and/or of its subsidiaries.

2.7. Any members of the management and control bodies, general managers and executives of the Company involved in the Transaction

No members of the administrative and control bodies, general managers or executives of the companies participating in the transfer of shares are involved, in the capacity of related party, in the Transaction

2.8. Transaction approval procedure

Pursuant to Article 8 of the RPT Regulation and Article 9 of the RPT Procedure, related-party transactions of greater relevance are approved by the Board of Directors subject to the reasoned favourable opinion of the RPT Committee, called to express itself on the interest of the Company in completing the Transaction, as well as on the convenience and substantive correctness of the related economic conditions. The aforementioned provisions require that the Committee, in the person of one or more of its members, be involved in the negotiation phase and the preparatory phase by receiving comprehensive and timely information flow, with the power to request information and comment.

2.8.1. Activities of the RPT Committee

The RPT Committee has been involved since the start of the preparatory phase of the Transaction, receiving a complete and timely information flow from the relevant departments.

Specifically, on 10 May 2017, the Board of Directors of UnipolSai launched preparatory activities for the definition of the Project.

Subsequently, considering that as mentioned the Transaction is deemed to be a related-party transaction of greater relevance, the procedure outlined by the RPT Regulation and the RPT Procedure was initiated, which envisages the timely activation and involvement of the RPT Committee for the purpose of issuing a favourable opinion for the approval of the Transaction by the Board of Directors.

The RPT Committee was promptly involved throughout the negotiation phase, receiving a complete and adequate information flow regarding the different profiles of the acquisition of the Stakes and met on four occasions, namely on 6 June, 14 June, 26 June and 28 June 2017, with the participation of the Board of Statutory Auditors, to examine the Transaction, to the extent of its competence, and to issue its Opinion.

On 6 June 2017, the RPT Committee was provided information on the reasons, timeframe, terms and conditions of the Transaction. The RPT Committee also appointed, upon proposal of the Chairman, Deloitte as independent advisor and entrusted the same with the tasks of *(i)* supporting the RPT Committee with the assessment of the fairness of the Prices, through the elaboration of specific price ranges – for each Stake – applying the estimation methods generally used in best Italian and international valuation practice and *(ii)* issuing a specific fairness opinion, also in comparison with market values, regarding the consistency of each Price,

provided they fall within the identified ranges.

Deloitte's independence was formally certified in a specific statement confirming, inter alia, the non-existence of economic and financial relationships with (a) UnipolSai, (b) the parent company of UnipolSai, the subsidiaries of the UnipolSai or jointly controlled by UnipolSai and (c) the directors of UnipolSai and of the above entities, having qualitative or quantitative characteristics such as to compromise their independence and autonomous judgement.

During the same meeting of the RPT Committee, the Company announced its decision to rely, in the context of the Transaction, on the support of JP Morgan and Studio Laghi, as well as Studio BonelliErede: the latter, in the capacity of legal advisor called support the Company in analysing the legal aspects of the Transaction and drafting the related contractual agreements, at terms and conditions consistent with the characteristics and details of the Transaction and, in particular, with applicable IVASS and Consob regulations, as well as standard or equivalent to those used for similar transactions between unrelated parties or in any case reasonable or appropriate considering the characteristics and details of the Transaction and suitable to govern the risks linked to the execution thereof.

The RPT Committee thus decided: (i) in turn, to rely, for legal aspects, on the support of the consultant appointed by the Company, i.e. Studio BonelliErede, whose role consequently included the provision of specific assistance to the Committee, and (ii) to request that the opinion of Studio Laghi also be addressed to the RPT Committee, extending its activities to verification of the adequacy of the estimation and valuation methods used by Deloitte.

On 14 June 2017, a meeting was held between the relevant structures of the Company, Studio BonelliErede and the Chairman of the RPT Committee, where a report on the content of the draft contractual documentation and the progress of negotiations held thus far was presented. Later the same day, the RPT Committee met to examine the first draft of the Framework Agreement and the Acquisition Agreements, receiving an illustration of the main clauses of such documents by the relevant functions and legal advisor, and Deloitte disclosed the estimation methods adopted and the progress of the valuation of the Stakes.

On 21 June 2017, negotiations were held between the Parties and their respective legal advisors, also attended by the members of the RPT Committee and the Chairman of the Related Party Committee of Unipol.

On 23 June 2017, Deloitte informed the RPT Committee of the price ranges for the UniSalute Stake and the Linear Stake, calculated using the Dividend Discount Model (DDM) and using the market multiples method, the comparable transactions method and, for UniSalute alone, regression analysis as control methods.

On 26 June 2017, the RPT Committee examined an updated draft of the Framework Agreement and the Acquisition Agreements, the Deloitte valuation, in comparison with the results of the valuation carried out by JP Morgan, with indication of the

valueranges for the Linear Stake and the UniSalute Stake calculated by the above advisors, as well as the first draft of the BonelliErede legal opinion.

The Acquirer and the Seller thus pursued negotiations aimed at determining the consideration for each Stake, reaching an agreement on the Prices.

On 28 June 2017, the RPT Committee examined the Deloitte Fairness Opinion, the BonelliErede legal opinion and the substantially definitive texts of the Framework Agreement and the Acquisition Agreements, and analysed the preliminary results of the Laghi Fairness Opinion. Furthermore, the RPT Committee was informed of the results of the opinion the Company requested from KPMG Advisory S.p.A. On the same date, acknowledging the foregoing, the RPT Committee unanimously issued a reasoned favourable opinion regarding (i) the existence of UnipolSai's interest in the completion of the Transaction and (ii) the convenience and the substantive correctness of the conditions thereof (the "**Opinion**").

In accordance with the provisions of Article 5 of the RPT Regulation, the Opinion of the RPT Committee is published as an annex to this Information Document.

2.8.2. Approval of the Transaction by the Board of Directors

On 29 June 2017, on the basis of the preparatory documentation received and the Opinion of the RPT Committee, as well as the JP Morgan Fairness Opinion and the Laghi Fairness Opinion, the Board of Directors of UnipolSai – agreeing with the reasons and grounds for the Project and the Transaction and having ascertained the interest of the Company in concluding the Transaction as well as the convenience of the related conditions – approved the Project and the acquisition of the Linear Stake and of the UniSalute Stake and, consequently, the signing of the Framework Agreement and the Acquisition Agreements.

2.9. Aggregation of transactions pursuant to Article 5, Paragraph 2 of the Cobsob Regulation

The acquisition of the Linear Stake and of the UniSalute Stake, even considered individually, exceed the threshold of 2.5% pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Article 1.2 of Annex 3 to the RPT Regulation.

In particular: (i) pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Article 1.2 of Annex 3 to the RPT Regulation, the transactions - as in this case - between a listed company and its listed parent company are of greater relevance should even one of the relevance indexes, applicable based on the specific transaction, exceed the threshold of 2.5%; (ii) pursuant to Annex 3 of the RPT Regulation, referred to in the RPT Procedure, the relevance indexes are: the **equivalent-value relevance ratio** ⁽¹⁾; the **asset relevance**

⁽¹⁾ Pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, the *equivalent-value relevance ratio* is the ratio between the equivalent-value of the transaction and the net equity drawn from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company or, for listed companies, if greater, the capitalisation of the acquired firm at the end of the last trading day included in the period covered by the last accounts published (annual, six-monthly or interim financial report). For banks, it is the ratio between the equivalent-value of the

ratio ⁽²⁾; and the **liabilities relevance ratio** ⁽³⁾. The **equivalent-value relevance ratio** is considered significant in relation to acquisition of the UniSalute Stake and of the Linear Stake and, more specifically:

- (a) the equivalent-value for the acquisition of the UniSalute Stake, i.e. the UniSalute Price to be paid by UnipolSai, is equal to Euro 715 million, while the consolidated equity and reserves of UnipolSai obtained from the most recent balance sheet published (the financial statements for the year ending 31 December 2016) is equal to Euro 6,155.6 million ⁽⁴⁾. The equivalent-value relevance ratio for the acquisition of the UniSalute Stake considered individually is thus equal to 11.62%, exceeding the threshold of 2.5%; and
- (b) the equivalent-value for the acquisition of the Linear Stake, i.e. the Linear Price to be paid by UnipolSai, is equal to Euro 160 million. With regard to the consolidated equity and reserves of UnipolSai, please refer to point (a) above. The equivalent-value relevance ratio for the acquisition of the Linear Stake considered individually is thus equal to 2.6%, exceeding the threshold of 2.5%.

transaction and regulatory capital drawn from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared).

If the economic conditions of the transaction are defined, the equivalent-value of the transaction is:

- i) for the cash component, the amount paid to/from the contractual counterparty;
- ii) for the component in financial instruments, the fair value determined at the date of the transaction, in accordance with the international accounting standards adopted by Regulation (EC) No. 1606/2002;
- iii) for financing transactions or the grant of guarantees, the maximum amount payable.

If the economic conditions of the transaction depend, in whole or in part, on amounts not yet known, the equivalent-value is the maximum amount admissible or payable under the agreement.

⁽²⁾ Pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, the *asset relevance ratio* is the ratio between the total assets of the entity involved in the transaction and the total assets of the company. The data used must be obtained from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company; where possible, similar data should be used to determine the total assets of the entity involved in the transaction.

For transactions involving the acquisition and disposal of shares in companies that affect the scope of consolidation, the value of the numerator is given by the total assets of the investee, regardless of the percentage of share capital available for disposal.

For transactions involving the acquisition and disposal of shares that do not affect the scope of consolidation, the value of the numerator is given by:

- i) in case of acquisition, the equivalent-value of the the transaction plus any liabilities of the company acquired assumed by the purchaser;
- ii) in case of disposal, the consideration for the divested asset.

For transactions involving the acquisition and disposal of other assets (other than the purchase of shares), the value of the numerator is given by:

- i) in case of acquisition, the greater between the consideration and the book value attributed to the asset;
- ii) in case of transfer, the book value of the asset.

⁽³⁾ Pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, the *liabilities relevance ratio* is the ratio between the total liabilities of the entity acquired and the total assets of the company. The data used must be obtained from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company; where possible, similar data should be used to determine the total liabilities of the company or of the business unit acquired.

⁽⁴⁾ It should be noted that the consolidated equity and reserves parameter is used, in accordance with the provisions of Annex 3 to the RPT Regulation, since this index is greater than the capitalisation of UnipolSai at 31 December 2016, equal to Euro 5,744,000,000.

3. STATEMENT OF THE MANAGER IN CHARGE OF FINANCIAL REPORTING

The undersigned, Maurizio Castellina, Manager in charge of financial reporting for UnipolSai declares, pursuant to Article 154-*bis*, Paragraph 2, of Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998, that the accounting data relating to UnipolSai contained herein corresponds to the accounting records, books and entries.

ANNEXES

- Annex A - Opinion of the RPT Committee, including the fairness opinions issued to the RPT Committee by the financial advisor Deloitte, regarding the financial fairness and market consistency of the UniSalute Price and the Linear Price**
- Annex B - Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai by the financial advisor JP Morgan regarding the financial fairness of the UniSalute Price and the Linear Price**
- Annex C - Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai and the RPT Committee by Studio Laghi, regarding the fairness of the principles and valuation methods and the appropriateness of the application criteria adopted by the financial advisors**

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**") avvino 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").

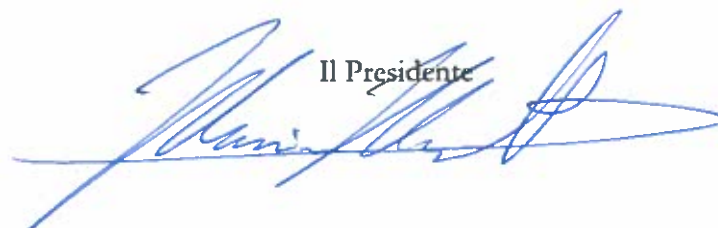
6. Conclusioni

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

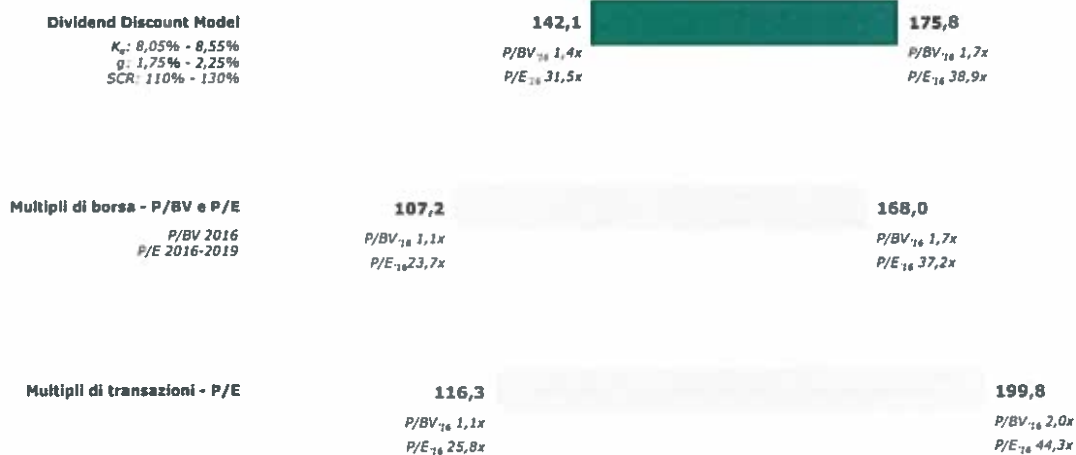
Fonte: elaborazioni su dati di bilancio, documenti societari e comunicati stampa, Merger Market.

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.

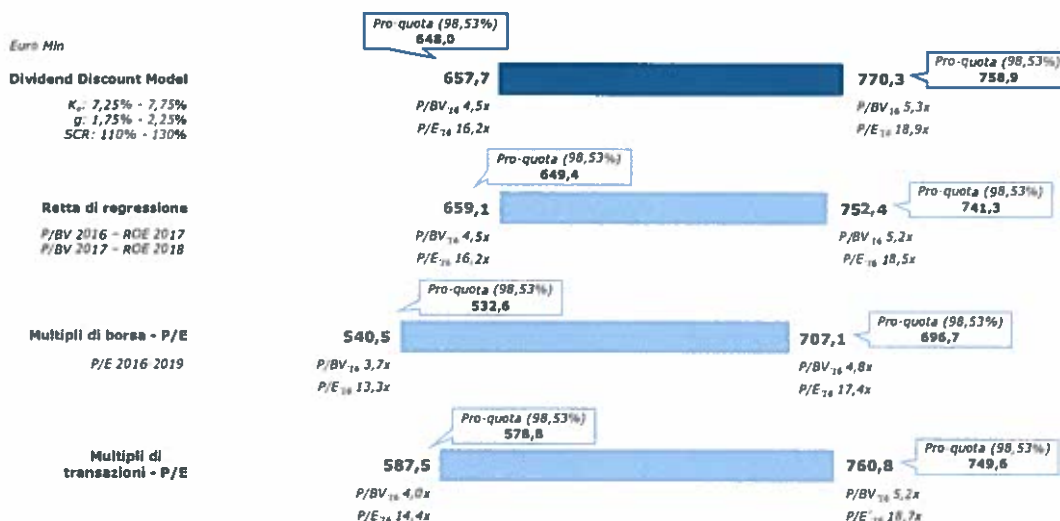
Data	Target	Target Country	Bidder	Quota acquisita	P/E
2011	Denplan Ltd	UK	Simplyhealth Group Ltd	100,0%	14,2x
2011	FirstAssist Insurance Services Ltd	UK	Cigna Corporation	100,0%	19,2x
2011	Nestor Healthcare Group Plc	UK	Saga Group Plc	100,0%	23,3x
2010	Standard Life Healthcare Ltd	UK	Discovery Holdings 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

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).

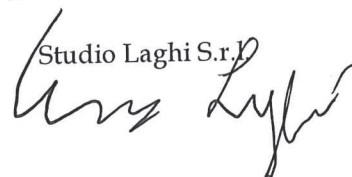
5. CONCLUSIONI

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.

Registered office
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna (Italy)
unipolsaiassicurazioni@pec.unipol.it
Tel.: +39 051 5077111
Fax: +39 051 7096584

Share capital
€2,031,456,338.00 fully paid-up
Bologna Register of Companies
Tax and VAT No. 00818570012
R.E.A. No. 511469

A company subject
to management and coordination
by Unipol Gruppo S.p.A.,
entered in Section I of the Insurance
and Reinsurance Companies List
at No. 1.00006
and a member of the
Unipol Insurance Group,
entered in the Register of
the parent companies - No. 046

unipolsai.com
unipolsai.it



UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Registered office
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna (Italy)

unipolsai.com
unipolsai.it