

DOCUMENTO INFORMATIVO

redatto ai sensi dell'art. 71 del Regolamento Emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni, relativo alla

CESSIONE

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

Documento informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Unipol Gruppo S.p.A. (Bologna, Via Stalingrado n. 45), sul sito internet di Unipol Gruppo S.p.A. www.unipol.it nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato eMarket Storage - consultabile all'indirizzo www.emarketstorage.com

30 NOVEMBRE 2017

Il presente documento contiene previsioni e stime che riflettono le attuali opinioni del management in merito ad eventi futuri. Queste previsioni e stime comprendono, ma non si limitano a, tutte le informazioni diverse dai dati di fatto, incluse, senza limitazione, quelle relative alla posizione finanziaria futura dell'emittente e ai risultati operativi, la strategia, i piani, gli obiettivi e gli sviluppi futuri nei mercati in cui il Gruppo opera o intende operare.

A seguito di tali incertezze e rischi, si avvisano i lettori che non devono fare eccessivo affidamento su tali informazioni di carattere previsionale come previsione di risultati effettivi. La capacità dell'emittente di raggiungere i risultati previsti dipende da molti fattori al di fuori del controllo del management. I risultati effettivi possono differire significativamente (ed essere più negativi di) da quelli previsti o impliciti nei dati previsionali. Tali previsioni e stime comportano rischi ed incertezze che potrebbero avere un impatto significativo sui risultati attesi e si fondano su assunti di base. Le previsioni e le stime ivi formulate si basano su informazioni a disposizione alla data del presente documento. Non si assume alcun obbligo di aggiornare pubblicamente e di rivedere previsioni e stime a seguito della disponibilità di nuove informazioni, di eventi futuri o di altro, fatta salva l'osservanza delle leggi applicabili.

DATI DI SINTESI CONSOLIDATI *PRO - FORMA* E INDICATORI PER AZIONE RELATIVI AL GRUPPO UNIPOL

Sintesi dei dati *pro-forma* e dei dati per azione di Unipol Gruppo S.p.A. al 30 giugno 2017

Dati patrimoniali *pro-forma*

<i>Valori in milioni di Euro</i>	Bilancio consolidato semestrale Unipol al 30/06/2017	Rettifiche <i>pro-forma</i>	Bilancio consolidato semestrale Unipol <i>pro-forma</i> al 30/06/2017
Patrimonio Netto Consolidato	7.182	0	7.182
di pertinenza del gruppo	5.052	171	5.223
di pertinenza di terzi	2.130	-171	1.959

Dati economici *pro-forma*

<i>Valori in milioni di Euro</i>	Bilancio consolidato semestrale Unipol al 30/06/2017	Rettifiche <i>pro-forma</i>	Bilancio consolidato semestrale Unipol <i>pro-forma</i> al 30/06/2017
Utile (Perdita) Consolidato	-390	0	-390
di cui di pertinenza del gruppo	-489	-3	-494
di cui di pertinenza di terzi	98	3	104

Indicatori per azione

	Gruppo Unipol 30/06/2017 dati storici	Gruppo Unipol 30/6/2017 <i>pro-forma</i>
Numero azioni	717.473.508	717.473.508
Risultato Netto di Gruppo (in milioni di Euro)	-489	-494
Risultato Netto di Gruppo per azione (in Euro)	-0,68	-0,69
Patrimonio netto di Gruppo (in milioni di Euro)	5.052	5.223
Patrimonio netto di Gruppo per azione (in Euro)	7,04	7,28

DEFINIZIONI	6
PREMESSA	11
1. AVVERTENZE	12
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	12
1.2 Rischi connessi all'Operazione.....	13
1.2.1 Rischi connessi al mancato raggiungimento degli obiettivi dell'Operazione e del Progetto.....	13
1.2.2 Rischi connessi alle condizioni contrattuali e all'esecuzione dell'Operazione	13
1.2.3 Rischi connessi alla predisposizione di dati <i>pro-forma</i>	15
1.2.4 Rischi connessi alla natura di <i>holding</i> di Unipol Gruppo	16
1.2.5 Rischi derivanti dalla mancata completa attuazione del Piano Industriale 2016-2018	16
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	17
2.1 Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'Operazione	17
2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'Operazione.....	18
2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'Operazione	19
2.1.3 Destinazione dei mezzi raccolti	25
2.2 Motivazioni dell'Operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali della Società	25
2.3 Rapporti di Unipol con UniSalute, Linear e UnipolSai.....	26
2.3.1 Rapporti significativi intrattenuti da Unipol, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con UniSalute e Linear, in essere al momento di effettuazione dell'Operazione	26
2.3.2 Rapporti ed accordi significativi tra Unipol, le società da questa controllate, i dirigenti e i componenti del Consiglio di Amministrazione di Unipol e UnipolSai	27
2.4 Documenti a disposizione del pubblico e luoghi di consultazione degli stessi	29
3. EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE	30
3.1 Effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività della Società, nonché sulla tipologia di <i>business</i> svolta dalla Società medesima.....	30
3.2 Implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo Unipol.....	30
4. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI RELATIVI ALLE ATTIVITÀ ACQUISITE O RICEVUTE IN CONFERIMENTO	31
5. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI PRO-FORMA DELLA SOCIETÀ'	32
5.1 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.....	32
5.1.1 Situazioni patrimoniali e conti economici <i>pro-forma</i>	32
5.1.2 Descrizione degli effetti <i>pro-forma</i> derivanti dall'Operazione.....	33
5.1.3 Dati Pro-Forma	34
5.2 Indicatori <i>pro-forma</i> per azione di Unipol Gruppo	34

5.2.1	Dati storici e <i>pro-forma</i> per azione di Unipol Gruppo	34
5.2.2	Variazioni dei dati per azione registrate per effetto dell'Operazione	34
6.	PROSPETTIVE DELLA SOCIETÀ E DEL GRUPPO AD ESSO FACENTE CAPO	36
6.1	Indicazioni generali sull'andamento degli affari di Unipol Gruppo dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato	36
6.1.1	Andamento del comparto manifatturiero e commerciale dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato	36
6.1.2	Andamento del comparto bancario dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato	36
6.1.3	Andamento del comparto assicurativo dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato	38
6.2	Elementi di informazione in relazione alla evoluzione prevedibile della gestione relativa all'esercizio in corso	39

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini impiegati all'interno del presente documento informativo:

Accordi di Bancassurance	Gli accordi di <i>bancassurance</i> , in essere alla Data di Approvazione, sottoscritti tra Arca Vita/Arca Assicurazioni, da un lato, e BPER e BPS, dall'altro, aventi ad oggetto la distribuzione di prodotti assicurativi attraverso la rete distributiva delle banche del Gruppo facente capo a BPER e di BPS.
Accordo Quadro	L'accordo quadro sottoscritto in data 30 giugno 2017 tra Unipol e UnipolSai, che disciplina i principali termini e condizioni per l'implementazione del Progetto di Razionalizzazione.
Arca Assicurazioni	Arca Assicurazioni S.p.A., <i>joint venture</i> operante nel canale della bancassicurazione danni, con sede legale in Verona, via Del Fante n. 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione, codice fiscale e P.IVA 02655770234, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00123, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
Arca Vita	Arca Vita S.p.A., <i>joint venture</i> nel segmento della <i>bancassurance</i> realizzata tra Unipol, il Gruppo facente capo a BPER e BPS, con sede legale in Verona, via Del Fante 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione, codice fiscale e P.IVA 01947090237, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00082, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
ASSIREVI	Associazione Italiana Revisori Contabili.
AVI	Arca Vita International DAC, società di assicurazione irlandese, specializzata nell'emissione di polizze vita <i>unit-linked</i> , con sede legale in Dublin (Ireland), 33 Sir John Rogerson's Quay.
BPER	BPER Banca S.p.A.
BPS	Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A.
Circolare 263	La Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006.
Codice Civile	Codice civile approvato con Regio Decreto del 16 marzo 1942, n. 262, come successivamente modificato ed integrato.
Colombo & Associati	Colombo & Associati S.p.A., <i>advisor</i> finanziario nominato quale esperto indipendente al fine di esprimere al Consiglio di Amministrazione di Unipol e al Comitato Parti Correlate un giudizio professionale su: (i) la congruità dei principi e metodi di stima applicati da WTW e Mediobanca, rispetto agli <i>standard</i> utilizzati nella prassi per operazioni simili; e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da WTW e Mediobanca rispetto agli <i>standard</i> di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili.
Comitato Parti Correlate o	Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e per le

Comitato	Operazioni con Soggetti Collegati di Unipol.
Condizioni Sospensive	Le condizioni sospensive previste dai Contratti di Compravendita, come indicate nel paragrafo 2.1.2.2 del presente Documento Informativo.
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.
Contratti di Compravendita	Il Contratto di Compravendita Linear e il Contratto di Compravendita UniSalute.
Contratto di Compravendita Linear	<p>Il Contratto di Compravendita sottoscritto in data 30 giugno 2017 tra Unipol e UnipolSai, che - in esecuzione del Progetto e dell'Accordo Quadro - disciplina i termini e le condizioni della cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione Linear (nonché indirettamente delle partecipazioni in (nonché indirettamente delle partecipazioni detenute da Linear in nonché indirettamente le partecipazioni detenute da Linear pari:</p> <p>(i) al 3% del capitale sociale di Pronto Assistance Servizi società consortile a responsabilità limitata, di cui UnipolSai detiene il 95,34%;</p> <p>(ii) allo 0,20% del capitale sociale di UnipolSai Servizi Consortili società consortile a responsabilità limitata, di cui UnipolSai detiene il 98,23%; e</p> <p>(iii) allo 0,0002% del capitale sociale di Ufficio Centrale Italiano società consortile a responsabilità limitata).</p>
Contratto di Compravendita UniSalute	Il Contratto di Compravendita sottoscritto in data 30 giugno 2017 tra Unipol e UnipolSai, che - in esecuzione del Progetto e dell'Accordo Quadro - disciplina i termini e le condizioni della cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione UniSalute (nonché indirettamente della Partecipazione UniSalute Servizi).
Corrispettivi	Congiuntamente, il Prezzo Linear e il Prezzo UniSalute, come determinati, rispettivamente, ai sensi del Contratto di Compravendita Linear e del Contratto di Compravendita UniSalute.
Data di Approvazione	La data di approvazione dell'Operazione da parte dei Consigli di Amministrazione di Unipol e di UnipolSai, <i>i.e.</i> il 29 giugno 2017.
Data di Esecuzione	La data di Esecuzione del Contratto di Compravendita Linear e del Contratto di Compravendita UniSalute, <i>i.e.</i> il 16 novembre 2017.
Data di Sottoscrizione	La data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita, <i>i.e.</i> il 30 giugno 2017.
Dati Pro-Forma	Dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati <i>pro-forma</i> al 30 giugno 2017 di Unipol, come definiti nel paragrafo 5.1 del presente Documento Informativo.
Documento Informativo	Il presente documento informativo predisposto da Unipol ai sensi dell'art. 71 del Regolamento Emittenti e dello Schema n. 3 dell'Allegato 3B del medesimo Regolamento Emittenti.
Esecuzione	L'esecuzione <i>(i)</i> del Contratto di Compravendita Linear, mediante il trasferimento da parte di Unipol in favore di UnipolSai della titolarità della Partecipazione Linear, a fronte

	del pagamento del Prezzo Linear e (ii) del Contratto di Compravendita UniSalute, mediante il trasferimento da parte di Unipol in favore di UnipolSai della titolarità della Partecipazione UniSalute, a fronte del pagamento del Prezzo UniSalute.
Esperti Indipendenti	Congiuntamente, Mediobanca e WTW.
<i>Fairness Opinion</i>	Congiuntamente, la <i>Fairness Opinion</i> WTW e la <i>Fairness Opinion</i> Mediobanca.
Fairness Mediobanca	La <i>fairness opinion</i> rilasciata da Mediobanca, in data 29 giugno 2017, in favore del Consiglio di Amministrazione di Unipol, allegata al Documento Informativo <i>sub</i> Allegato B.
Fairness WTW	Le <i>fairness opinion</i> rilasciate da WTW, in data 28 giugno 2017, in favore del Comitato Parti Correlate, allegate al Documento Informativo <i>sub</i> Allegato A.
Gruppo Unipol o Gruppo	Unipol e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 93 del Testo Unico della Finanza.
IVASS	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.
Linear	Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., società unipersonale, con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 04260280377, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00122, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
Mediobanca	Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., <i>advisor</i> finanziario nominato quale esperto indipendente al fine di supportare il Consiglio di Amministrazione di Unipol nella valutazione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, nonché di rilasciare la <i>Fairness Opinion</i> Mediobanca.
Operazione	La Cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione UniSalute (nonché, indirettamente, della Partecipazione UniSalute Servizi) e della Partecipazione Linear.
Parere Metodologico	Il parere indipendente rilasciato da Colombo & Associati, in data 29 giugno 2017, in favore del Consiglio di Amministrazione di Unipol e del Comitato Parti Correlate, allegato al Documento Informativo <i>sub</i> Allegato C.
Partecipazione Arca Assicurazioni	La partecipazione detenuta da Arca Vita in Arca Assicurazioni, pari a n. 14.478.732 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 3,44 ciascuna, rappresentative del 98,12% del capitale sociale di Arca Assicurazioni.
Partecipazione Arca Vita	La partecipazione detenuta da Unipol in Arca Vita, pari a n. 22.005.690 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 6,00 ciascuna, rappresentative del 63,39% del capitale sociale di Arca Vita.
Partecipazione AVI	La partecipazione detenuta da Arca Vita in AVI, pari a n. 1.634.870 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 ciascuna, rappresentative del 100,00% del capitale sociale di AVI.
Partecipazione Linear	La partecipazione ceduta da Unipol a UnipolSai ai sensi del

	Contratto di Compravendita Linear, pari a n. 19.300.000 azioni ordinarie, con valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, rappresentative del 100% del capitale sociale di Linear.
Partecipazione UniSalute	La partecipazione ceduta da Unipol a UnipolSai ai sensi del Contratto di Compravendita UniSalute, pari a n. 17.242.993 azioni ordinarie, con valore nominale di Euro 1,00 ciascuna, rappresentative del 98,53% del capitale sociale di UniSalute.
Partecipazione UniSalute Servizi	La quota, detenuta da UniSalute, rappresentativa dell'intero capitale sociale di UniSalute Servizi.
Partecipazioni Arca	Congiuntamente, la Partecipazione Arca Vita, la Partecipazione Arca Assicurazioni e la Partecipazione AVI.
Piano Industriale	Il piano industriale strategico del Gruppo Unipol per il periodo 2016-2018, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 12 maggio 2016 e comunicato al mercato in data 13 maggio 2016.
Prezzo Linear	Euro 160 milioni.
Prezzo UniSalute	Euro 715 milioni.
Procedura OPC	La <i>"Procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate"</i> , adottata ai sensi del Regolamento OPC dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 6 ottobre 2016 (reperibile all'indirizzo di seguito riportato http://www.unipol.it/it/governance/operazioni-con-parti-correlate).
Procedura Soggetti Collegati	La <i>"Procedura per la gestione delle operazioni con soggetti collegati del gruppo bancario Unipol"</i> adottata, ai sensi della Circolare 263, dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data in data 6 agosto 2015, con decorrenza a far data dal 1° ottobre 2015 (reperibile all'indirizzo di seguito riportato http://www.unipol.it/it/governance/operazioni-con-soggetti-collegati).
Progetto di Razionalizzazione o Progetto	Il progetto di razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, finalizzato alla concentrazione in UnipolSai - in più <i>step</i> - di tutte le partecipazioni in imprese assicuratrici facenti capo al Gruppo Unipol.
Regolamento Emittenti	Regolamento di attuazione del Testo Unico della Finanza, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla CONSOB con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
Regolamento Parti Correlate o Regolamento OPC	Il Regolamento concernente la disciplina delle operazioni con parti correlate, approvato dalla CONSOB con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato.
Società di Revisione	PricewaterhouseCoopers S.p.A., società incaricata della revisione legale dei conti e dei conti consolidati di Unipol.
Target	Congiuntamente, Linear e UniSalute.
Testo Unico della Finanza o TUF	Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato.
Unipol o la Società o l'Emittente o il Venditore	Unipol Gruppo S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado n. 45, capitale sociale pari ad Euro 3.365.292.408,03 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di

	Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 00284160371, capogruppo del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'albo dei gruppi assicurativi al n. 046, nonché capogruppo del Gruppo Bancario Unipol iscritto all'Albo dei gruppi bancari al n. 20052.
Unipol Banca	Unipol Banca S.p.A., con sede legale in Bologna, Piazza della Costituzione n. 2, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 03719580379, società iscritta all'Albo delle Banche e facente parte del Gruppo Bancario Unipol iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari e soggetta ad attività di direzione e coordinamento di Unipol.
UnipolSai o l'Acquirente	UnipolSai Assicurazioni S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado n. 45, capitale sociale pari ad Euro 2.031.456.338,00 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 00818570012, società assicuratrice iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00006, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
UniSalute	UniSalute S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 03843680376, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00084, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
UniSalute Servizi	UniSalute Servizi S.r.l., con sede legale in Bologna, Via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 12209910152, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol quale società strumentale e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.
WTW	Towers Watson Italia S.r.l., <i>advisor</i> finanziario nominato quale esperto indipendente al fine di supportare il Comitato OPC nella valutazione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, nonché di rilasciare la <i>Fairness Opinion</i> WTW.

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Unipol Gruppo S.p.A. (“**Unipol**” o la “**Società**” o l’“**Emittente**” o il “**Venditore**”) ai sensi dell’art. 71 del Regolamento Emittenti e del relativo schema n. 3 dell’Allegato 3B, al fine di fornire al mercato e agli azionisti di Unipol un’esauriente informativa in merito all’operazione di cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai S.p.A. (“**UnipolSai**” o l’“**Acquirente**”) della:

- (i) partecipazione rappresentativa del 98,53% del capitale sociale di UniSalute S.p.A. (“**UniSalute**”), nonché, indirettamente, della partecipazione totalitaria detenuta da UniSalute in UniSalute Servizi S.r.l. (“**UniSalute Servizi**”);
- (ii) partecipazione rappresentativa del 100% del capitale sociale di Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (“**Linear**”),

(di seguito, congiuntamente, l’“**Operazione**”).

L’Operazione si inserisce nel contesto di un progetto finalizzato alla razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, attraverso l’aggregazione dell’intero *business* assicurativo riferibile al Gruppo Unipol sotto il controllo di UnipolSai (il “**Progetto di Razionalizzazione**” o il “**Progetto**”). Oltre all’Operazione sopra descritta, nell’ambito del suddetto Progetto rientra – qualora ne ricorrano i presupposti e le condizioni – anche la cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai della partecipazione detenuta da Unipol in Arca Vita S.p.A. (“**Arca Vita**”), pari al 63,39% del capitale sociale di quest’ultima (la “**Partecipazione Arca Vita**”), nonché – indirettamente – delle partecipazioni detenute da Arca Vita nel capitale sociale di Arca Assicurazioni S.p.A. (“**Arca Assicurazioni**”) e di Arca Vita International DAC (“**AVI**”).

Il Progetto nel suo insieme e l’Operazione sono stati approvati, per quanto di competenza, dai Consigli di Amministrazione di Unipol e UnipolSai in data 29 giugno 2017 (la “**Data di Approvazione**”), previo parere favorevole dei rispettivi Comitati per le operazioni con Parti Correlate in data 28 giugno 2017, come meglio *infra* precisato.

Per disciplinare il Progetto e l’Operazione, in data 30 giugno 2017 (la “**Data di Sottoscrizione**”) Unipol e UnipolSai hanno sottoscritto:

- un accordo quadro, che contiene termini e condizioni per la realizzazione del Progetto e dell’Operazione (l’“**Accordo Quadro**”); e
- due distinti contratti di compravendita, uno relativo alla cessione della partecipazione in UniSalute (il “**Contratto di Compravendita UniSalute**”) e l’altro relativo alla cessione della partecipazione in Linear (il “**Contratto di Compravendita Linear**” e, congiuntamente al Contratto di Compravendita UniSalute, i “**Contratti di Compravendita**”), entrambe condizionate, *inter alia*, all’ottenimento delle necessarie autorizzazioni/nulla osta da parte dell’IVASS.

L’esecuzione dell’Operazione è avvenuta in data 16 novembre 2017 (la “**Data di Esecuzione**”), successivamente all’avveramento delle condizioni sospensive previste nei relativi contratti.

Le cessioni delle partecipazioni in UniSalute e in Linear – e la cessione della Partecipazione UniSalute anche se considerata individualmente – superano in forma aggregata la soglia di significatività di cui all’art. 71 del Regolamento Emittenti, in quanto realizzate in esecuzione di un progetto unitario.

Il Documento Informativo, pubblicato in data 30 novembre 2017, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, in Bologna, Via Stalingrado n. 45, sul sito *internet* della Società all’indirizzo www.unipol.it nella sezione “*Governance/operazioni straordinarie*”, nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato *eMarket Storage* (www.emarketstorage.com).

1. AVVERTENZE

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

Alla data del Documento Informativo Unipol detiene in UnipolSai una partecipazione pari al 72,12% del relativo capitale sociale (di cui il 52,13% in via diretta e il restante 19,99%, in via indiretta, per il tramite delle controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investment S.p.A.) ed esercita attività di direzione e coordinamento su quest'ultima.

Inoltre, alla data del Documento Informativo: Carlo Cimbri riveste le cariche di Amministratore Delegato, Group CEO e Direttore Generale di Unipol e di Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai; Pierluigi Stefanini riveste le cariche di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Unipol e di Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai; Francesco Berardini riveste le cariche di componente del Consiglio di Amministrazione di Unipol e di componente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai; Paolo Cattabiani riveste le cariche di componente del Consiglio di Amministrazione di Unipol e di componente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai; Ernesto Dalle Rive riveste le cariche di componente del Consiglio di Amministrazione di Unipol e di componente del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai.

In aggiunta a quanto precede, alcuni dirigenti con responsabilità strategiche di Unipol sono anche dirigenti con responsabilità strategiche di UnipolSai e, in particolare, Matteo Laterza ricopre la carica di Direttore Generale in UnipolSai e di Direttore Generale Area Assicurativa in Unipol.

In considerazione del rapporto di controllo sussistente tra Unipol e UnipolSai, il Progetto nel suo insieme e l'Operazione, costituiscono:

- (i) per Unipol e UnipolSai un'operazione con parte correlata ai sensi del Regolamento CONSOB n. 17221/2010 (il "**Regolamento Parti Correlate**") e della "*Procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate*" di Unipol (la "**Procedura OPC**"); e
- (ii) per Unipol, anche un'operazione con soggetto collegato ai sensi della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, Titolo V, Capitolo 5 (la "**Circolare 263**") e della "*Procedura per la gestione delle operazioni con soggetti collegati del gruppo bancario Unipol*" (la "**Procedura Soggetti Collegati**"), applicabile a Unipol in qualità di capogruppo del Gruppo Bancario Unipol.

Tuttavia per Unipol, dal momento che (i) l'Operazione realizza la cessione di partecipazioni da Unipol a una propria controllata, *i.e.* UnipolSai, e (ii) non sono stati rinvenuti in quest'ultima interessi di altre parti correlate né di altri soggetti collegati a Unipol qualificati come significativi, rispettivamente, ai sensi della Procedura OPC e della Procedura Soggetti Collegati, hanno trovato applicazione – in relazione al Progetto e all'Operazione medesima – le esenzioni previste dall'art. 13 della Procedura OPC e dall'art. 5.4.3 della Procedura Soggetti Collegati.

Fermo quanto precede, a maggior garanzia della correttezza sostanziale e procedurale del relativo *iter* decisionale, Unipol ha comunque applicato, su base volontaria, i presidi dettati dall'art. 9 della Procedura OPC e dall'art. 5.2.2 della Procedura Soggetti Collegati per le operazioni di maggiore rilevanza. Di conseguenza, l'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Unipol è stata sottoposta all'esame preventivo da parte del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e per le Operazioni con Soggetti Collegati di Unipol (il "**Comitato Parti Correlate**" o il "**Comitato**") che, in data 28 giugno 2017, ha espresso, all'unanimità, il proprio parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In virtù della predetta esenzione, Unipol non ha proceduto alla pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 5 del Regolamento Parti Correlate.

Il documento informativo *ex art.* 5 del Regolamento Parti Correlate relativo all'Operazione è stato invece pubblicato da UnipolSai in data 7 luglio 2017 ed è a disposizione del pubblico

presso la sede legale della società, in Bologna, via Stalingrado 45, nonché sul sito *internet* di UnipolSai nella sezione “*Governance/Operazioni con parti correlate*” all’indirizzo www.unipolsai.com.

Fermo quanto precede, tenuto conto delle caratteristiche del Progetto e dell’Operazione, non si ravvisano, a giudizio di Unipol, particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate. Come sopra richiamato le attività relative alla determinazione dei corrispettivi relativi alla cessione delle partecipazioni detenute da Unipol nel capitale sociale di UniSalute e Linear nonché degli ulteriori termini e condizioni di cui all’Accordo Quadro e ai Contratti di Compravendita sono state effettuate nel rispetto della Procedura OPC e della Procedura Soggetti Collegati.

1.2 Rischi connessi all’Operazione

1.2.1 Rischi connessi al mancato raggiungimento degli obiettivi dell’Operazione e del Progetto

L’Operazione rientra nell’ambito del Progetto di Razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, teso a realizzare una riorganizzazione complessiva del medesimo comparto, coerente con una più netta configurazione e distinzione del settore assicurativo dal settore bancario.

In particolare, il Progetto mira a un ulteriore rafforzamento del comparto assicurativo, mediante la concentrazione di tutte le imprese assicuratrici in capo alla principale compagnia assicurativa del Gruppo Unipol, *i.e.* a UnipolSai, con conseguente semplificazione degli assetti di *governance* operativa del medesimo comparto.

Il Progetto è altresì finalizzato a rinnovare la struttura del Gruppo nel settore assicurativo – struttura 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 – in coerenza con il piano industriale strategico (il “**Piano Industriale**”) del Gruppo Unipol per il periodo 2016–2018, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 12 maggio 2016 e comunicato al mercato in data 13 maggio 2016.

Il Piano Industriale infatti prevede, tra le principali linee di sviluppo, l’implementazione del modello di offerta multicanale integrata che – cogliendo l’evoluzione delle esigenze e dei comportamenti dei consumatori – anche legata allo sviluppo tecnologico e alle nuove modalità di accesso all’offerta di servizi comporta l’integrazione di differenti canali di offerta, pur conservando l’identità e l’autonomia societaria delle singole compagnie.

Più nello specifico, il perfezionamento del Progetto si propone il conseguimento di una serie di obiettivi e segnatamente: (i) con riferimento agli assetti di *governance* operativa nel settore assicurativo, un migliore e più efficace coordinamento dell’offerta di prodotto, consentendo di sviluppare soluzioni coerenti in termini di *pricing* e condizioni di offerta, nonché di coordinamento dei canali di vendita e delle azioni commerciali; (ii) la realizzazione di potenziali sinergie derivanti dall’arricchimento dell’offerta della rete agenziale e dalla condivisione del *know-how* assicurativo, e (iii) un miglioramento dei livelli di efficienza nel richiamato approccio multicanale.

Il mancato conseguimento degli obiettivi sopra elencati determinerebbe quindi il venir meno della potenziale creazione di valore a ciascuno di essi riconducibile, secondo le prospettive di crescita sottese al Progetto.

1.2.2 Rischi connessi alle condizioni contrattuali e all’esecuzione dell’Operazione

Come usuale in questo tipo di operazioni, i Contratti di Compravendita prevedono il rilascio, da parte di Unipol, in qualità di venditore, in favore di UnipolSai, in qualità di acquirente, di dichiarazioni e garanzie, con connessi obblighi di indennizzo.

In considerazione del fatto che una larga maggioranza delle funzioni e attività essenziali di Linear e UniSalute (congiuntamente, le “**Target**”) – oltre che di UniSalute Servizi – sono svolte in regime di esternalizzazione da UnipolSai (le “**Attività Esternalizzate**”) e dunque, in considerazione dell’adeguata conoscenza che quest’ultima possiede in relazione al *business* delle Target e di UniSalute Servizi, il Venditore non ha rilasciato dichiarazioni e garanzie con riguardo alle aree aziendali e di *business* delle Target e di UniSalute Servizi coperte dalle Attività Esternalizzate.

Per quanto concerne gli obblighi di indennizzo, i Contratti di Compravendita prevedono un impegno generale del Venditore a indennizzare all’Acquirente qualsiasi danno che quest’ultimo e/o le Target (ivi inclusa UniSalute Servizi con riferimento al Contratto di Compravendita UniSalute) – senza duplicazione alcuna – (i) non avrebbero subito in assenza della violazione di una qualsiasi delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal Venditore nel relativo contratto e che siano conseguenza immediata e diretta dell’evento che abbia dato luogo alla predetta violazione o (ii) che dovessero subire quale conseguenza immediata e diretta di reclami e/o pretese di terzi (comprese le Autorità competenti) derivanti da o connessi alla violazione di una qualsiasi delle dichiarazioni e garanzie rilasciate dal Venditore, ovvero fatti, eventi e/o circostanze che riguardino le attività svolte da UniSalute Servizi.

Con specifico riferimento alle Attività Esternalizzate, a fronte del mancato rilascio di dichiarazioni e garanzie da parte di Unipol, sono previsti a carico di quest’ultima specifici obblighi di indennizzo in relazione a qualsiasi danno che l’Acquirente e/o le Target (ivi inclusa UniSalute Servizi) – senza duplicazione alcuna – dovessero subire quale conseguenza immediata e diretta di reclami e/o pretese di terzi (comprese le Autorità competenti) per fatti, eventi e/o circostanze che riguardino le Attività Esternalizzate, fatta in ogni caso salva la responsabilità *pro-quota* di UnipolSai, ai sensi dell’art. 1227 del Codice Civile, qualora il danno oggetto di indennizzo derivi da inadempimenti dell’Acquirente nello svolgimento di tali Attività Esternalizzate (come *infra* specificato).

Come da prassi, il danno indennizzabile sarà calcolato al netto (i) dell’ammontare di eventuali somme rimborsate a titolo di indennizzo, risarcimento ovvero a qualsiasi titolo alle Target, a UniSalute Servizi e/o all’Acquirente (a seconda del caso), da assicurazioni o da terzi, (ii) dell’ammontare dei fondi specificamente accantonati nei Bilanci 2016 delle Target o UniSalute Servizi (a seconda del caso), in relazione a tale danno, e (iii) dell’ammontare di eventuali sopravvenienze attive o insussistenze del passivo che siano riconducibili a fatti o circostanze anteriori alla Data di Esecuzione e che siano state contabilizzate nei bilanci delle Target o UniSalute Servizi (a seconda del caso) successivamente alla Data di Esecuzione, fatta eccezione per sopravvenienze attive o insussistenze di passivo derivanti da rilascio di riserve tecniche o da altre variazioni di tali riserve.

Il Venditore sarà in ogni caso esonerato da responsabilità, ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 1227 del Codice Civile:

- (i) in relazione al danno indennizzabile (o alla porzione di esso) che l’Acquirente o la relativa società, successivamente alla Data di Esecuzione, avrebbero potuto evitare usando l’ordinaria diligenza; e/o
- (ii) qualora il danno indennizzabile derivi da un inadempimento dell’Acquirente ai contratti di servizi concernenti lo svolgimento di Attività Esternalizzate (in tal caso, per la porzione del danno che l’Acquirente abbia concorso a cagionare per effetto di tale inadempimento).

Fermo tutto quanto precede, gli obblighi di indennizzo a carico del Venditore in relazione a ciascuna cessione sono soggetti alle seguenti restrizioni:

- un tetto massimo (*Cap*) agli obblighi di indennizzo pari, per ciascuna cessione, al 15% del relativo Corrispettivo;
- una franchigia assoluta pari, per ciascuna cessione, all’1% di ciascun Corrispettivo;
- un *de minimis* pari ad Euro 250.000 per il Contratto di Compravendita UniSalute e ad Euro 100.000 per il Contratto di Compravendita Linear.

In considerazione di quanto precede, il Venditore potrebbe essere chiamato a indennizzare l'Acquirente per le ipotesi previste dai Contratti di Compravendita, nei limiti ivi indicati, il tutto come sopra sinteticamente descritto.

1.2.3 Rischi connessi alla predisposizione di dati *pro-forma*

Il Documento Informativo riporta i dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati *pro-forma* al 30 giugno 2017 (i "Dati Pro-Forma" - *cfr.* successivo capitolo 5), corredati dalle relative note esplicative.

I Dati Pro-Forma sono stati redatti unicamente a scopo illustrativo e sono stati predisposti, esclusivamente ai fini della loro inclusione nel presente Documento Informativo, per simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici, gli effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale-finanziaria del Gruppo Unipol come se la stessa fosse virtualmente avvenuta il 30 giugno 2017 e, per quanto si riferisce all'andamento economico, il 1° gennaio 2017.

I Dati Pro-Forma sono stati redatti sulla base dei medesimi principi contabili adottati per la predisposizione della Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2017 del Gruppo Unipol, redatta in accordo con gli *International Financial Reporting Standards* adottati dall'Unione Europea (IAS/IFRS), in particolare ai sensi dello IAS 34.

Più precisamente, i Dati Pro-Forma derivano:

- dai dati storici della Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2017 del Gruppo Unipol, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol del 3 agosto 2017 e assoggettata a revisione contabile limitata da parte della Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 10 agosto 2017;
- dalle rettifiche *pro-forma* apportate per tenere conto degli effetti del perfezionamento dell'Operazione, sulla base delle linee guida stabilite dalla CONSOB nella comunicazione DEM/1052803 del 5 luglio 2001 e delle istruzioni allegatae, redatte congiuntamente con ASSIREVI e in collaborazione con Borsa Italiana.

Si segnala, tuttavia, che le informazioni contenute nei Dati Pro-Forma rappresentano, come precedentemente indicato, una simulazione, fornita ai soli fini illustrativi, dei possibili effetti che potranno derivare dall'Operazione. In particolare, poiché le informazioni *pro-forma* sono costruite per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni successive, nonostante il rispetto delle regole comunemente accettate e l'utilizzo di assunzioni ragionevoli, vi sono dei limiti connessi alla natura stessa delle informazioni *pro-forma*. Pertanto, si precisa che qualora l'Operazione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti i Dati Pro-Forma.

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

Inoltre, in considerazione delle diverse finalità dei dati *pro-forma* rispetto ai dati storici e delle diverse modalità di calcolo degli effetti dell'Operazione e delle relative operazioni finanziarie con riferimento allo stato patrimoniale ed al conto economico, i Dati Pro-Forma vanno letti ed interpretati separatamente, senza ricercare collegamenti contabili tra i due documenti.

I Dati Pro-Forma sono stati assoggettati a esame da parte della Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 29 novembre 2017, con riferimento alla ragionevolezza delle ipotesi di base adottate, alla correttezza della metodologia utilizzata nonché alla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili applicati. Detta relazione è allegata al presente Documento Informativo *sub* Allegato D.

1.2.4 Rischi connessi alla natura di *holding* di Unipol Gruppo

Unipol è una *holding* di partecipazioni e pertanto la prevalente attività assicurativa, l'attività bancaria e finanziaria e le altre attività del Gruppo vengono poste in essere attraverso le società dalla stessa controllate.

Conseguentemente, le principali fonti di finanziamento dell'Emittente sono l'autofinanziamento, l'emissione di strumenti di debito ovvero l'indebitamento bancario. L'Emittente confida che i dividendi distribuiti dalle proprie controllate, che costituiscono una delle principali fonti di reddito, e le altre fonti di reddito disponibili siano sufficienti per consentirle di soddisfare le proprie obbligazioni di pagamento. Si segnala tuttavia che, in alcune circostanze, potrebbero sussistere in capo alle società controllate delle restrizioni alla distribuzione di dividendi a favore della Società stessa. Queste circostanze potrebbero includere, tra l'altro, (i) l'obbligo di ciascuna società, previsto dalla legge, di destinare almeno il 5 per cento del proprio utile netto annuo a riserva legale fino a quando tale riserva non raggiunga almeno il 20 per cento del valore del capitale sociale della società, (ii) limitazioni imposte alle imprese di assicurazione, come UnipolSai, ed agli istituti bancari, come Unipol Banca S.p.A. ("**Unipol Banca**"), ai sensi di leggi e regolamenti nazionali e dell'Unione Europea, ovvero dalle Autorità di vigilanza (ad es. IVASS, Banca d'Italia, ecc.) e (iii) limitazioni contrattuali, incluse restrizioni imposte da finanziamenti o linee di credito.

Inoltre, si segnala che i creditori delle società controllate avranno il diritto di rivalersi sul patrimonio delle stesse, prima che tale patrimonio possa essere distribuito agli azionisti in fase di liquidazione o di fallimento.

Eventuali risultati negativi delle società controllate ovvero la mancata percezione di dividendi, per un periodo protratto nel tempo, potrebbero influenzare negativamente la situazione economica, patrimoniale e/o finanziaria di Unipol.

A seguito del completamento dell'Operazione, i flussi derivanti dal risultato delle attività di UniSalute e Linear confluiranno in Unipol per il tramite di UnipolSai; di conseguenza saranno rafforzate la natura di *holding* di Unipol Gruppo e le peculiarità ad essa connesse, come sopra descritte.

1.2.5 Rischi derivanti dalla mancata completa attuazione del Piano Industriale 2016–2018

L'elaborazione del Piano Industriale 2016–2018 si basa, tra l'altro, su (i) assunzioni di carattere generale ed ipotetico, nonché di natura discrezionale e (ii) su una serie di stime ed ipotesi di natura discrezionale, relative alla realizzazione di azioni specifiche che dovranno essere intraprese da parte degli amministratori nell'arco temporale del Piano Industriale stesso, ovvero concernenti eventi futuri sui quali gli amministratori possono solo parzialmente influire e che potrebbero non verificarsi o variare nel periodo del Piano Industriale.

In considerazione dei profili di soggettività, ipoteticità e discrezionalità sottostanti le assunzioni del Piano Industriale, qualora una o più delle assunzioni ad esso sottese non si verificano o si verificano solo in parte, gli obiettivi prefissati potrebbero non essere raggiunti, con la conseguenza che i risultati del Gruppo potrebbero differire negativamente, anche in modo significativo, da quanto previsto dal Piano Industriale, con conseguenti effetti negativi sulla situazione finanziaria, economica e/o patrimoniale del Gruppo.

Come rappresentato al precedente paragrafo 1.2.1, il Progetto contribuisce, fra l'altro, ad un più efficace perseguimento delle linee di sviluppo del modello di offerta multicanale integrata previste dal Piano Industriale ed alla potenziale creazione di valore ad esso riconducibile.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Descrizione sintetica delle modalità e dei termini dell'Operazione

L'Operazione consiste nella cessione in favore di UnipolSai:

- della partecipazione detenuta da Unipol in UniSalute, pari a n. 17.242.993 azioni ordinarie, rappresentative del 98,53% del capitale sociale (la "**Partecipazione UniSalute**"), nonché, indirettamente, della partecipazione totalitaria detenuta da UniSalute in UniSalute Servizi (la "**Partecipazione UniSalute Servizi**"), ad un prezzo complessivamente pari ad Euro 715 milioni (il "**Prezzo UniSalute**"); e
- della partecipazione detenuta da Unipol in Linear, pari a n. 19.300.000 azioni ordinarie, rappresentative del 100% del capitale sociale (la "**Partecipazione Linear**"), ad un prezzo complessivamente pari ad Euro 160 milioni (il "**Prezzo Linear**" e, congiuntamente al Prezzo UniSalute, i "**Corrispettivi**").

Come anticipato, l'Operazione si inserisce nel contesto del Progetto finalizzato alla razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, attraverso la concentrazione in UnipolSai – in uno o più *step* – di tutte le partecipazioni in società assicurative detenute da Unipol.

Nell'ambito del suddetto Progetto rientra anche – qualora ne ricorrano i presupposti e le condizioni – la cessione, da parte di Unipol in favore di UnipolSai, della Partecipazione Arca Vita e delle partecipazioni da quest'ultima detenute in Arca Assicurazioni e in AVI, pari rispettivamente al 98,12% del capitale sociale (la "**Partecipazione Arca Assicurazioni**") e al 100% del capitale sociale (la "**Partecipazione AVI**" e, congiuntamente alla Partecipazione Arca Vita e alla Partecipazione Arca Assicurazioni, le "**Partecipazioni Arca**").

A tal riguardo, si fa presente che, con riferimento ad Arca Vita e ad Arca Assicurazioni, alla Data di Approvazione dell'Operazione erano in vigore tra Unipol, il Gruppo facente capo a BPER S.p.A. ("**BPER**") e Banca Popolare di Sondrio S.c.p.a. ("**BPS**"), degli accordi aventi ad oggetto la distribuzione di prodotti assicurativi attraverso la rete distributiva delle banche del Gruppo BPER e di BPS (gli "**Accordi di Bancassurance**"), con scadenza al 31 dicembre 2019.

Tali Accordi di Bancassurance, come comunicato al mercato da Unipol in data 8 novembre 2017, sono stati anticipatamente rinnovati da Unipol, BPER e BPS, con efficacia dal 1° gennaio 2018 e scadenza al 31 dicembre 2022. A seguito di tale rinnovo, Unipol e UnipolSai daranno avvio alle attività propedeutiche alla possibile cessione delle Partecipazioni Arca, ai sensi dell'Accordo Quadro.

Il Progetto nel suo insieme e l'Operazione sono stati approvati dai Consigli di Amministrazione di Unipol e di UnipolSai in data 29 giugno 2017, previo parere favorevole dei rispettivi Comitati Parti Correlate.

Per disciplinare il Progetto e l'Operazione Unipol e UnipolSai hanno quindi sottoscritto in data 30 giugno 2017:

- l'Accordo Quadro, che contiene, oltre alla descrizione del Progetto e del rationale ad esso associato sia nella prospettiva di Unipol sia in quella di UnipolSai, le linee guida relative alle compravendite cui dare esecuzione per implementare il Progetto;
- i Contratti di Compravendita, uno relativo alla cessione della Partecipazione Linear e l'altro relativo alla cessione della Partecipazione UniSalute, entrambe condizionate, *inter alia*, all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni/nulla-osta da parte dell'IVASS.

Come anticipato, i Contratti di Compravendita hanno avuto esecuzione in data 16 novembre 2017, a seguito dell'avveramento delle Condizioni Sospensive da essi previste (*cf.* successivo paragrafo 2.1.2.2), mediante il trasferimento a favore di UnipolSai della Partecipazione UniSalute (nonché, indirettamente, della Partecipazione UniSalute Servizi) e della Partecipazione Linear e il pagamento a favore di Unipol dei Corrispettivi.

Il Progetto nel suo insieme e l'Operazione, in considerazione del rapporto di controllo sussistente tra Unipol e UnipolSai, costituiscono:

- (i) per Unipol e UnipolSai un'operazione con parte correlata ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura OPC; e
- (ii) per Unipol, anche un'operazione con soggetto collegato ai sensi della Circolare 263 e della Procedura Soggetti Collegati, applicabile a Unipol in qualità di capogruppo del Gruppo Bancario Unipol.

Tuttavia per Unipol, dal momento (i) che l'Operazione ha previsto la cessione di partecipazioni da Unipol a una propria controllata, *i.e.* UnipolSai, e (ii) che non sono stati rinvenuti in quest'ultima interessi di altri parti correlate né di altri soggetti collegati a Unipol qualificati come significativi, rispettivamente, ai sensi della Procedura OPC e della Procedura Soggetti Collegati, hanno trovato applicazione – in relazione all'Operazione medesima – le esenzioni previste dall'art. 13 della Procedura OPC e dall'art. 5.4.3 della Procedura Soggetti Collegati.

Fermo quanto precede, a maggior garanzia della correttezza sostanziale e procedurale del relativo *iter* decisionale, Unipol ha comunque applicato, su base volontaria, i presidi dettati dall'art. 9 della Procedura OPC e dall'art. 5.2.2 della Procedura Soggetti Collegati per le operazioni di maggiore rilevanza. Di conseguenza, l'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Unipol è stata sottoposta all'esame preventivo da parte del Comitato Parti Correlate, che, in data 28 giugno 2017, ha espresso, all'unanimità, il proprio parere favorevole sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Il parere del Comitato è allegato al Documento Informativo *sub* Allegato A.

In virtù della predetta esenzione, Unipol non ha proceduto alla pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 5 del Regolamento Parti Correlate.

Il documento informativo *ex art.* 5 del Regolamento Parti Correlate relativo all'Operazione è stato invece pubblicato da UnipolSai in data 7 luglio 2017 ed è a disposizione del pubblico presso la sede legale della società, in Bologna, via Stalingrado 45, nonché sul sito *internet* di UnipolSai nella sezione "*Governance/Operazioni con parti correlate*" all'indirizzo www.unipolsai.com.

2.1.1 Descrizione delle società oggetto dell'Operazione

Le società le cui azioni sono state oggetto di cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai sono Linear e UniSalute.

2.1.1.1 UniSalute

UniSalute S.p.A. è una società per azioni, con sede legale in Bologna, Via Larga n. 8, capitale sociale interamente versato pari ad Euro 17.500.000,00, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna al n. 03843680376, REA BO – 319365. UniSalute è iscritta all'Albo Imprese di Assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00084 e fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol.

UniSalute, attiva dal 1995, è l'impresa assicuratrice del Gruppo Unipol specializzata nel comparto salute (rami infortuni, malattie e assistenza) ed è la prima assicurazione sanitaria in Italia per numero di clienti gestiti, con circa 5,7 milioni di assicurati e una raccolta diretta premi di circa Euro 210 milioni (dati al 30 giugno 2017).

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 30 giugno 2017 la rete commerciale di UniSalute è composta da 228 agenzie, prevalentemente con mandato UnipolSai.

UniSalute detiene, in via diretta, una quota rappresentativa dell'intero capitale sociale di UniSalute Servizi, (già Centri Medici UniSalute S.r.l.) con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione e codice fiscale 12209910152, e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol. UniSalute Servizi - impresa strumentale del Gruppo Assicurativo Unipol - svolge la propria attività in relazione a (i) la prestazione di servizi (tra i quali, servizi amministrativi, informatici, di consulenza ed organizzativi) 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.

2.1.1.2 Linear

Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. è una società per azioni unipersonale, con sede legale in Bologna, Via Larga n.8, capitale sociale interamente versato pari ad Euro 19.300.000,00, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna al n. 04260280377, REA BO - 362005. Linear è iscritta all'Albo imprese di Assicurazione Sez. I al n. 1.00122 e fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol.

Linear è la compagnia diretta del Gruppo Assicurativo Unipol, attiva dal 1996, specializzata nell'offerta di prodotti assicurativi mediante canali di vendita diretta (*online* e tramite *call center*).

Il portafoglio prodotti di Linear include: copertura obbligatoria RC Auto, coperture dirette Auto Rischi Diversi, assistenza e tutela giudiziaria e infortuni del conducente e multirischi dell'abitazione.

Per la vendita dei propri prodotti, 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 può avere un preventivo sui siti web del *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, Paypal e Feltrinelli.

Alla data del 30 giugno 2017, Linear ha realizzato premi diretti per Euro 87 milioni; la raccolta Auto ammonta a Euro 78 milioni e quella Non Auto ammonta a Euro 9 milioni. Alla fine del primo semestre 2017 i contratti in portafoglio sono circa n. 528.000.

2.1.2 Modalità, condizioni e termini dell'Operazione

La realizzazione dell'Operazione è disciplinata, oltre che dall'Accordo Quadro relativo all'intero Progetto di Razionalizzazione, dai Contratti di Compravendita riguardanti nello specifico la cessione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear.

2.1.2.1 Accordo Quadro

In data 30 giugno 2017, Unipol e UnipolSai (congiuntamente anche le "Parti") hanno sottoscritto l'Accordo Quadro.

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

In particolare, ai sensi dell'Accordo Quadro:

- (i) con riferimento alla Partecipazione UniSalute e alla Partecipazione Linear, era previsto che Unipol e UnipolSai sottoscrivessero – contestualmente all’Accordo Quadro – i Contratti di Compravendita, nei testi allegati all’Accordo Quadro stesso;
- (ii) con riferimento alla Partecipazioni Arca, è previsto che, ove ne ricorrano le condizioni e i presupposti, UnipolSai e Unipol avviino i negoziati relativi alla sua possibile acquisizione da parte di UnipolSai.

A tal riguardo si fa presente che, come sopra anticipato, a seguito del rinnovo degli Accordi di Bancassurance in essere con BPER e BPS, Unipol e UnipolSai avvieranno i negoziati per valutare la possibile cessione delle Partecipazioni Arca.

Ai sensi dell’Accordo Quadro, le Parti hanno riconosciuto e dato atto che, sebbene conclusi in esecuzione di un progetto unitario, il Contratto di Compravendita UniSalute, il Contratto di Compravendita Linear e l’eventuale cessione della Partecipazioni Arca erano (e sono) tra loro indipendenti e non funzionalmente o causalmente collegati, di talché la ritardata o mancata esecuzione – così come l’inadempimento delle obbligazioni – di uno qualunque o di entrambi i Contratti di Compravendita non avrebbe inciso (e non incide) sull’esecuzione – o sull’adempimento delle obbligazioni – dell’altro Contratto né sull’eventuale cessione delle Partecipazioni Arca.

2.1.2.2 I Contratti di Compravendita relativi a UniSalute e a Linear

In attuazione di quanto previsto dall’Accordo Quadro, in data 30 giugno 2017 Unipol, in qualità di Venditore, e UnipolSai, in qualità di Acquirente, hanno sottoscritto i Contratti di Compravendita relativi alla Partecipazione UniSalute e alla Partecipazione Linear nonché, indirettamente, alla Partecipazione UniSalute Servizi.

I Contratti di Compravendita contengono pattuizioni tra loro sostanzialmente equivalenti e sono stati negoziati dalle Parti, con il supporto dei rispettivi *advisor* legali, tenendo conto (i) delle prassi di mercato per operazioni di analoga tipologia e (ii) della circostanza che UnipolSai già possedeva un’adeguata conoscenza di UniSalute, UniSalute Servizi e Linear, atteso che una larga maggioranza delle attività aziendali di tali società era gestita alla Data di Sottoscrizione – ed è tutt’ora gestita alla data del Documento Informativo – in regime di esternalizzazione dalla medesima UnipolSai sulla base di appositi contratti di servizi (i “**Contratti di Servizi**”).

Come usuale in questo tipo di operazioni, i Contratti di Compravendita prevedono il rilascio da parte di Unipol, in qualità di venditore, in favore di UnipolSai, in qualità di acquirente, di dichiarazioni e garanzie, con connessi obblighi di indennizzo.

In considerazione del fatto che, come sopra anticipato, una larga maggioranza delle funzioni e attività essenziali delle Target (e di UniSalute Servizi) sono svolte in regime di esternalizzazione da UnipolSai, e dunque, in considerazione dell’adeguata conoscenza che quest’ultima possiede in relazione al *business* delle Target e di UniSalute Servizi, il Venditore non ha rilasciato dichiarazioni e garanzie con riguardo alle aree aziendali e di *business* delle Target e di UniSalute Servizi coperte dalle Attività Esternalizzate.

Per ulteriori informazioni sulle dichiarazioni e garanzie rilasciate ai sensi dei Contratti di Compravendita e sui connessi obblighi di indennizzo si rinvia a quanto descritto nel precedente paragrafo 1.2.2.

Il perfezionamento dei Contratti di Compravendita era sospensivamente condizionato:

- (i) all’ottenimento delle necessarie autorizzazioni/nulla osta da parte dell’IVASS, condizione verificatasi in data 9 novembre 2017;
- (ii) con esclusivo riferimento al Contratto di Compravendita UniSalute, al positivo espletamento della procedura di offerta in prelazione statutaria della Partecipazione UniSalute ai soci di minoranza di UniSalute, senza che nessuno di questi esercitasse il diritto di prelazione, condizione realizzatasi in data 20 ottobre 2017,

(congiuntamente, le “**Condizioni Sospensive**”).

A seguito dell'avveramento delle predette Condizioni Sospensive, i Contratti di Compravendita hanno dunque avuto integrale esecuzione in data 16 novembre 2017 con il trasferimento della titolarità della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear da Unipol a UnipolSai e con il contestuale pagamento dei Corrispettivi, pari a:

- Euro 715 milioni per UniSalute; e
- Euro 160 milioni per Linear.

I predetti Corrispettivi sono stati negoziati e determinati dalle Parti con il supporto dei rispettivi *advisor* finanziari, all'interno di *range* di valori individuati da questi ultimi applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e sono stati ritenuti dai predetti *advisor* finanziari congrui e in linea con il valore di mercato delle rispettive partecipazioni, come attestato da apposite *fairness opinion* (cfr. il successivo paragrafo).

2.1.2.3 Modalità di determinazione dei Corrispettivi e advisor coinvolti nell'Operazione

I Corrispettivi sono stati negoziati da Unipol e UnipolSai all'interno di *range* di valori della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear determinati con il supporto di 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 particolare, il Consiglio di Amministrazione di Unipol si è avvalso, quale *advisor* finanziario indipendente, di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**"), a cui ha affidato l'incarico di (i) predisporre un esercizio valutativo relativo a ciascuna delle Target, con l'indicazione di *range* di valori della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, calcolato applicando le metodologie di stima e valutazione normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e (ii) rilasciare una *fairness opinion*, con riguardo a ciascuna delle Target (la "**Fairness Mediobanca**"), sulla congruità dal punto di vista finanziario del Prezzo UniSalute e del Prezzo Linear, come determinati dalle Parti all'interno dei predetti *range*.

La Fairness Mediobanca è allegata al Documento Informativo *sub* Allegato B.

Per le valutazioni di propria competenza, il Comitato Parti Correlate di Unipol si è avvalso, quale *advisor* finanziario indipendente, di Towers Watson Italia S.r.l. ("**WTW**"), a cui ha conferito l'incarico di (i) fornire una valutazione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, con l'indicazione di un *range* di valori dei relativi prezzi di mercato, calcolati applicando le metodologie di stima e valutazione normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale e (ii) rilasciare un parere tecnico professionale indipendente con riguardo a ciascuna delle Target (la "**Fairness WTW**"), sulla congruità dal punto di vista finanziario dei Corrispettivi, prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale.

La Fairness WTW è acclusa al parere rilasciato dal Comitato Parti Correlate in data 28 giugno 2017, allegato al Documento Informativo *sub* Allegato A.

In aggiunta a quanto precede, il Consiglio di Amministrazione di Unipol è stato assistito anche da Colombo & Associati S.p.A. ("**Colombo & Associati**") incaricato di esprimere, con apposito parere (il "**Parere Metodologico**", allegato al Documento Informativo *sub* Allegato C), un giudizio professionale indipendente su: (i) la congruità dei principi e metodi di stima applicati da Mediobanca, rispetto agli *standard* utilizzati nella prassi per operazioni simili; e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Mediobanca rispetto agli *standard* di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili. Il medesimo incarico è stato esteso, da parte del Comitato, alle attività svolte da WTW.

L'indipendenza di WTW ai sensi del paragrafo 2.4 dell'Allegato 4 del Regolamento CONSOB, è stata accertata da parte del Comitato sulla base di una dichiarazione rilasciata dal medesimo *advisor* attestante, tra l'altro, l'insussistenza di relazioni economiche, patrimoniali e

finanziarie con (a) Unipol, (b) i soggetti che controllano Unipol, le società controllate da Unipol o soggette a comune controllo con Unipol e (c) gli amministratori di Unipol e dei predetti soggetti, in grado di comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

Anche Mediobanca e Colombo & Associati hanno rilasciato alla Società apposite dichiarazioni attestanti la propria indipendenza e l'insussistenza di situazioni di conflitto di interessi idonee a compromettere la loro autonomia di giudizio in relazione all'Operazione.

Per quanto di propria competenza, UnipolSai si è avvalsa dei seguenti *advisor*: (i) J.P. Morgan Limited ("**JP Morgan**"), quale *advisor* finanziario indipendente del Consiglio di Amministrazione; (ii) Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("**Deloitte**"), quale *advisor* finanziario indipendente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UnipolSai e (iii) lo Studio Laghi S.r.l., quale *advisor* del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, chiamato a rendere un parere "metodologico" analogo a quello richiesto da Unipol alla Colombo & Associati ed il cui incarico è stato esteso dal Comitato per le operazioni con parti correlate dell'Acquirente all'attività svolta dal proprio *advisor* Deloitte.

Metodologie di valutazione adottate dagli Esperti Indipendenti

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

Gli Esperti Indipendenti hanno utilizzato, come metodo principale, una metodologia finanziaria analitica quale il metodo dei flussi di dividendo attualizzati ("*Dividend Discount Model*" o "*DDM*") nella versione "*Excess Capital*" e, quali metodi di controllo, il metodo dei Multipli di Mercato, e il metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili. Mediobanca ha utilizzato, altresì, quale metodo di controllo, il metodo della Regressione lineare.

Dividend Discount Model

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

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

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

Con riferimento a Linear, l'intervallo di valorizzazione del relativo capitale economico individuato con il metodo del DDM è risultato compreso tra:

- Euro 137 milioni ed Euro 169 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
- Euro 156 milioni ed Euro 190 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Con riferimento a UniSalute, l'intervallo di valorizzazione del relativo capitale economico individuato con il metodo del DDM è risultato compreso:

- per il 100% del capitale, tra:

- Euro 676 milioni ed Euro 821 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
- Euro 709 milioni ed Euro 806, per quanto attiene alla valutazione di WTW;
- per il 98,53% del capitale, tra:
 - Euro 666 milioni ed Euro 809 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
 - Euro 699 milioni ed Euro 795 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Multipli di Mercato

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

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

- individuazione di un campione di società quotate ritenute comparabili e definizione dell'orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del prezzo;
- calcolo dei rapporti/multipli fondamentali ritenuti significativi. Nel caso di specie, tenuto conto anche del settore di riferimento, è stato considerato il multiplo prezzo/utile netto (*price/earning* o P/E);
- applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali (e/o patrimoniali) attuali e/o prospettici delle compagnie, in modo da pervenire ad un intervallo di valori delle società stesse.

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

- Euro 108 milioni ed Euro 131 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
- Euro 111 milioni ed Euro 135 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione individuato con tale metodo è risultato compreso:

- per il 100% del capitale, tra:
 - Euro 674 milioni ed Euro 753 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
 - Euro 653 milioni ed Euro 769 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW;
- per il 98,53% del capitale, tra:
 - Euro 664 milioni ed Euro 742 milioni per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
 - Euro 643 milioni ed Euro 758 milioni per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Metodo dei multipli di transazioni comparabili

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

Tale metodo si basa sull'analisi di multipli impliciti – ritenuti significativi – riconosciuti nelle suddette transazioni: nel caso di specie, tenuto conto anche del settore di riferimento, è stato

preso in considerazione da Mediobanca e WTW il multiplo prezzo/utile netto (*price/earning* o P/E).

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

Per quanto riguarda Linear, dall'applicazione di tale metodologia la valutazione è risultata:

- compresa tra Euro 149 milioni ed Euro 167, milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
- pari a Euro 166 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Per quanto riguarda UniSalute, dall'applicazione di tale metodologia la valutazione è risultata:

- per il 100% del capitale:
 - o compresa tra Euro 739 milioni ed Euro 771 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
 - o pari ad Euro 724 milioni, per quanto attiene alla valutazione di WTW;
- per il 98,53% del capitale:
 - o compresa tra Euro 728 milioni ed Euro 759 milioni, per quanto attiene alla valutazione di Mediobanca;
 - o pari ad Euro 714 milioni per quanto attiene alla valutazione di WTW.

Metodo della Retta di regressione

Il Metodo della Retta di regressione, utilizzato quale metodo di controllo esclusivamente da Mediobanca, determina il valore di una società sulla base della correlazione statistica, per un campione di società comparabili, fra la redditività, attuale e prospettica, della società considerata (rappresentata nel caso di specie dal *return on average tangible equity* o RoATE) e la sua dotazione patrimoniale (rappresentata nel caso di specie dal Patrimonio Netto Tangibile o *Tangible Book Value*).

Tale metodo è sottoposto ad una verifica della significatività statistica.

Per quanto riguarda Linear, dall'applicazione di tale metodologia l'intervallo di valorizzazione individuato da Mediobanca è risultato compreso tra Euro 96 milioni ed Euro 138 milioni.

Per quanto riguarda UniSalute, l'intervallo di valorizzazione individuato da Mediobanca è risultato compreso:

- per il 100% del capitale, tra Euro 806 milioni ed Euro 850 milioni;
- per il 98,53% del capitale, tra Euro 794 milioni ed Euro 838 milioni.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi dei *range* di valore individuati da Mediobanca e WTW ai sensi di quanto precede.

Linear (valori individuati con riferimento al 100% capitale sociale)

	Metodo principale	Metodi di controllo		
	DDM (mln Euro)	Multipli di Mercato (mln Euro)	Transazioni comparabili (mln Euro)	Regressione lineare (mln Euro)
Mediobanca	137 / 169	108 / 131	149 / 167	96 / 138
WTW	156 / 190	111 / 135	166	-
<i>range comune</i>	156 / 169	111 / 131	166	-

UniSalute (valori individuati con riferimento al 98,53% del capitale sociale)

	Metodo principale	Metodi di controllo		
	DDM (mln Euro)	Multipli di Mercato (mln Euro)	Transazioni comparabili (mln Euro)	Regressione lineare (mln Euro)
Mediobanca	666 / 809	664 / 742	728 / 759	794 / 838
WTW	699 / 795	643 / 758	714	-
<i>range comune</i>	699 / 795	664 / 742	-	-

I Corrispettivi determinati dalle Parti si collocano all'interno della fascia di sovrapposizione dei *range* di valore individuati in applicazione delle metodologie principali.

La congruità, dal punto di vista finanziario, dei predetti Corrispettivi è stata attestata da Mediobanca con la *fairness opinion* rilasciata al Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 29 giugno 2017 e allegata al Documento Informativo *sub B* e da WTW con la *fairness opinion* rilasciata in data 28 giugno 2017 al Comitato Parti Correlate.

In relazione a quanto precede, il Parere Metodologico rilasciato dalla Colombo & Associati in data 29 giugno 2017 (allegato al Documento Informativo) ha confermato “(i) la congruità dei principi e metodi di stima, applicati dagli Advisor Finanziari, rispetto agli standard utilizzati nella prassi per operazioni simili e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nella stima rispetto agli standard di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili”.

2.1.3 Destinazione dei mezzi raccolti

I mezzi raccolti dalla Società nel contesto dell'Operazione, pari complessivamente ad Euro 875 milioni, saranno destinati all'esercizio dell'attività di *holding* di partecipazioni, attività propria di Unipol nella sua qualità di impresa di partecipazione finanziaria mista, ed il loro impiego sarà rimesso alle deliberazioni dei competenti organi sociali.

2.2 Motivazioni dell'Operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali della Società

L'Operazione, come detto, rientra nell'ambito del Progetto di Razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, teso a realizzare una riorganizzazione complessiva coerente con la diversificazione dei due principali *business* del Gruppo, quello bancario e quello assicurativo.

In particolare, il Progetto mira a un ulteriore rafforzamento del comparto assicurativo, mediante la concentrazione di tutte le imprese assicuratrici in capo alla principale compagnia assicurativa del Gruppo Unipol, *i.e.* a UnipolSai, con conseguente semplificazione degli assetti di *governance* operativa nel settore assicurativo del Gruppo. Come anticipato, infatti, nell'ambito del Progetto è previsto che - qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti - si possa eventualmente perfezionare anche la cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai delle Partecipazioni Arca. La realizzazione del Progetto consente una riorganizzazione del Gruppo Unipol coerente con una più netta configurazione e distinzione del settore assicurativo, che viene ad essere concentrato sotto UnipolSai, dal settore bancario.

Tale riassetto comporta, inoltre, significativi vantaggi e benefici in termini di maggiore coerenza ed efficacia nel governo degli indirizzi e del coordinamento, organizzativo e operativo, dei due comparti. Il tutto, peraltro, in considerazione del fatto che Unipol, all'esito del prospettato scioglimento dell'ultima società controllante Finsoe S.p.A., verrà a ricoprire anche il ruolo di società posta al vertice del Conglomerato Finanziario Unipol.

Quanto alla valenza propriamente industriale, l'Operazione è finalizzata a rinnovare la struttura del Gruppo nel settore assicurativo, struttura 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. Tale disegno era stato coerentemente perseguito mediante la costituzione e acquisizione di compagnie assicuratrici distinte e dotate di autonoma strategia distributiva. L'evoluzione dei comportamenti dei consumatori, anche legata allo sviluppo tecnologico e alle nuove modalità di accesso all'offerta di servizi in genere, ha comportato più di recente un ripensamento del modello distributivo dell'impresa, determinando la necessità di integrare tra di loro, sul piano industriale, i differenti canali, in un approccio c.d. di multicanalità, conservando tuttavia l'identità e l'autonomia societaria delle singole compagnie, che – nei rispettivi settori di riferimento – già operavano quali riconosciute *leader* del mercato.

In coerenza con tale evoluzione, il Piano Industriale di Unipol approvato lo scorso anno prevede, tra le principali linee di sviluppo, la realizzazione di un sistema di offerta multicanale integrata.

L'Operazione risponde, dunque, a una precisa esigenza di aggiornamento del modello di offerta del Gruppo Unipol nel settore assicurativo, la cui realizzazione si prevede sia agevolata dalla concentrazione di tutte le compagnie di assicurazione sotto UnipolSai.

Infine, la configurazione societaria assunta dal Gruppo Unipol a seguito dell'Operazione risulta di più facile comprensione per il mercato, per gli azionisti e per gli altri *stakeholder*, con conseguenti impatti positivi attesi in termini di valorizzazione delle diverse componenti di *business* di Unipol, oltre che del Gruppo Unipol nel suo insieme.

2.3 Rapporti di Unipol con UniSalute, Linear e UnipolSai

2.3.1 Rapporti significativi intrattenuti da Unipol, direttamente o indirettamente tramite società controllate, con UniSalute e Linear, in essere al momento di effettuazione dell'Operazione

Alla Data di Esecuzione dell'Operazione, Unipol non intratteneva, direttamente e indirettamente tramite società controllate, rapporti significativi né con UniSalute né con Linear, diversi da quelli derivanti essenzialmente dalla gestione delle attività ordinarie e/o istituzionali, nonché da accordi aventi ad oggetto *service* infragruppo, come di seguito in sintesi descritto.

2.3.1.1 UniSalute

Alla Data di Esecuzione, Unipol deteneva n. 17.242.993 azioni ordinarie rappresentative del 98,53% del capitale sociale di UniSalute ed esercitava – ed esercita alla data del Documento Informativo – sulla medesima attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del Codice Civile. Alla medesima data, UniSalute deteneva – e detiene alla data del Documento Informativo – n. 15.690 azioni Unipol, acquistate a servizio dei deliberati piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore dei suoi dirigenti.

UniSalute ha optato – per il triennio 2015–2016–2017 – per il sistema di tassazione consolidata di Gruppo, ai fini Ires, in qualità di consolidata; a tal fine, Unipol e UniSalute hanno sottoscritto, nell'agosto 2015, un accordo relativo alla regolamentazione degli aspetti economico-finanziari e di procedura disciplinanti l'opzione in oggetto.

Come anticipato, nell'ambito della gestione delle attività ordinarie e/o istituzionali, nonché dei rapporti di *service* infragruppo, Unipol, alla Data di Esecuzione, intratteneva rapporti significativi con UniSalute anche tramite altre società del Gruppo, controllate dalla medesima Unipol, e in particolare:

- UnipolSai aveva – ed ha alla data del Documento Informativo – in essere con UniSalute appositi contratti volti a regolare rapporti di coassicurazione e riassicurazione, di distacco di dipendenti, di gestione delle risorse finanziarie e di locazione della sede

- legale. Inoltre, UnipolSai forniva a UniSalute attività e prestazioni di servizi con riferimento alle attività esternalizzate, regolate da appositi Contratti di Servizi;
- Unipol Banca, di cui Unipol detiene in via diretta e indiretta (tramite UnipolSai) il 100% del relativo capitale sociale, intratteneva – ed intrattiene alla data del Documento Informativo – con UniSalute rapporti di conto corrente e di conto deposito titoli;
 - Linear aveva – ed ha alla data del Documento Informativo – in essere con UniSalute appositi contratti per regolare l'esternalizzazione a quest'ultima di alcune attività legate alla gestione del danno alla persona;
 - Arca Assicurazioni aveva – ed ha alla data del Documento Informativo – in essere con UniSalute, un trattato di riassicurazione attiva per i rami infortuni e malattia, relativo ai prodotti salute.

2.3.1.2 Linear

Alla Data di Esecuzione, Unipol deteneva n. 19.300.000 azioni ordinarie rappresentative del 100% del capitale sociale di Linear ed esercitava – ed esercita alla data del Documento Informativo – sulla medesima attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e seguenti del Codice Civile. Alla medesima data, Linear deteneva – e detiene alla data del Documento Informativo – n. 14.743 azioni Unipol.

Linear ha optato – per il triennio 2015–2016–2017 – per il sistema di tassazione consolidata di Gruppo, ai fini Ires, in qualità di consolidata; a tal fine, Unipol e Linear hanno sottoscritto, nell'agosto 2015, un accordo relativo alla regolamentazione degli aspetti economico-finanziari e di procedura disciplinanti l'opzione in oggetto.

Come anticipato, nell'ambito della gestione delle attività ordinarie e/o istituzionali, nonché dei rapporti di *service* infragruppo, alla Data di Esecuzione, Unipol intratteneva rapporti significativi con Linear anche tramite altre società del Gruppo, controllate dalla medesima Unipol, e in particolare:

- UnipolSai aveva – ed ha alla data del Documento Informativo – in essere con Linear appositi contratti volti a regolare rapporti di natura riassicurativa, di gestione delle risorse finanziarie e di locazione della sede legale. Inoltre, UnipolSai forniva a Linear attività e prestazioni di servizi con riferimento alle attività esternalizzate, regolate da appositi Contratti di Servizi;
- UniSalute aveva – ed ha alla data del Documento Informativo – in essere con Linear appositi contratti per regolare la prestazione a favore di quest'ultima di servizi concernenti alcune attività legate alla gestione del danno alla persona;
- Unipol Banca, di cui Unipol detiene in via diretta e indiretta (tramite UnipolSai) il 100% del relativo capitale sociale, intratteneva – ed intrattiene alla data del Documento Informativo – con Linear rapporti di conto corrente e di conto depositi titoli.

2.3.2 Rapporti ed accordi significativi tra Unipol, le società da questa controllate, i dirigenti e i componenti del Consiglio di Amministrazione di Unipol e UnipolSai

Alla data del Documento Informativo – così come, in precedenza, alla Data di Approvazione dell'Operazione e alla Data di Esecuzione – Unipol controlla UnipolSai ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1), del Codice Civile ed esercita su quest'ultima attività di direzione e coordinamento ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2497 e seguenti del Codice Civile.

In virtù di quanto precede, come già ricordato, l'Operazione è stata qualificata (i) come operazione con parte correlata, ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura OPC di Unipol, e (ii) come operazione con soggetto collegato, ai sensi della Circolare 263 e della Procedura Soggetti Collegati di Unipol.

Tuttavia, dal momento che (i) l'Operazione ha previsto la cessione di partecipazioni da Unipol ad una propria controllata, *i.e.* UnipolSai, e che (ii) non sono state rinvenuti in quest'ultima

interessi di altri parti correlate né di altri soggetti collegati a Unipol qualificati come significativi, rispettivamente, ai sensi della Procedura OPC e della Procedura Soggetti Collegati, hanno trovato applicazione – in relazione all'intera Operazione – le esenzioni previste dall'art. 13 della Procedura OPC e dell'art. 5.4.3 della Procedura Soggetti Collegati.

Fermo quanto precede, a maggior garanzia della correttezza sostanziale e procedurale dell'*iter* decisionale relativo all'Operazione, Unipol ha comunque applicato, su base volontaria, i presidi dettati dall'art. 9 della Procedura OPC e dall'art. 5.2.2 della Procedura Soggetti Collegati per le operazioni di maggiore rilevanza. Di conseguenza, l'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Unipol è stata sottoposta all'esame preventivo da parte del Comitato Parti Correlate, che, in data 28 giugno 2017, ha espresso, all'unanimità, il proprio parere favorevole sull'interesse di Unipol al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In virtù della predetta esenzione, Unipol non ha invece proceduto alla pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 5 del Regolamento Parti Correlate.

Unipol intrattiene con UnipolSai rapporti di natura finanziaria, fiscale nonché di esternalizzazione di servizi funzionali all'esercizio dell'attività ordinaria.

Con riguardo, in particolare, ai rapporti finanziari, UnipolSai nel 2009 ha acceso a favore di Unipol due finanziamenti per un importo complessivo pari ad Euro 267,8 milioni nell'ambito delle operazioni di subentro da parte di UnipolSai nel ruolo di emittente – in sostituzione della controllante Unipol – dei prestiti obbligazionari subordinati Unipol 7% e Unipol 5,66%.

UnipolSai ha inoltre aderito per il triennio 2015–2017 al regime di tassazione di Gruppo disciplinato dall'art. 117 e seguenti del D.P.R. 917/86, facente capo alla consolidante Unipol. A tal fine Unipol e UnipolSai hanno sottoscritto, nell'agosto 2015, un accordo relativo alla regolamentazione degli aspetti economico-finanziari e di procedura disciplinanti la relativa opzione di adesione.

Quanto alla composizione del Consiglio di Amministrazione di Unipol e UnipolSai si rammenta che:

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

In aggiunta a quanto precede, i seguenti Dirigenti con responsabilità strategiche di Unipol sono anche Dirigenti con responsabilità strategiche di UnipolSai:

- **Matteo Laterza** riveste le cariche di Direttore Generale Area Assicurativa di Unipol e di Direttore Generale di UnipolSai;
- **Andrea Alessandri** riveste le cariche di Responsabile *Audit* di Unipol e di UnipolSai;
- **Renzo Avesani** riveste le cariche di *Chief Risk Officer* di Unipol e di UnipolSai, nonché la carica di *Chief Economist & Innovation Officer* di Unipol e UnipolSai;
- **Maurizio Castellina** riveste le cariche di Direttore Generale Area Amministrazione, Controllo di Gestione e *Operations* e di Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari di Unipol nonché di Condirettore Generale Area Amministrazione, Controllo di Gestione e *Operations* e di Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari di UnipolSai;

- **Pietro Ranieri** riveste le cariche di Responsabile *Compliance* e Antiriciclaggio di Unipol e UnipolSai;
- **Gian Luca De Marchi** riveste le cariche di Responsabile *Risk Management* di Unipol e UnipolSai;
- **Alberto Federici** riveste le cariche di Direttore Corporate *Communication e Media Relation* di Unipol e UnipolSai;
- **Alfonso Galante** riveste le cariche di Direttore Pianificazione Strategica, *Investor Relations e M&A* di Unipol e UnipolSai;
- **Roberto Giay** riveste le cariche di Direttore Generale Area Legale, Partecipazioni e Relazioni Istituzionali di Unipol e di Condirettore Generale Area Legale, Partecipazioni e Relazioni Istituzionali di UnipolSai;
- **Giuseppe Santella** riveste le cariche di Direttore Generale Area Risorse Umane e Organizzazione di Unipol e di Condirettore Generale Area Risorse Umane e Organizzazione di UnipolSai;
- **Gian Luca Santi** riveste le cariche di Direttore Generale Area Immobiliare e Società Diversificate di Unipol e di Condirettore Generale Area Immobiliare e Società Diversificate di UnipolSai.

I predetti Dirigenti con Responsabilità Strategiche rientrano tra i destinatari delle politiche di remunerazione adottate da Unipol e da UnipolSai, come descritte nelle rispettive relazioni sulla remunerazione predisposte ai sensi dell'art. 123-*ter* del Testo Unico della Finanza, disponibili sui rispettivi siti *internet*. Secondo quanto riportato nelle predette relazioni, una parte della remunerazione corrisposta da Unipol in favore dei predetti Dirigenti con responsabilità strategiche è sostenuta da UnipolSai, quale corrispettivo dei rapporti di distacco parziale dei Dirigenti stessi presso quest'ultima.

Fermo quanto precede, si prevede che l'Operazione non abbia alcun impatto sull'ammontare dei compensi dei predetti soggetti. Si segnala inoltre che l'Operazione non ha visto coinvolti, in qualità di parti correlate, i predetti soggetti. Si segnala, infine, che tra gli Amministratori e i Dirigenti con responsabilità strategiche di Unipol, da un lato, ed UnipolSai, dall'altro, alla Data di Esecuzione, non sussistevano rapporti significativi.

2.4 Documenti a disposizione del pubblico e luoghi di consultazione degli stessi

Il Documento Informativo e i relativi allegati sono a disposizione, di chiunque ne faccia richiesta, presso la sede legale di Unipol (Via Stalingrado n. 45, Bologna) e sul sito *internet* di Unipol (www.unipol.it), nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato eMarket Storage - consultabile all'indirizzo www.emarketstorage.com.

3. EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE

3.1 Effetti significativi dell'Operazione sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività della Società, nonché sulla tipologia di *business* svolta dalla Società medesima

L'Operazione determinerà benefici in termini di coerenza ed efficacia nel governo degli indirizzi e nel coordinamento, organizzativo e operativo, dell'intera attività assicurativa riferibile al Gruppo Unipol.

In particolare, l'Operazione favorirà lo sviluppo di un modello di offerta multicanale integrata, volto a tener conto dell'evoluzione dei comportamenti e delle esigenze dei consumatori, conservando tuttavia l'identità e l'autonomia societaria delle singole compagnie, che - nei rispettivi settori di riferimento - operano quali primari *leader* del mercato; l'attenzione al cliente finale e alla rete agenziale rappresenta, difatti, un elemento centrale del Piano Industriale 2016-2018 di Unipol, che mira a supportare e semplificare il processo di scelta dei clienti, anche attraverso il ricorso alla multicanalità supportata dalla professionalità e capacità consulenziale della rete agenziale.

Si segnala, inoltre, che l'Operazione contribuirà a consolidare il ruolo di Unipol quale *holding* di partecipazioni posta al vertice del governo strategico dei principali *business* che caratterizzano il Gruppo Unipol. Come già anticipato al riguardo, la configurazione societaria assunta ad esito dell'Operazione, potrebbe risultare, nella prospettiva del mercato e degli investitori, di più facile comprensione, con conseguenti impatti positivi in termini di valorizzazione delle diverse componenti di *business* di Unipol oltre che del Gruppo Unipol nel suo insieme.

3.2 Implicazioni dell'Operazione sulle linee strategiche afferenti i rapporti commerciali, finanziari e di prestazioni accentrate di servizi tra le imprese del Gruppo Unipol

Alla data del presente Documento Informativo, non si prevede che l'Operazione determini implicazioni significative nei rapporti finanziari e di prestazioni di servizi fra le imprese del Gruppo facente capo all'Emittente.

Con riferimento, invece, ai rapporti commerciali, il Piano Industriale 2016-2018 prevede, tra le principali linee di sviluppo, la realizzazione di un sistema di offerta multicanale integrata. Coerentemente con tale obiettivo, come già evidenziato, il perfezionamento dell'Operazione determinerebbe una serie di benefici tra cui un migliore e più efficace coordinamento dell'offerta di prodotto, la realizzazione di potenziali sinergie derivanti dall'arricchimento dell'offerta della rete agenziale e dalla condivisione del *know-how* assicurativo ed un miglioramento dei livelli di efficienza nell'approccio multicanale.

4. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI RELATIVI ALLE ATTIVITÀ ACQUISITE O RICEVUTE IN CONFERIMENTO

Non applicabile in quanto trattasi di operazione di cessione di partecipazioni.

5. DATI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI PRO-FORMA DELLA SOCIETA'

5.1 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Premessa

Il presente capitolo riporta i dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati *pro-forma* al 30 giugno 2017 di Unipol (*i.e.* i "Dati Pro-Forma") che recepiscono gli effetti sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica rappresentata nella Relazione Finanziaria Semestrale consolidata al 30 giugno 2017, derivanti dall'Operazione (di seguito anche la "Cessione").

Per la descrizione dell'Operazione, perfezionatasi in data 16 novembre 2017, si rinvia al capitolo 2 "Informazioni relative all'Operazione" del presente Documento Informativo.

I Dati Pro-Forma sono stati redatti unicamente a scopo illustrativo e sono stati predisposti esclusivamente ai fini della loro inclusione nel Documento Informativo.

I Dati Pro-Forma sono stati predisposti al fine di simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici, gli effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale-finanziaria del Gruppo Unipol come se la stessa fosse virtualmente avvenuta il 30 giugno 2017 e, per quanto si riferisce all'andamento economico, il 1° gennaio 2017. Si segnala, tuttavia, che le informazioni contenute nei Dati Pro-Forma rappresentano, come precedentemente indicato, una simulazione, fornita ai soli fini illustrativi, dei possibili effetti che potranno derivare dalla cessione. In particolare, poiché le informazioni *pro-forma* sono costruite per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni successive, nonostante il rispetto delle regole comunemente accettate e l'utilizzo di assunzioni ragionevoli, vi sono dei limiti connessi alla natura stessa delle informazioni *pro-forma*. Pertanto, si precisa che, qualora la cessione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti i Dati Pro-Forma.

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

I Dati Pro-Forma sono stati assoggettati a esame da parte della Società di Revisione che ha emesso la propria relazione in data 29 novembre 2017, con riferimento alla ragionevolezza delle ipotesi di base adottate, alla correttezza della metodologia utilizzata nonché alla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili adottati, allegata al presente Documento Informativo *sub* Allegato D.

5.1.1 Situazioni patrimoniali e conti economici *pro-forma*

Come illustrato in precedenza, l'Operazione è stata effettuata tra soggetti appartenenti al medesimo gruppo di controllo, facente capo a Unipol, e pertanto tra società rientranti nel medesimo perimetro di consolidamento del Gruppo Unipol. Conseguentemente l'Operazione non produce alcun effetto sulle singole voci dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico consolidati, ma determina unicamente un effetto sulla ripartizione del patrimonio netto consolidato del Gruppo Unipol tra quota di Gruppo e quota di terzi. Analogo effetto si produce anche sul risultato netto consolidato.

In considerazione di quanto sopra esposto, avvalendosi della facoltà prevista dallo Schema n. 3 dell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti, Unipol ha ritenuto di rappresentare gli effetti dell'Operazione sui dati consolidati di Unipol Gruppo limitatamente agli aggregati che riflettono variazioni rispetto ai dati storici, senza riportare gli schemi integrali della situazione patrimoniale finanziaria e del conto economico le cui voci non subiscono variazioni tra la situazione *ante* e quella *post* Operazione. Vengono pertanto di seguito illustrati gli effetti dell'Operazione rappresentando il patrimonio netto consolidato e il risultato netto consolidato del Gruppo e di terzi *ante* e *post* Operazione.

5.1.2 Descrizione degli effetti *pro-forma* derivanti dall'Operazione

Modalità di redazione dei Dati Pro-Forma

I Dati Pro-Forma sono stati redatti sulla base dei medesimi principi contabili adottati per la predisposizione della Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2017 del Gruppo Unipol, predisposta in accordo con gli *International Financial Reporting Standards* adottati dall'Unione Europea (IAS/IFRS), in particolare ai sensi dello IAS 34.

I Dati Pro-Forma derivano:

- dai dati storici della Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2017 del Gruppo Unipol, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol del 3 agosto 2017 e assoggettata a revisione contabile limitata da parte della Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 10 agosto 2017;
- dalle rettifiche *pro-forma* apportate per tenere conto degli effetti del perfezionamento della Cessione.

Le ipotesi assunte per la redazione dei Dati Pro-Forma sono le seguenti:

- finanziamento dell'operazione di acquisto, da parte di UnipolSai, della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, per complessivi Euro 875 milioni, tramite dismissione di titoli di stato governativi italiani, classificati nella categoria delle Attività disponibili per la vendita e, in misura residuale, mediante utilizzo di liquidità disponibile;
- investimento della liquidità incassata da Unipol, a fronte della Cessione, in titoli di stato governativi italiani e in depositi bancari con caratteristiche e proporzioni analoghe agli attivi disinvestiti da UnipolSai.

Sulla base delle sopra indicate assunzioni, l'Operazione non produce effetti sulle singole voci delle Attività, Passività e del Conto Economico consolidati della Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata al 30 giugno 2017 di Unipol, ma, come già evidenziato in precedenza, la Cessione determina unicamente un effetto sulla ripartizione del patrimonio netto consolidato del Gruppo Unipol tra la relativa quota di Gruppo e la quota di terzi. Analogo effetto si produce sul risultato netto consolidato.

In particolare, il Patrimonio netto *pro-forma* di pertinenza del Gruppo Unipol al 30 giugno 2017 si incrementa di 171 milioni di Euro rispetto al corrispondente dato risultante dalla Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata alla stessa data; di pari importo si decrementa il Patrimonio netto di terzi *pro-forma*. Tale effetto è dovuto alla porzione di plusvalenza derivante dalla Cessione realizzata nei confronti degli azionisti di minoranza di UnipolSai, determinata come differenza tra:

- (i) il corrispettivo riconosciuto da UnipolSai a Unipol per l'acquisizione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, pari complessivamente a Euro 875 milioni;
- (ii) il valore di pertinenza del Gruppo Unipol delle attività nette di Linear e UniSalute, comprensive degli avviamenti, così come rilevate nel bilancio consolidato del Gruppo Unipol medesimo al 30 giugno 2017, pari ad Euro 253 milioni,

tenuto debitamente conto della quota di UnipolSai detenuta da azionisti di minoranza, pari al 27,57%.

Relativamente al conto economico consolidato *pro-forma* del Gruppo Unipol al 30 giugno 2017, si rileva una diversa ripartizione del risultato consolidato tra Gruppo e terzi per Euro 3 milioni, con decremento del risultato di Gruppo a favore di quello di terzi dovuto sostanzialmente alla diminuzione dell'interessenza di Unipol nelle due società UniSalute e Linear.

5.1.3 Dati Pro-Forma

Si riportano di seguito i Dati Pro-Forma relativi al Patrimonio Netto consolidato e al Risultato Economico consolidato di Unipol al 30 giugno 2017 e per il semestre in esame:

<i>Valori in milioni di Euro</i>		Bilancio consolidato semestrale Unipol al 30/06/2017	Rettifiche <i>pro-forma</i>	Bilancio consolidato semestrale Unipol <i>pro-forma</i> al 30/06/2017
1	PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO	7.182	0	7.182
1.1	di pertinenza del gruppo	5.052	171	5.223
1.2	di pertinenza di terzi	2.130	-171	1.959

	UTILE (PERDITA) CONSOLIDATO	-390	0	-390
	di cui di pertinenza del gruppo	-489	-3	-494
	di cui di pertinenza di terzi	98	3	104

5.2 Indicatori *pro-forma* per azione di Unipol Gruppo

5.2.1 Dati storici e *pro-forma* per azione di Unipol Gruppo

	Gruppo Unipol 30/06/2017 dati storici	Gruppo Unipol 30/6/2017 <i>pro-forma</i>
Numero azioni	717.473.508	717.473.508
Risultato Netto di Gruppo (in milioni di Euro)	-489	-494
Risultato Netto di Gruppo per azione (in Euro)	-0,68	-0,69
Patrimonio netto di Gruppo (in milioni di Euro)	5.052	5.223
Patrimonio netto di Gruppo per azione (in Euro)	7,04	7,28

5.2.2 Variazioni dei dati per azione registrate per effetto dell'Operazione

Risultato netto di Gruppo per azione

L'indicatore è stato calcolato sulla base del risultato di pertinenza del Gruppo *pro-forma* attribuibile ai soci della controllante.

Patrimonio netto di Gruppo per azione

L'indicatore è stato calcolato sulla base del patrimonio netto di pertinenza del Gruppo *pro-forma* attribuibile ai soci della controllante.

Flussi di cassa per azione

Nessun effetto sui flussi di cassa consolidati del Gruppo Unipol.

6. PROSPETTIVE DELLA SOCIETÀ E DEL GRUPPO AD ESSO FACENTE CAPO

6.1 Indicazioni generali sull'andamento degli affari di Unipol Gruppo dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato

Si riportano di seguito i risultati consolidati del Gruppo Unipol al 30 settembre 2017, comunicati al mercato in data 9 novembre 2017 (cfr. comunicato stampa del 9 novembre 2017, pubblicato sul sito *internet* di Unipol all'indirizzo: <http://www.unipol.it/it/press-room/comunicati-stampa>):

Sintesi dei dati più significativi del Gruppo

<i>Valori in milioni di Euro</i>	30/9/2017	30/9/2016	<i>Var. %</i>
Raccolta assicurativa diretta	8.785	11.142	<i>(21,2)%</i>
Raccolta assicurativa diretta Danni	5.590	5.590	<i>(0,0)%</i>
Raccolta assicurativa diretta Vita	3.195	5.552	<i>(42,5)%</i>
Combined ratio Danni – lavoro diretto	96,8%	95,3%	
Combined ratio Danni – netto riassicurazione	96,4%	95,0%	
Risultato netto consolidato	(229)	439	
<i>Valori in milioni di Euro</i>	30/9/2017	31/12/2016	<i>Var. %</i>
Investimenti e disponibilità	70.983	83.428	<i>(14,9)%</i>
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	5.266	5.649	<i>(6,8)%</i>

Escludendo gli effetti *one-off* delle rettifiche su crediti del comparto bancario, al 30 settembre 2017 il risultato netto consolidato realizzato dal Gruppo è ammontato ad Euro 551 milioni (Euro 439 milioni al 30 settembre 2016), in sensibile crescita rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, grazie in particolare al miglior contributo della gestione finanziaria. Su tale risultato positivo ha tuttavia influito il piano di ristrutturazione del comparto bancario (cfr. successivo paragrafo 6.1.2) che, determinando un effetto economico negativo per Euro 780 milioni sui conti della controllata Unipol Banca al 30 giugno 2017, si è conseguentemente riflesso sul risultato netto consolidato al 30 settembre 2017 di Unipol, negativo per Euro 229 milioni.

6.1.1 Andamento del comparto manifatturiero e commerciale dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato

Non applicabile.

6.1.2 Andamento del comparto bancario dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato

Il comparto bancario del Gruppo Unipol è stato oggetto, nel corso del 2017, di un importante piano di ristrutturazione approvato, in data 27 luglio 2017, dai Consigli di Amministrazione di Unipol e UnipolSai, per quanto di rispettiva competenza.

Il piano di ristrutturazione del comparto bancario del Gruppo Unipol (il "**Piano di Ristrutturazione**"), oltre alla consistente azione di incremento delle rettifiche di valore del portafoglio dei crediti c.d. deteriorati di Unipol Banca – meglio descritta nel seguito – i cui

effetti economici sono stati recepiti, come già detto, nei dati contabili consolidati di Unipol al 30 giugno 2017, prevede, tra l'altro, il trasferimento, mediante scissione parziale proporzionale (la "Scissione") di Unipol Banca (anche la "Banca") in favore di una società di nuova costituzione (la "NewCo"), di un compendio aziendale (il "Compendio Scisso") comprensivo, *inter alia*, dell'intero portafoglio di crediti in sofferenza della Banca alla data di approvazione della situazione patrimoniale al 30 giugno 2017, con esclusione di quelli derivanti da finanziamenti per *leasing* e da crediti di firma, per un ammontare di circa Euro 3 miliardi (le "Sofferenze").

Le linee guida del predetto Piano di Ristrutturazione erano già state approvate dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 29 giugno 2017 ed erano state rese note al mercato dalla stessa Unipol in data 30 giugno 2017, con il medesimo comunicato stampa relativo all'approvazione del Progetto e dell'Operazione.

Il Piano di Ristrutturazione, della cui definitiva approvazione è stata data comunicazione al mercato da parte di Unipol e UnipolSai in data 28 luglio 2017, ha comportato:

- un incremento dei tassi medi di copertura dei crediti (c.d. *coverage ratio*) della Banca, con effetto alla data del 30 giugno 2017 - assumendo la prospettiva di trasferimento, al di fuori del perimetro individuale della stessa Banca, delle sole Sofferenze - in misura pari a: (i) l'80% per le Sofferenze, (ii) il 40% per i crediti verso clientela classificati nella categoria "Inadempienze probabili" e (iii) il 15% per quelli classificati tra gli "Scaduti"; tale incremento è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Banca in data 2 agosto 2017;
- lo scioglimento anticipato di un accordo di indennizzo precedentemente in vigore tra Unipol e Unipol Banca relativo ad uno specifico portafoglio di crediti di circa Euro 900 milioni lordi, compreso nelle Sofferenze oggetto di trasferimento a NewCo, in virtù del quale Unipol si è impegnata a corrispondere alla Banca un importo di circa Euro 670 milioni, di cui circa Euro 170 milioni versati in data 31 luglio 2017;
- l'integrale esecuzione, da parte di Unipol e di UnipolSai di versamenti in conto capitale in favore della Banca per un ammontare complessivo di Euro 900 milioni, in proporzione alle quote di capitale sociale detenute dai medesimi soci in Unipol Banca, al fine di mantenere - anche in considerazione del capitale della Banca destinato ad essere trasferito alla NewCo in sede di Scissione - una dotazione patrimoniale di quest'ultima almeno in linea con i *ratio* patrimoniali della Banca esistenti prima delle predette svalutazioni. Il versamento di competenza di Unipol, pari a circa Euro 520 milioni, è stato effettuato dalla stessa in data 31 luglio 2017; in pari data, UnipolSai ha versato in favore della Banca la quota di propria competenza, pari a circa Euro 380 milioni;
- è inoltre prevista l'erogazione da parte di Unipol e di UnipolSai, in proporzione alle rispettive quote di partecipazione al capitale della Banca, prima del perfezionamento della Scissione, ma successivamente all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte di Banca d'Italia, - autorizzazioni poi ottenute in data 30 ottobre 2017 - di un finanziamento soci in favore della Banca stessa, da ricomprendere successivamente nel Compendio Scisso, per un importo complessivo di Euro 300 milioni.

Al riguardo si prevede che, previo completamento del relativo *iter* societario, la Scissione venga perfezionata entro il primo trimestre 2018.

Ciò premesso, l'andamento nei primi nove mesi del 2017 del settore bancario è stato caratterizzato da una raccolta diretta che si è attestata a Euro 11.609 milioni (+10,2% rispetto agli Euro 10.535 milioni al 31 dicembre 2016) e da impieghi¹ verso la clientela pari a Euro 7.664 milioni (-10,7% rispetto agli Euro 8.579 milioni al 31 dicembre 2016). Il *coverage ratio* complessivo dei crediti deteriorati, a livelli di eccellenza nel sistema bancario italiano, è pari al 70,4% (80% per le sofferenze e 40% per gli *unlikely to pay*).

¹ Al netto dei crediti verso la capogruppo.

I ricavi del settore bancario al 30 settembre 2017 sono stabili rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con una lieve contrazione del margine finanziario compensata da un aumento del margine per servizi.

Il risultato *ante* imposte del settore bancario al 30 settembre 2017 è stato negativo per Euro 941 milioni, dopo avere rilevato rettifiche nette di valore su crediti derivanti dall'operazione di ristrutturazione del comparto bancario per Euro 945² milioni.

Si stima che i risultati economici del settore bancario di fine esercizio non si discosteranno significativamente da quelli realizzati al 30 settembre che, come sopra descritto, sono stati caratterizzati dalla predetta riorganizzazione.

6.1.3 Andamento del comparto assicurativo dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce l'ultimo bilancio pubblicato

Al 30 settembre 2017 la raccolta diretta assicurativa del Gruppo Unipol, al lordo delle cessioni in riassicurazione, si attesta a Euro 8.785 milioni, in decremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (Euro 11.142 milioni al 30 settembre 2016).

Settore Danni

La raccolta diretta Danni al 30 settembre 2017 è pari a Euro 5.590 milioni (in linea con il corrispondente periodo dell'esercizio precedente). La raccolta è stata trainata dal comparto Non Auto, che ha registrato premi pari a Euro 2.520 milioni (+3,2%), e dal ramo Corpi Veicoli Terrestri, con premi pari a Euro 470 milioni (+2,2%), che hanno compensato la *performance* del ramo R.C. Auto, dove la raccolta premi si è attestata a Euro 2.600 milioni (-3,3%), influenzata da una perdurante pressione concorrenziale sulle tariffe; si è registrata, invece, una sostanziale tenuta del portafoglio contratti. Le dinamiche in atto si stima peraltro che continueranno ad influenzare la raccolta anche nel 4° trimestre del 2017.

Il *combined ratio* netto riassicurazione³ al 30 settembre 2017 è risultato pari al 96,4% (96,8% lavoro diretto) rispetto al 95,0% dello stesso periodo del 2016.

Il *loss ratio* si attesta al 70,1% (68,5% al 30 settembre 2016) mentre l'*expense ratio* è pari al 26,3% (26,5% nello stesso periodo 2016). Sul *loss ratio* incidono nel 2017 maggiori sinistri da eventi atmosferici e di importo rilevante per un differenziale di circa 1,7 punti percentuali.

Il risultato *ante* imposte del comparto Danni al 30 settembre 2017 è stato positivo per Euro 539 milioni (Euro 470 milioni al 30 settembre 2016).

Non si segnalano variazioni significative del piano di riassicurazione che, al fine di ridurre il più possibile il rischio di controparte, continua ad essere frazionato e collocato presso primari riassicuratori professionali, valutati a elevato parametro di solidità finanziaria dalle principali agenzie di *rating* in un'ottica di completezza e concorrenzialità del servizio fornito.

Settore Vita

Nel comparto Vita, in un contesto di mercato che continua ad essere caratterizzato da tassi di interesse molto contenuti e negativi sul breve termine, il Gruppo conferma la scelta strategica di limitare i flussi di prodotti tradizionali con rendimento legato alle gestioni separate, orientando l'offerta su prodotti multiramo e *linked*.

Per effetto di quanto sopra, la raccolta diretta Vita, pari a Euro 3.195 milioni, registra un decremento del 42,5% (Euro 5.552 milioni al 30 settembre 2016), attribuibile in particolare al canale della bancassicurazione (-65,3%) per la forte contrazione della raccolta effettuata da Popolare Vita S.p.A. – società di bancassicurazione partecipata, per il 50% più una azione, da

² Dato gestionale.

³ Il *combined ratio* netto riassicurazione comprende l'*expense ratio* calcolato sui premi netti di competenza.

UnipolSai e, per la restante quota, dal Gruppo facente capo a Banco BPM S.p.A. (“**Gruppo Banco BPM**”) – che ha recentemente disdettato l’accordo di distribuzione in essere con il Gruppo Banco BPM. Si stima che le dinamiche in atto continueranno ad influenzare la raccolta anche nel 4° trimestre del 2017.

Il risultato *ante* imposte del comparto Vita al 30 settembre 2017 è stato positivo per Euro 288 milioni (Euro 279 milioni nel corrispondente periodo del 2016).

Gestione finanziaria

Per quanto riguarda la gestione degli investimenti finanziari, la redditività lorda del portafoglio degli investimenti finanziari assicurativi del Gruppo ha ottenuto nel periodo considerato un rendimento particolarmente significativo, pari al 3,8% degli *asset* investiti (3,6% al 30 settembre 2016), di cui il 3,4% relativo alla componente di cedole e dividendi.

6.2 Elementi di informazione in relazione alla evoluzione prevedibile della gestione relativa all’esercizio in corso

Ferme restando le dinamiche descritte nei paragrafi precedenti, i Risultati Economici netti consolidati che il Gruppo ha ottenuto nell’esercizio 2016 (Euro 535 milioni) e fino al 30 settembre 2017 (Euro 551 milioni, escludendo gli effetti economici sull’esercizio in corso derivanti dal piano di ristrutturazione del comparto bancario, stimati in circa Euro 780 milioni) sono in linea con le attese contenute nel Piano Industriale 2016–2018, diffuso a maggio 2016, che stimavano per il triennio un Risultato Economico netto consolidato cumulato compreso tra Euro 1.500 – 1.700 milioni (sempre escludendo dal confronto gli effetti del Piano di Ristrutturazione del Comparto Bancario che non erano stati inclusi nel Piano Industriale).

* * *

**DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO
ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI**

Il sottoscritto Maurizio Castellina, in qualità di Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di Unipol Gruppo S.p.A., attesta, ai sensi dell'art. 154-*bis*, comma 2, del TUF che l'informativa contabile contenuta nel presente Documento Informativo, diversa dai dati *pro-forma*, corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

Bologna, 30 novembre 2017



Maurizio Castellina

(Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari)

ALLEGATI

<u>Allegato "A"</u>	Parere del Comitato Parti Correlate di Unipol, cui è acclusa la Fairness WTW;
<u>Allegato "B"</u>	Fairness Mediobanca;
<u>Allegato "C"</u>	Parere Metodologico di Colombo & Associati;
<u>Allegato "D"</u>	Relazione della società di revisione sui dati economici e patrimoniali consolidati <i>pro-forma</i> .

[PAGINA IN BIANCO]

ALLEGATO "A"

**PARERE DEL COMITATO PARTI CORRELATE DI UNIPOL,
CUI È ACCLUSA LA FAIRNESS WTW**

**PARERE DEL
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI
UNIPOL GRUPPO S.P.A.**

28 giugno 2017

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'F. G.' or similar, located in the bottom right corner of the page.

1. Premessa

Il Comitato per le operazioni con parti correlate (il "Comitato OPC" o il "Comitato") di Unipol Gruppo S.p.A. ("Unipol" o la "Società") è stato chiamato ad esprimere il presente parere in relazione a un progetto che - come meglio descritto *infra* - mira a realizzare la concentrazione in UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("UnipolSai") della titolarità di tutte le partecipazioni in imprese assicurative presenti nel Gruppo Unipol.

Nel suo complesso, il progetto (il "Progetto") si pone quale obiettivo la cessione, da parte di Unipol, in favore di UnipolSai, delle partecipazioni detenute dalla medesima Unipol:

- (i) in UniSalute S.p.A. ("UniSalute") e Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. ("Linear"), nonché - indirettamente - della partecipazione in UniSalute Servizi S.r.l. ("UniSalute Servizi), società interamente controllata da UniSalute, e di alcune partecipazioni di minoranza detenute da Linear (l'"Operazione One"); nonché
- (ii) in un momento successivo, qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti, in Arca Vita S.p.A. ("Arca Vita") e - indirettamente - in Arca Assicurazioni S.p.A. ("Arca Assicurazioni"), società controllata da Arca Vita con un partecipazione pari al 98,12%, e Arca Vita International DAC ("AVI"), società interamente controllata da Arca Vita.

Il presente parere è reso dal Comitato OPC, in via volontaria, ai sensi dell'art. 9.1.6 della "Procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate" (la "Procedura OPC Unipol") adottata dalla Società ai sensi del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "Regolamento Consob"), nonché ai sensi dell'art. 5.2.2. della "Procedura per la gestione delle operazioni con soggetti collegati" (la "Procedura Soggetti Collegati") adottata da Unipol, in quanto capogruppo del Gruppo Bancario Unipol, ai sensi della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, Titolo V, Capitolo 5 (la "Circolare 263").

2. Descrizione del Progetto

2.1. Il Comparto assicurativo di Unipol e le società coinvolte nel Progetto

Unipol è una società di partecipazione finanziaria mista c.d. "intermedia", capogruppo del Gruppo Bancario Unipol e del Gruppo Assicurativo Unipol. Con riferimento, in particolare, al settore assicurativo, Unipol opera attualmente per il tramite di imprese di assicurazione e riassicurazione partecipate:

- (i) in via diretta:
 - Linear, società controllata al 100%, specializzata nella vendita diretta (canali *internet e call center*) di prodotti del comparto auto, che a propria volta detiene alcune partecipazioni di minoranza in (i) Pronto Assistance Servizi società consortile a responsabilità limitata ("Pronto Assistance"), pari al 3% del capitale sociale; (ii) UnipolSai Servizi Consortili società consortile a responsabilità limitata ("USC"), pari allo 0,20% del capitale sociale; e (iii) in Ufficio centrale italiano di assistenza assicurativa automobilisti in circolazione internazionale U.C.I. società consortile a responsabilità limitata ("UCI"), inferiore allo 0,1% del capitale sociale;
 - UniSalute, prima assicurazione sanitaria in Italia per numero di clienti gestiti, specializzata nel comparto salute (rami malattia e assistenza), il cui capitale sociale è detenuto per il 98,53% da Unipol;



- Arca Vita, società controllata da Unipol con una quota del 63,39% del capitale sociale, *joint venture* nel segmento della bancassicurazione realizzata con BPER Banca S.p.A. ("BPER") e con Banca Popolare di Sondrio S.coop.p.a. ("BPS"), che distribuisce i propri prodotti, unitamente alle controllate Arca Assicurazioni e AVI, attraverso le filiali di circa sessanta banche con le quali sono state stipulate apposite convenzioni;
 - UnipolSai, società quotata controllata da Unipol con una partecipazione pari, complessivamente, al 71,018% del capitale sociale (di cui il 51,027% detenuto direttamente, e il restante 19,991% in via indiretta per il tramite delle società controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investments S.p.A.), che svolge attività di assicurazione e riassicurazione, in tutti i rami danni e vita, prevalentemente tramite la propria rete agenziale;
- (ii) in via indiretta (per il tramite di UnipolSai):
- SIAT Società Italiana di Assicurazioni e Riassicurazioni S.p.A., società operante nel ramo Trasporti, con clienti *corporate* intermediati prevalentemente tramite *broker*;
 - Pronto Assistance S.p.A., attiva nel collocamento di polizze assicurative per servizi di assistenza nei settori della casa, della salute, dell'auto e del lavoro;
 - due compagnie specializzate nella riassicurazione, UnipolRe, detenuta al 100% indirettamente per il tramite della controllata UnipolSai Nederland B.V., e DDOR Re, compagnia di riassicurazione serba controllata direttamente e indirettamente al 100%;
 - alcune *joint venture* nel settore della bancassicurazione realizzate con primari operatori bancari italiani, quali il Gruppo Banco BPM (Popolare Vita e la controllata Lawrence Life), Banca Intermobiliare (BIM Vita) ed il Gruppo Unicredit (Incontra Assicurazioni);
 - DDOR Novi Sad, controllata al 100% da UnipolSai, secondo operatore sul mercato assicurativo serbo.

2.2. Motivazioni del Progetto

Le operazioni di cui sopra rientrano nell'ambito del Progetto di razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, teso a realizzare una riorganizzazione complessiva coerente con la diversificazione dei due principali *business*, bancario e assicurativo, mediante la netta configurazione di due distinti settori.

In particolare, tale Progetto prevede un'ulteriore evoluzione dell'assetto delle partecipazioni del Gruppo Unipol nel comparto assicurativo, mediante la concentrazione delle stesse in capo alla principale compagnia assicurativa del Gruppo Unipol, *i.e.* a UnipolSai, con conseguente semplificazione degli assetti di *governance* operativa nel settore assicurativo del Gruppo.

Il perfezionamento del Progetto consentirebbe infatti di aggregare l'intero *business* assicurativo riferibile al Gruppo Unipol sotto il controllo di UnipolSai, mantenendo invece quello bancario sotto Unipol Banca S.p.A., con l'effetto di avere due diversi soggetti – rispettivamente, UnipolSai e Unipol Banca – ciascuno "interposto" in via diretta a Unipol per il rispettivo comparto di riferimento, con numerosi vantaggi e benefici in termini di



coerenza ed efficacia nel governo degli indirizzi e del coordinamento, organizzativo e operativo, dei rispettivi comparti e a livello di sinergie operative e industriali.

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

In coerenza con tale evoluzione, il Piano Strategico triennale di Unipol approvato lo scorso anno – così come il Piano Strategico di UnipolSai – prevede, tra le principali linee di sviluppo, la realizzazione di un sistema di offerta multicanale integrata.

Il Progetto risponde dunque a una precisa esigenza di aggiornamento del modello di offerta del Gruppo nel settore assicurativo, la cui realizzazione verrebbe agevolata dalla concentrazione di tutte le compagnie assicurative sotto UnipolSai.

Il Progetto è altresì coerente con la realizzazione di un assetto di Gruppo di più facile comprensione per il mercato, per gli azionisti e per gli altri *stakeholder*, con conseguenti impatti positivi in termini di valorizzazione delle diverse componenti di *business* di Unipol oltre che del Gruppo Unipol nel suo insieme.

2.3. Struttura del Progetto e dei relativi accordi contrattuali

Come anticipato, il Progetto prevede innanzitutto la realizzazione dell'Operazione One, attraverso la cessione, da parte di Unipol a UnipolSai (congiuntamente le "Parti"), delle partecipazioni detenute dalla stessa Unipol in Linear e UniSalute, e segnatamente:

- della partecipazione in Linear, pari all'intero capitale sociale di quest'ultima (la "Partecipazione Linear") nonché, indirettamente, delle partecipazioni detenute da quest'ultima in Pronto Assistance, USC e UCI (le "Partecipazioni Indirette Linear" e, congiuntamente con la Partecipazione Linear, le "Partecipazioni Linear");
- della partecipazione in UniSalute, pari al 98,53% del capitale sociale di quest'ultima (la "Partecipazione UniSalute") nonché, indirettamente, della partecipazione detenuta da UniSalute nel capitale sociale di UniSalute Servizi (la "Partecipazione UniSalute Servizi" e, congiuntamente con la Partecipazione UniSalute, le "Partecipazioni UniSalute").

La sottoscrizione dei contratti di compravendita relativi all'Operazione One (*cf. infra*) è previsto avvenga entro la fine del corrente mese di giugno 2017, mentre il relativo perfezionamento è atteso per l'ultimo trimestre 2017, a seguito dell'avveramento delle rispettive condizioni sospensive. Resta in ogni caso inteso che ciascuna cessione potrà perfezionarsi indipendentemente dal completamento dell'altra.

Come anticipato, il Progetto contempla altresì la possibile cessione da Unipol a UnipolSai della partecipazione in Arca Vita, pari al 63,39% del capitale sociale di quest'ultima (la "Partecipazione Arca Vita"), nonché, indirettamente, delle partecipazioni detenute da Arca Vita in Arca Assicurazioni (la "Partecipazione Arca Assicurazioni") e in AVI (la

"Partecipazione AVI" e, congiuntamente con la Partecipazione Arca Vita e la Partecipazione Arca Assicurazioni, le "Partecipazioni Arca"). L'eventuale realizzazione di tale operazione, così come la relativa tempistica, sono tuttavia condizionate dagli esiti delle interlocuzioni preliminari avviate da Unipol con le banche distributrici del Gruppo BPER e con BPS, volte a una possibile rinegoziazione degli accordi di *bancassurance* attualmente in vigore (gli "Accordi di Bancassurance"), che giungeranno a scadenza il 31 dicembre 2019.

2.3.1 Accordo Quadro

Il Progetto è disciplinato, nel suo complesso, da un accordo quadro (l'"Accordo Quadro") ai sensi del quale è previsto tra l'altro che le Parti:

- contestualmente alla firma dell'Accordo Quadro, sottoscrivano due distinti contratti di compravendita (i "Contratti di Compravendita" o i "Contratti") aventi ad oggetto le Partecipazioni Linear (il "Contratto di Compravendita Linear") e le Partecipazioni UniSalute (il "Contratto di Compravendita UniSalute");
- qualora, nei termini sopra descritti, ne ricorrano i presupposti l'eventuale cessione da Unipol a UnipolSai delle Partecipazioni Arca (la "Cessione Arca").

Ferma restando l'unitarietà del Progetto nel suo complesso, la cessione delle Partecipazioni Linear, delle Partecipazioni UniSalute ed, eventualmente, delle Partecipazioni Arca - e conseguentemente i relativi contratti di compravendita - devono e dovranno in ogni caso intendersi tra loro indipendenti e non funzionalmente o causalmente collegati, di talché la ritardata o mancata esecuzione, così come l'inadempimento delle obbligazioni di uno qualunque dei relativi contratti e di una qualunque delle relative cessioni non inciderà sull'esecuzione (o sull'adempimento delle obbligazioni) degli altri contratti e delle altre cessioni.

2.3.2 Contratti di Compravendita Linear e UniSalute

Si riportano di seguito le principali previsioni dei Contratti di Compravendita relativi a Linear e UniSalute (le "Target"), in relazione ai quali il Comitato OPC ha acquisito un parere legale dello Studio Chiomenti attestante la conformità degli stessi con gli *standard* e le prassi di mercato per operazioni comparabili (la "Legal Opinion").

Corrispettivo

Il prezzo di acquisto (il "Prezzo di Acquisto") delle partecipazioni nelle Target è previsto sia pari a:

- Euro 160 milioni per le Partecipazioni Linear; e in
- Euro 715 milioni per la Partecipazione UniSalute.

Tali Prezzi di Acquisto, che saranno sottoposti all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Unipol e di UnipolSai 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 - che come detto rientrano all'interno dei *range* di valore individuati dagli *advisor* finanziari di entrambe le Parti - 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.

Come si dirà meglio oltre, i predetti Prezzi di Acquisto rientrano altresì all'interno dei *range* di valore autonomamente individuati, per ciascuna delle Target, dall'*advisor* finanziario indipendente nominato dal Comitato OPC, il quale, in data 28 giugno 2017, ha



rilasciato in favore del Comitato OPC una apposita *fairness opinion* (cfr. successivo paragrafo 5).

I Prezzi di Acquisto non sono soggetti a meccanismi di aggiustamento. La scelta di non prevedere un meccanismo di aggiustamento prezzo è dovuta a una serie di fattori e in particolare: (i) in primo luogo, al fatto che i Prezzi di Acquisto sono stati determinati (cfr. *infra*) attualizzando l'andamento prospettico delle Target dei prossimi anni, con la conseguenza che eventuali variazioni che dovessero verificarsi prima della data di perfezionamento delle cessioni – e che non fossero garantite dalla dichiarazione di cui al successivo punto (iii) – non produrrebbero un effetto significativo sui Prezzi delle medesime; (ii) in secondo luogo, alla circostanza che i Contratti prevedono l'impegno di Unipol a far sì che, per tutto il periodo compreso tra la data di sottoscrizione dei Contratti medesimi e la data di perfezionamento delle rispettive compravendite (c.d. *interim period*), UniSalute, UniSalute Servizi e Linear non compiano atti di straordinaria amministrazione (salvo che siano a ciò specificamente autorizzate da UnipolSai) ed operino in linea con l'attuale gestione corrente o comunque in attuazione di quanto già previsto nel piano strategico delle Target; (iii) in terzo e ultimo luogo, al fatto che i Contratti prevedono che il venditore dichiari e garantisca che, successivamente al 31 dicembre 2016 e sino alla data di perfezionamento di ciascuna cessione, non si siano verificati cambiamenti rilevanti tali da incidere sensibilmente sulla situazione patrimoniale o sull'andamento economico delle Target.

Condizioni sospensive

Come da prassi in questa tipologia di operazioni, i Contratti di Compravendita sono sospensivamente condizionati, ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 1353 e ss. del codice civile, al positivo avveramento di alcune condizioni sospensive, tra le quali in particolare l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte dell'IVASS.

Il Contratto di Compravendita UniSalute è altresì sospensivamente condizionato al positivo espletamento della procedura di offerta in prelazione della Partecipazione UniSalute ai soci di minoranza di UniSalute, e al mancato esercizio del diritto di prelazione da parte di questi ultimi.

Dichiarazioni e Garanzie - Obblighi di Indennizzo

I Contratti di Compravendita prevedono il rilascio da parte del venditore di dichiarazioni e garanzie – nonché l'assunzione di connessi obblighi di indennizzo – in linea con le prassi di mercato per operazioni comparabili, ovvero ragionevoli e appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità dell'Operazione.

3. Natura della correlazione e rilevanza dell'Operazione One

Come anticipato, il presente parere è reso dal Comitato OPC, in via volontaria, ai sensi dell'art. 9.1.6 della Procedura OPC Unipol e ai sensi dell'art. 5.2.2. della Procedura Soggetti Collegati.

UnipolSai, in quanto società controllata da Unipol, è infatti:

- (i) parte correlata della medesima Unipol ai sensi dell'Allegato 1 al Regolamento Consob e dall'art. 3 della Procedura OPC Unipol e
- (ii) soggetto collegato di Unipol ai sensi dell'art. 1.2 della Procedura Soggetti Collegati e della Circolare 263.

Il Progetto si qualifica pertanto sia come operazione con parte correlata che come operazione con soggetto collegato. In particolare, tenendo conto del Prezzo di Acquisto



previsto dai Contratti e delle soglie di rilevanza di cui (i) all'Allegato 3 del Regolamento Consob e all'art. 2 della Procedura OPC Unipol e (ii) all'Allegato B della Circolare e all'art. 1.2 della Procedura Soggetti Collegati, il Progetto nel suo insieme nonché l'Operazione One singolarmente considerata si qualificano come operazione di maggiore rilevanza. Le predette soglie sono superate, in via cumulata, dall'operazione nel suo complesso nonché, singolarmente, dalla cessione della Partecipazione UniSalute.

Dal momento (i) che le operazioni di compravendita contemplate dal Progetto prevedono la cessione di partecipazioni da Unipol a una propria controllata e (ii) che non si rinvergono in quest'ultima interessi di altre parti correlate né di altri soggetti collegati a Unipol qualificati come significativi, rispettivamente, ai sensi della Procedura OPC Unipol e della Procedura Soggetti Collegati, trova applicazione - in relazione all'intero Progetto - l'esenzione prevista dall'art. 13 della Procedura OPC Unipol e dell'art. 5.4.3 della Procedura Soggetti Collegati.

Fermo quanto precede, a maggior garanzia della correttezza sostanziale e procedurale dell'intero *iter* decisionale relativo al Progetto è stato comunque deciso di applicare, su base volontaria, i presidi dettati dall'art. 9 della Procedura OPC Unipol e dall'art. 5.2.2 della Procedura Soggetti Collegati per le operazioni di maggiore rilevanza.

In virtù della predetta esenzione, non è invece previsto che Unipol proceda alla pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 5 del Regolamento Consob.

4. Composizione e attività del Comitato OPC

In considerazione di quanto precede, il Comitato OPC - nella composizione di seguito specificata - è stato dunque coinvolto nella fase istruttoria e nella fase delle trattative relative al Progetto (e in particolare all'Operazione One), ricevendo un flusso informativo completo e tempestivo, richiedendo informazioni e formulando osservazioni ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative e dell'istruttoria, secondo quanto meglio descritto di seguito.

4.1 Composizione e riunioni del Comitato OPC

Ai fini della predetta attività, il Comitato OPC si è riunito complessivamente quattro volte e precisamente:

- il 6 giugno 2017, per una informativa preliminare sulle caratteristiche principali del Progetto, nonché per le valutazioni inerenti il conferimento di incarico ad un *advisor* finanziario indipendente, specificamente incaricato dal Comitato (*"Advisor Indipendente"* - *cfr. infra*);
- il 15 giugno 2017, per un aggiornamento sullo stato delle negoziazioni e per l'esame delle metodologie adottate dall'Advisor Indipendente per le attività valutative di competenza;
- il 26 giugno 2017, per l'esame (i) delle bozze sostanzialmente definitive degli accordi contrattuali; (ii) degli esiti dell'attività valutativa dell'Advisor Indipendente e dei *range* di prezzo individuati dal medesimo; e
- il 28 giugno 2017, per le determinazioni finali in ordine al rilascio del presente parere, previo esame dei testi sostanzialmente definitivi: (i) dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita di Linear e UniSalute; (ii) della Legal Opinion di Chiomenti sui predetti accordi; (iii) della *fairness opinion* dell'Advisor Indipendente attestante la



congruità, dal punto di vista finanziario anche rispetto a condizioni di mercato, dei Prezzi di Acquisto e (iv) del Parere Metodologico della Colombo&Associati (*cf. infra*).

Nelle riunioni del 15, 26 e 28 giugno 2017, il Comitato OPC – di norma composto da quattro Amministratori indipendenti nelle persone dei Consiglieri Pier Luigi Morara (con funzioni di Presidente), Anna Maria Ferraboli, Sandro Alfredo Pierri e Rossana Zambelli – ha operato senza la partecipazione del Consigliere Zambelli, risultando dunque composto da soli tre componenti. A valle della riunione del 6 giugno, il Consigliere Zambelli ha infatti comunicato al Presidente la sua decisione di volersi astenere dalla partecipazione ai lavori del Comitato in ragione della carica dalla stessa ricoperta quale Direttore nazionale della Confederazione Italiana Agricoltori. Quest'ultima è uno dei soci di minoranza di UniSalute (con una partecipazione pari a circa lo 0,44% del capitale sociale) a cui spetterebbe il diritto di prelazione sulle azioni di UniSalute al cui mancato esercizio – come sopra ricordato – è sospensivamente condizionata la cessione di UniSalute. Per tale ragione, pur non ritenendo di essere "correlata" – ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura OPC Unipol – rispetto alla specifica operazione in esame, il Consigliere Zambelli ha ritenuto che una sua astensione dalla partecipazione ai lavori del Comitato con riferimento al Progetto, e in particolare, all'Operazione One, fosse nel miglior interesse di Unipol e del Comitato OPC.

In occasione delle predette riunioni il Comitato OPC si è sempre riunito con la partecipazione di tutti i propri componenti (fatta appunto eccezione per il Consigliere Zambelli) e dell'intero Collegio Sindacale.

4.2 Attività del Comitato OPC

Fermo quanto precede, si riporta di seguito, più nel dettaglio, una sintesi dell'attività compiuta dal Comitato e dal relativo Presidente durante la fase istruttoria e delle trattative.

4.2.1 Informativa preliminare e individuazione degli advisor

A seguito della riunione del Consiglio di Amministrazione di Unipol del 10 maggio 2017, nel corso della quale è stato deliberato di autorizzare il proseguimento delle attività volte allo sviluppo e definizione del Progetto, l'Amministratore Delegato di Unipol, per il tramite della Direzione Generale Area Legale, Partecipazioni e Relazioni Istituzionali di Unipol, ha condiviso con il Presidente del Comitato OPC l'opportunità di applicare, su base volontaria, la Procedura OPC Unipol e la Procedura Soggetti Collegati, e di coinvolgere di conseguenza il Comitato OPC.

Il Comitato OPC si è quindi riunito, per una preliminare informativa sul Progetto, in data 6 giugno 2017. In tale occasione è stata fornita ai componenti del Comitato una prima illustrazione del Progetto nel suo complesso e delle operazioni dallo stesso contemplate, comprensiva tra l'altro di informazioni sul rationale strategico, sulla struttura degli accordi contrattuali e sulla tempistica di massima.

Il Comitato, dopo aver condiviso la scelta di applicare la Procedura OPC e la Procedura Soggetti Collegati su base volontaria, ha innanzitutto deciso di avvalersi del supporto di un proprio *advisor* finanziario indipendente, a cui affidare l'incarico di supportare il Comitato nella valutazione della congruità dei Prezzi di Acquisto negoziati tra le Parti, attraverso l'individuazione di *range* di valori delle partecipazioni nelle Target elaborati sulla base di autonome valutazioni – condotte applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale – e il successivo rilascio di una *fairness opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario,



dei Prezzi di Acquisto, prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale.

Il Comitato OPC, ha quindi individuato quale proprio *advisor* finanziario indipendente Towers Watson Italia S.r.l. ("WTW"). L'indipendenza di WTW è stata formalmente attestata dall'*advisor* medesimo con apposita dichiarazione, con la quale quest'ultima ha confermato, tra l'altro, l'insussistenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (a) Unipol, (b) i soggetti che controllano Unipol, le società controllate da Unipol o soggette a comune controllo con Unipol e (c) gli amministratori di Unipol e dei predetti soggetti, in grado di comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

Il Comitato è stato altresì informato della scelta della Società di avvalersi, nell'ambito del Progetto, del supporto di primari *advisor* finanziari e legali e in particolare: (i) di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca"), 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 partecipazioni nelle Target ritenuti congrui nonché a rendere una *fairness opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario, dei Prezzi di Acquisto; (ii) della Colombo & Associati S.p.A. ("Colombo & Associati"), quale *advisor* finanziario chiamato a rendere un parere c.d. "metodologico" (il "Parere Metodologico") avente ad oggetto la verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da Mediobanca e, più in generale, dell'intero processo valutativo svolto, validando la correttezza metodologica dell'intero processo, anche in concreto alla luce dei risultati raggiunti dal predetto *advisor*; (iii) dello Studio Chiomenti, quale consulente legale chiamato a supportare la Società nell'analisi dei profili legali del Progetto 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 quella allo studio.

Il Comitato OPC ha ritenuto (i) di avvalersi a sua volta, per i profili legali, del supporto del medesimo consulente incaricato dalla Società, vale a dire dello Studio Chiomenti, nel cui incarico è conseguentemente inclusa anche l'assistenza specifica in favore del Comitato e (ii) di estendere l'incarico conferito dalla Società alla Colombo & Associati anche alla verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da TWT, più in generale, dell'intero processo valutativo svolto, validando la correttezza metodologica dell'intero processo, anche in concreto alla luce dei risultati raggiunti dall'*Advisor* Indipendente.

Sempre in occasione della riunione del 6 giugno, il Comitato OPC ha infine (i) delegato il Presidente a essere coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria, attraverso la ricezione di flussi informativi, diretti comunque anche al Comitato nella sua interezza; (ii) approvato un calendario di massima delle riunioni del Comitato, da aggiornare di volta in volta alla luce dell'andamento dei lavori e di eventuali specifiche esigenze rinvenute, anche quale delegato del Comitato, da parte del Presidente.

4.2.2 Attività successive

Successivamente alla riunione del 6 giugno 2017, il Comitato OPC, e in particolare il relativo Presidente, sono stati costantemente ed effettivamente coinvolti nella fase istruttoria del Progetto e informati con riguardo alle attività di negoziazione degli accordi, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo da parte delle competenti funzioni aziendali e degli *advisor* incaricati.

Nel periodo intercorrente tra la prima e l'ultima riunione del Comitato (tenutasi il 28 giugno 2017), il Presidente del Comitato OPC ha interloquito e si è incontrato in più occasioni con esponenti dello Studio Chiomenti, per essere aggiornato sullo stato di avanzamento delle negoziazioni contrattuali.

 9

In particolare, nella riunione del 15 giugno 2017 Chiomenti ha informato il Comitato OPC sullo stato di avanzamento delle negoziazioni, illustrando le principali previsioni delle bozze degli accordi contrattuali e soffermandosi sui punti di maggiore attenzione, così come già avvenuto in occasione delle interlocuzioni con il Presidente.

Nella medesima riunione WTW ha confermato al Comitato OPC di aver ricevuto dalla Società e dalle Target tutta la documentazione e tutte le informazioni necessarie ai fini delle proprie verifiche e valutazioni, fornendo informazioni sull'impostazione del lavoro e sulle metodologie di stima utilizzate per le proprie valutazioni (*cf. infra*).

Al termine dei lavori il Comitato OPC, d'intesa con gli *advisor*, ha programmato un ulteriore incontro con l'*advisor* legale per ricevere, prima della riunione fissata per il 26 giugno, un aggiornamento sulle fasi finali delle negoziazioni contrattuali, delegando il Presidente a partecipare a tale incontro, relazionando in proposito il Comitato medesimo.

Il 21 giugno 2017 si è quindi svolto un incontro negoziale tra le Parti e i rispettivi legali, a cui hanno partecipato anche il Presidente Morara e i componenti del Comitato per le operazioni con parti correlate di UnipolSai. Durante tale incontro sono stati discussi e valutati gli ultimi aspetti contrattuali ancora aperti.

Il Comitato OPC si è quindi riunito il 26 giugno per essere aggiornato sugli esiti delle valutazioni dell'Advisor Indipendente e sui testi sostanzialmente definitivi dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita di Linear e UniSalute. In occasione di tale riunione il Comitato ha ricevuto da parte di WTW la documentazione contenente le valutazioni indipendenti relative a Linear e UniSalute da cui risultavano i *range* di valore individuati dalla medesima WTW (le "Valutazioni Indipendenti"), come descritti nel successivo paragrafo 5.

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 sopra indicati.

In occasione della riunione del 28 giugno 2017, il Comitato è stato dunque informato in relazione agli esiti delle predette negoziazioni e ha quindi ricevuto i testi sostanzialmente definitivi: (i) della *fairness opinion* di WTW sulla congruità dei Prezzi di Acquisto individuati dalle Parti; (ii) del Parere Metodologico della Colombo&Associati; (iii) dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita; e (iv) della Legal Opinion di Chiomenti.

Sempre durante tale riunione, il Comitato è stato altresì informato del fatto che l'Advisor Indipendente ha dichiarato di ritenere i predetti Prezzi di Acquisto congrui da un punto di vista finanziario prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, nonché dei contenuti del Parere Metodologico della Colombo&Associati che conferma: (i) la congruità dei principi e metodi di stima applicati dagli *advisor* finanziari 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.

5. Metodologie di stima applicate ai fini delle valutazioni dell'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 nelle Valutazioni Indipendenti predisposte da WTW e allegate al presente parere (Allegato 1).

5.1 Metodologie adottate

Nello specifico TWT ha:



5.1.1 eseguito una valutazione indipendente del valore di ciascuna Target ottenuto applicando il *Dividend Discount Model Approach* (DDM), noto anche come *Free Cash Flows* (flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti - "FCF") sotto la direttiva *Solvency II* a partire dal *business plan* di ciascuna delle Target; il flusso di cassa libero è definito come margine di profitto che è distribuito agli azionisti in seguito al raggiungimento dei requisiti di capitale sia legali che contabili. In base a questo approccio le proiezioni dei flussi di cassa liberi sono attualizzati utilizzando un tasso di rendimento (tasso di sconto). In particolare la metodologia DDM valuta la Società come segue:

- A. il capitale in eccesso viene meglio utilizzato dagli azionisti piuttosto che dalla Target stessa. Pertanto la metodologia di valutazione utilizzata assume che il capitale in eccesso venga immediatamente rilasciato agli azionisti. Il capitale in eccesso, in questo caso è definito come patrimonio netto tangibile meno i requisiti di capitale per mantenere il coefficiente di solvibilità in conformità con la strategia aziendale e la propensione al rischio;
- B. i FCF generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso. Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribuibile per l'applicazione del criterio è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività di ciascuna Target;
- C. il *Terminal Value* (il "TV") è stato determinato come valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è pari al valore dell'utile al netto delle tasse alla fine del 2021 moltiplicato per il dividend payout pari alla percentuale di utile distribuibile all'azionista.

Per la scelta dei parametri di modello, TWT si è basata principalmente sulle ipotesi fatte da ciascuna delle Target per la redazione del proprio *business plan* aziendale. In particolare, per quanto riguarda le assunzioni su premi sottoscritti e premi di competenza TWT non ha effettuato alcuna analisi di ragionevolezza o verifica indipendente. Per quanto riguarda invece le ipotesi operative, TWT ha effettuato una analisi di ragionevolezza tenendo in considerazione il *trend* storico di ciascuna Target negli ultimi tre anni e la propria esperienza nel mercato assicurativo.

TWT non ha eseguito una revisione indipendente dell'adeguatezza delle riserve e, nella propria valutazione si è basata sulle ipotesi di *run-off* incluse nel *business plan*.

5.1.2 Determinato un *range* di valori calcolati attraverso analisi di sensitività del modello DDM.

5.1.3 Effettuato un controllo sulla ragionevolezza dei risultati da essa stessa prodotti, confrontando i valori determinati così come descritto ai punti 5.1.1 e 5.1.2, con l'applicazione della metodologia dei multipli. I multipli sono indicatori che mettono in relazione una serie di variabili riferite ad una società in modo da renderle agevolmente e rapidamente confrontabili con quelle dei *competitor*. La metodologia dei multipli, utilizzata in questo contesto per il controllo dei risultati prodotti dal modello DDM, determina il valore di una compagnia come il prodotto tra il multiplo e l'utile della compagnia stessa ad una prefissata data. TWT ha adottato due tipologie di mutipli:

- *Price to Earnings* (P/E) di mercato;
- *Price to Earnings* (P/E) di transazioni comparabili.



I suddetti multipli sono stati applicati all'utile del piano quinquennale di ciascuna Target per validare il valore della compagnia adottando il DDM.

5.2 Esiti delle Valutazioni Indipendenti

5.2.1 UniSalute

La seguente tabella sintetizza i *range* di valore individuati da WTW con riferimento a UniSalute sulla base delle diverse metodologie di stima utilizzate dal medesimo Advisor Indipendente:

DDM			Metodi di controllo		
Analisi di sensitività range inferiore	Valore centrale	Analisi di sensitività range superiore	Multipli di transazioni comparabili	Multipli di mercato range inferiore	Multipli di mercato range superiore
699	747	795	714	643	758

5.2.2 Linear

La seguente tabella sintetizza i *range* di valore individuati da WTW con riferimento a Linear sulla base delle diverse metodologie di stima utilizzate dal medesimo Advisor Indipendente:

DDM			Metodi di controllo		
Analisi di sensitività range inferiore	Valore centrale	Analisi di sensitività range superiore	Multipli di transazioni comparabili	Multipli di mercato range inferiore	Multipli di mercato range superiore
156	173	190	166	111	135

5.3 Fairness Opinion

Tenendo conto dei *range* di valore risultanti dalle predette valutazioni WTW ha quindi rilasciato la *fairness opinion* allegata al presente parere (Allegato 1) attestante la congruità, da un punto di vista finanziario, dei Prezzi di Acquisto previsti dai Contratti di Compravendita relativi alle Partecipazioni in UniSalute e Linear prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale.

6. Considerazioni e valutazioni del Comitato OPC

6.1 Interesse della Società

Sulla base della documentazione esaminata dal Comitato OPC in riferimento all'intero Progetto e, più nello specifico, all'Operazione One nonché delle informazioni e dei chiarimenti forniti al Comitato medesimo e/o al componente da questi delegato (*i.e.* al Presidente) durante le riunioni e gli incontri con gli *advisor* incaricati e con le competenti funzioni aziendale (*cf. supra*), il Comitato ritiene che il Progetto nel suo insieme, e l'Operazione One in particolare, risultino funzionali al perseguimento dell'interesse sociale di Unipol e del Gruppo alla stessa facente capo.

Il Comitato OPC ritiene che la realizzazione del Progetto sia coerente con le motivazioni strategiche descritte nel precedente paragrafo 2 e con l'obiettivo primario - condiviso dal Consiglio di Amministrazione della Società dello scorso 10 maggio 2017 e coerente con il Piano Strategico triennale di Unipol approvato lo scorso anno - di perseguire un riassetto

complessivo del Gruppo coerente con la diversificazione dei due principali *business*, bancario e assicurativo, mediante la netta configurazione del comparto bancario e del comparto assicurativo.

Sulla base delle informazioni di cui sopra, il Comitato OPC ritiene di condividere che il Progetto consenta altresì (i) di rispondere a un'esigenza di aggiornamento del modello di offerta del Gruppo nel settore assicurativo, la cui realizzazione verrebbe agevolata dalla concentrazione di tutte le compagnie assicurative sotto la principale compagnia assicurativa del Gruppo, *i.e.* UnipolSai, e (ii) di perseguire una miglior valorizzazione delle diverse componenti di *business* di Unipol e del Gruppo nel suo insieme, realizzando un assetto di Gruppo di più facile comprensione per il mercato, per gli azionisti e per gli altri *stakeholder*.

Le predette valutazioni si riferiscono in prima analisi all'interesse al compimento del Progetto e dell'Operazione One nel loro complesso. Esse tuttavia devono ritenersi confermate anche nell'ipotesi in cui una o più delle singole operazioni di compravendita contemplate dal Progetto, per qualsivoglia ragione, non dovesse compiutamente realizzarsi o non dovesse realizzarsi secondo la tempistica ad oggi ipotizzata. La validità dell'intero Progetto e il perseguimento degli obiettivi ad esso sottesi non possono infatti ritenersi inficiati da eventuali circostanze successive che dovessero impedirne o rallentarne, in tutto o in parte, la piena realizzazione.

Quanto alle modalità prescelte per la realizzazione del Progetto, il Comitato rileva come esse consentano alle Target di conservare la propria autonomia e il proprio ruolo di *leader* del mercato nei settori di rispettiva competenza, beneficiando delle sinergie derivanti dal rapporto diretto con UnipolSai, conservando inalterati all'interno del Gruppo Unipol gli assetti partecipativi, con particolare riguardo alla minoranze azionarie presenti nel capitale sociale di Unipol e UnipolSai.

6.2 Convenienza e correttezza sostanziale e procedimentale dell'Operazione

Sotto il profilo della convenienza e correttezza sostanziale e procedimentale delle condizioni del Progetto e dell'Operazione One, il Comitato rileva quanto segue:

- il Comitato, nella sua interezza e/o per il tramite del proprio Presidente, è stato tempestivamente ed effettivamente coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e costante, in conformità a quanto prescritto dall'art. 9.1.1. della Procedura OPC Unipol e dall'art. 5.2.2. della Procedura Soggetti Collegati;
- ai fini della valutazione delle società Target e della conseguente determinazione dei Prezzi di Acquisto la Società si è avvalsa di un primario *advisor* finanziario, quale è Mediobanca;
- ai fini della negoziazione dell'Accordo Quadro e dei Contratti di Compravendita relativi a Linear e UniSalute e della predisposizione dei relativi testi contrattuali la Società si è avvalsa di un primario consulente legale, quale è lo Studio Chiomenti, che, come da richiesta del Comitato, ha svolto la propria attività anche nell'interesse di quest'ultimo, rilasciando in favore del Comitato apposita Legal Opinion attestante la conformità dei predetti accordi con gli *standard* e le prassi di mercato per operazioni comparabili;
- ai fini delle proprie valutazioni sulla correttezza sostanziale dell'Operazione One, il Comitato OPC si è avvalso del supporto di un primario *advisor* finanziario, WTW, del



quale ha preliminarmente verificato la riconosciuta professionalità, competenza e indipendenza;

- i Prezzi di Acquisto sono stati determinati dalle Parti con il supporto dei rispettivi *advisor* finanziari applicando metodologie di stima in linea con le migliori prassi di mercato per operazioni analoghe;
- i predetti Prezzi di Acquisto rientrano nei *range* di valore individuati da WTW nelle proprie Valutazioni Indipendenti e sono stati ritenuti *fair*, dal punto di vista finanziario, prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, dalla medesima WTW;
- in relazione ai medesimi Prezzi di Acquisto, è altresì previsto che anche Mediobanca rilasci una propria *fairness opinion* attestante la congruità dei Prezzi medesimi dal punto di vista finanziario;
- la convenienza del Progetto e dell'Operazione One risulta comprovata da motivazioni strategiche e industriali solide e coerenti con i Piani strategici di Gruppo.

7. Conclusioni

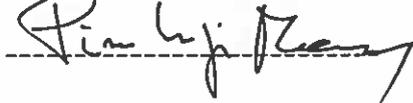
In considerazione di tutto quanto precede, il Comitato OPC, ai sensi dell'art. 9.1.6 del Regolamento OPC Unipol e dell'art. 5.2.2. della Procedura Soggetti Collegati, esprime, all'unanimità - senza tuttavia la presenza del Consigliere Zambelli per le ragioni sopra esposte - il proprio parere favorevole sull'interesse di Unipol Gruppo S.p.A. alla realizzazione del Progetto e, in particolare, al compimento dell'Operazione One nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il presente parere assume e presuppone che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del suo rilascio non subiscano modificazioni sostanziali e che non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni cui è stato chiamato il Comitato OPC.

Bologna, 28 giugno 2017

Per il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Il Presidente



Allegato 1: Fairness opinion in merito alla congruità finanziaria del prezzo di cessione della partecipazione UniSalute S.p.A.
Fairness opinion in merito alla congruità finanziaria del prezzo di cessione della partecipazione Linear S.p.A.

28 giugno 2017

Spettabile
Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Alla cortese attenzione del Presidente del Comitato Avv. Pier Luigi Morara

E.p.c.

Spettabile
Consiglio di Amministrazione di Unipol S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Alla cortese attenzione dell'Amministratore Delegato Dr. Carlo Cimbrì

Oggetto: Fairness Opinion in merito alla congruità finanziaria del prezzo di cessione della Partecipazione UniSalute S.p.A.

In conformità con la nostra lettera di incarico data 22 Giugno 2017 ("Contratto") tra Towers Watson Italia S.r.l. ("WTW", "noi") e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della compagnia Unipol S.p.A. ("Comitato", "Voi"), esprimiamo per mezzo della presente lettera il nostro parere ("Opinione") circa la congruità, da un punto di vista finanziario prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, del valore relativo alla Transazione (definita più avanti in questo documento) regolata dal contratto di compravendita (il "Contratto di compravendita") che sarà approvato durante il consiglio di amministrazione che si terrà il 29 giugno 2017.

Il Contratto di compravendita verrà sottoscritto a valle della predetta riunione consigliare del 29 giugno 2017 tra Unipol S.p.A., che vende, e UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("acquirente"), la quale acquista la quota del 98,53% detenuta da Unipol S.p.A., direttamente in UniSalute S.p.A. (la "Società") (da questo punto in poi la "Transazione").

Nel Contratto di compravendita il prezzo offerto ad Unipol S.p.A. per la quota del 98,53% detenuta da Unipol S.p.A. è di 715 €/M (il "prezzo").

Al fine di rilasciare la nostra Opinione abbiamo adottato come metodo principale di valutazione indipendente un Dividend Discount Model ("DDM") che è stato utilizzato per la stima del valore della Società al 31 dicembre

Via Vittor Pisani, 19
20124 Milano
Italia

T +39 02 63 78 01 01
F +39 02 95 44 18 76
W [willistowerswatson.com](http://www.willistowerswatson.com)

Towers Watson Italia S.r.l.
Capitale Sociale €100.000.000 i.v. - a socio unico - soggetta a Direzione e coordinamento della Towers Watson Ltd.
Cod. Fisc. P.IVARI CCIAA MI 069734 10159 REA MI 1318653

2016 e per la determinazione di un range di valore attraverso analisi di sensitività; abbiamo inoltre adottato come metodo di controllo la metodologia dei multipli.

Nello specifico abbiamo:

- 1.1 Eseguito una valutazione indipendente del valore della Società ottenuto usando il Dividend Discount Model, noto anche come Free Cash Flows (FCF) sotto la direttiva Solvency II a partire dal business plan della società; il flusso di cassa libero è definito come margine di profitto che è distribuito agli azionisti in seguito al raggiungimento dei requisiti di capitale sia legali che contabili. Sotto questo approccio le proiezioni dei flussi di cassa liberi sono attualizzate utilizzando un tasso di rendimento (tasso di sconto). In particolare la metodologia DDM valuta la Società come segue:
 - 1.1.1 Il capitale in eccesso viene meglio utilizzato dagli azionisti piuttosto che dalla società stessa. Pertanto la nostra metodologia di valutazione assumerà che il capitale in eccesso viene immediatamente rilasciato agli azionisti. Il capitale in eccesso, in questo caso è definito come patrimonio netto tangibile meno i requisiti di capitale per mantenere il coefficiente di solvibilità in conformità con la strategia aziendale e la propensione al rischio.
 - 1.1.2 I flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti ("FCF") generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso. Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribubile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività della Società.
 - 1.1.3 Il Terminal Value ("TV") è stato determinato come valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è pari al valore dell'utile al netto delle tasse alla fine del 2021 moltiplicato per il dividend payout pari alla percentuale di utile distribubile all'azionista.

Per la scelta dei parametri di modello ci siamo basati principalmente sulle ipotesi fatte dalla Società per la redazione del business plan aziendale. In particolare, per quanto riguarda le assunzioni su premi sottoscritti e premi di competenza non abbiamo effettuato nessuna analisi di ragionevolezza o verifica indipendente. Per quanto riguarda invece le ipotesi operative abbiamo effettuato una analisi di ragionevolezza tenendo in considerazione il trend storico della Società negli ultimi tre anni e la nostra esperienza nel mercato assicurativo.

Non abbiamo eseguito una revisione indipendente dell'adeguatezza delle riserve e, nella nostra valutazione, ci siamo basati sulle ipotesi di run-off incluse nel piano di business.

- 1.2 Determinato un range di valori calcolati attraverso analisi di sensitività del modello DDM.
- 1.3 Effettuato un controllo sulla ragionevolezza dei risultati da noi prodotti, confrontando i valori determinati così come descritto al punto 1.1. ed 1.2 adottando la metodologia dei multipli. I multipli sono indicatori che mettono in relazione una serie di variabili riferite ad una società in modo da renderle agevolmente e rapidamente confrontabili con quelle del competitor. La metodologia dei multipli, utilizzata in questo contesto per il controllo dei risultati prodotti dal modello DDM, determina il valore di una compagnia come il prodotto tra il multiplo e l'utile della compagnia ad una prefissata data. Abbiamo adottato due tipologie di multipli:
 - Price to Earnings (P/E) di mercato
 - Price to Earnings (P/E) di transazioni comparabili

I suddetti multipli sono stati applicati all'utile del piano quinquennale per validare il valore della Società adottando il DDM.

Nella tabella sottostante riportiamo i risultati della nostra valutazione, nonché dei due metodi di controllo adottati.

DDM			Metodi di controllo		
Analisi di sensitività range inferiore	Valore Centrale	Analisi di sensitività range superiore	Multipli di transazioni comparabili	Multipli di mercato	
				Range inferiore	Range superiore
699	747	795	714	643	758

* Valori in €/M

** 98,53% del valore della Società

La nostra Opinione è basata sulle informazioni contabili, attuariali e qualsiasi altra informazione che ci è stata fornita con riferimento al 31 dicembre 2016 ed al business plan quinquennale dalla Società durante la Management Presentation, sulla documentazione disponibile all'interno della Virtual Data Room alla data del 23 giugno 2017, oltreché su informazioni pubbliche di mercato. Inoltre, abbiamo preso in considerazione le effettive condizioni finanziarie della Società per l'effetto che potrebbero avere sulla valutazione delle attività finanziarie della stessa. Di conseguenza, dobbiamo specificare che potrebbero intervenire degli effetti successivi al 31 dicembre 2016 che potrebbero avere un impatto sulle conclusioni affermate in questo documento, restando inteso che non grava su WTW alcun impegno di aggiornare la conclusione raggiunta con l'Opinione. Abbiamo assunto che la Transazione si svolgerà in conformità a ciò che è previsto nel Contratto di compravendita.

Per maggior dettaglio sulle considerazioni e sulle analisi valutative si rimanda al documento tecnico denominato "Documento di Valutazione di UniSalute e Linear" elaborato da WTW in data 26 giugno 2017.

WTW, come pure tutte le altre società che fanno parte del nostro stesso gruppo, potrebbero aver prestato servizi ad Unipol S.p.A. in passato così come potrebbero fornire ad Unipol S.p.A. servizi non correlati alla Transazione; nel complesso, noi e le società appartenenti al nostro gruppo manterremo eventuali relazioni commerciali in essere con Unipol S.p.A. e con le altre società appartenenti al relativo gruppo così come ci riserviamo di averne in futuro. Tuttavia, WTW si assicura che siano implementati i meccanismi legali e le procedure scritte volte ad evitare la scorretta circolazione delle informazioni tra il team che lavora sulla Transazione ed il resto del team in base alle vigenti disposizioni legali.

L'Opinione espressa in questo documento è rigorosamente da intendersi:

(a) limitata alla sola verifica della congruità, da un punto di vista finanziario prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, del valore relativo alla Transazione, non potendo per effetto essere utilizzata per ulteriori e diversi scopi e

(b) fornita ad esclusivo beneficio del Comitato nella sua interezza, non essendo rivolta ad alcun soggetto terzo rispetto al Comitato stesso, ivi compresi i relativi singoli componenti.

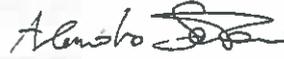
Sulla base di quanto sopra menzionato, riteniamo ad oggi il prezzo della Transazione, da un punto di vista finanziario, congruo, prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale.

Con i migliori saluti

Firmato in nome e per conto di Towers Watson Italia S.r.l.



Federica Pizzabala
Director



Alessandro Santoni
Director



Alessandro Pesci
Senior Consultant

28 Giugno 2017

Spettabile
Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Alla cortese attenzione del Presidente del Comitato Avv. Pier Luigi Morara

E.p.c.

Spettabile
Consiglio di Amministrazione di Unipol S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna
Alla cortese attenzione dell'Amministratore Delegato Dr. Carlo Cimbri

Oggetto: Fairness Opinion in merito alla congruità finanziaria del prezzo di cessione della Partecipazione Linear S.p.A.

In conformità con la nostra lettera di incarico data 22 Giugno 2017 ("Contratto") tra Towers Watson Italia S.r.l. ("WTW", "noi") e il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della compagnia Unipol S.p.A. ("Comitato", "Voi"), esprimiamo per mezzo della presente lettera il nostro parere ("Opinione") circa la congruità, da un punto di vista finanziario prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, del valore relativo alla transazione (definita più avanti in questo documento) regolata dal contratto di compravendita (il "Contratto di compravendita") che sarà approvato durante il consiglio di amministrazione che si terrà il 29 giugno 2017.

Il Contratto di compravendita verrà sottoscritto a valle della predetta riunione consigliare del 29 giugno 2017 tra Unipol S.p.A., che vende, e UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("acquirente"), la quale acquista l'intera partecipazione detenuta da Unipol S.p.A., direttamente in Linear S.p.A. (la "Società") (da questo punto in poi la "Transazione").

Nel Contratto di compravendita il prezzo offerto ad Unipol S.p.A. per l'intera partecipazione detenuta da Unipol S.p.A. è di 160 €/M ("prezzo").

Al fine di rilasciare la nostra Opinione, abbiamo adottato come metodo principale di valutazione indipendente un Dividend Discount Model ("DDM") che è stato utilizzato per la stima del valore della Società al 31 dicembre

Via Vittor Pisani, 19
20124 Milano
Italia

T +39 02 63 78 01 01
F +39 02 95 44 18 76
W willistowerswatson.com

Towers Watson Italia S.r.l.
Capitale Sociale €100.000.000 i.v. - a socio unico - soggetta a Direzione e coordinamento della Towers Watson Ltd.
Cod. Fisc. P.IVA/RIC/CAIA M 09373410158 REA M 1310553

2016 e per la determinazione di un range di valore attraverso analisi di sensitività, abbiamo inoltre adottato come metodo di controllo la metodologia dei multipli.

Nello specifico abbiamo:

- 1.1 Eseguito una valutazione indipendente del valore della Società ottenuto usando il Dividend Discount Model, noto anche come Free Cash Flows (FCF), sotto la direttiva Solvency II a partire dal business plan della società; nel DDM il flusso di cassa libero è definito come margine di profitto che è distribuito agli azionisti in seguito al raggiungimento dei requisiti di capitale sia legali che contabili. Sotto questo approccio le proiezioni dei flussi di cassa liberi sono attualizzati utilizzando un tasso di rendimento (tasso di sconto). In particolare la metodologia DDM valuta la Società come segue:
 - 1.1.1 Il capitale in eccesso viene meglio utilizzato dagli azionisti piuttosto che dalla società stessa. Pertanto la nostra metodologia di valutazione assumerà che il capitale in eccesso viene immediatamente rilasciato agli azionisti. Il capitale in eccesso, in questo caso è definito come patrimonio netto tangibile meno i requisiti di capitale per mantenere il coefficiente di solvibilità in conformità con la strategia aziendale e la propensione al rischio.
 - 1.1.2 I flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti ("FCF") generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso. Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività della Società.
 - 1.1.3 Il Terminal Value ("TV") è stato determinato come valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è pari al valore dell'utile al netto delle tasse alla fine del 2021 moltiplicato per il dividend payout pari alla percentuale di utile distribuibile all'azionista.

Per la scelta dei parametri di modello ci siamo basati principalmente sulle ipotesi fatte dalla Società Target per la redazione del business plan aziendale. In particolare, per quanto riguarda le assunzioni su premi sottoscritti e premi di competenza non abbiamo effettuato nessuna analisi di ragionevolezza o verifica indipendente. Per quanto riguarda invece le ipotesi operative abbiamo effettuato una analisi di ragionevolezza tenendo in considerazione il trend storico della Società negli ultimi tre anni e la nostra esperienza nel mercato assicurativo.

Non abbiamo eseguito una revisione indipendente dell'adeguatezza delle riserve e, nella nostra valutazione, ci siamo basati sulle ipotesi di run-off incluse nel piano di business.

- 1.2 Determinato un range di valori calcolati attraverso analisi di sensitività del modello DDM.
- 1.3 Effettuato un controllo sulla ragionevolezza dei risultati da noi prodotti, confrontando i suddetti valori adottando la metodologia dei multipli. I multipli sono indicatori che mettono in relazione una serie di variabili riferite ad una società in modo da renderle agevolmente e rapidamente confrontabili con quelle dei competitor. La metodologia dei multipli, utilizzata in questo contesto per il controllo dei risultati prodotti dal modello DDM, determina il valore di una compagnia come il prodotto tra il multiplo e l'utile della compagnia ad una prefissata data. Abbiamo adottato due tipologie di multipli:
 - Price to Earnings (P/E) di mercato
 - Price to Earnings (P/E) di transazioni comparabili

I suddetti multipli sono stati applicati all'utile del piano quinquennale per validare il valore della Società adottando il DDM.

Nella tabella sottostante riportiamo i risultati della nostra valutazione, nonché dei due metodi di controllo adottati.

DDM			Metodi di controllo		
Analisi di sensitività range inferiore	Valore Centrale	Analisi di sensitività range superiore	Multipli di transazioni comparabili	Multipli di mercato	
				Range inferiore	Range superiore
156	173	190	166	111	135

* Valori in €/M

** 100% del valore della Società

La nostra Opinione è basata sulle informazioni contabili, attuariali e qualsiasi altra informazione che ci è stata fornita con riferimento al 31 dicembre 2016 ed al business plan quinquennale dalla Società durante la Management Presentation, sulla documentazione disponibile all'interno della Virtual Data Room alla data del 23 giugno 2017, oltreché su informazioni pubbliche di mercato. Inoltre, abbiamo preso in considerazione le effettive condizioni finanziarie della Società per l'effetto che potrebbero avere sulla valutazione delle attività finanziarie della stessa. Di conseguenza, dobbiamo specificare che potrebbero intervenire degli effetti successivi al 31 dicembre 2016 che potrebbero avere un impatto sulle conclusioni affermate in questo documento, restando inteso che non grava su WTW alcun impegno di aggiornare la conclusione raggiunta con l'Opinione. Abbiamo assunto che la Transazione si svolgerà in conformità a ciò che è previsto nel Contratto di compravendita.

Per maggior dettaglio sulle considerazioni e sulle analisi valutative si rimanda al documento tecnico denominato "Documento di Valutazione di UniSalute e Linear" elaborato da WTW in data 26 giugno 2017.

WTW, come pure tutte le altre società che fanno parte del nostro stesso gruppo, potrebbero aver prestato servizi ad Unipol S.p.A. in passato così come potrebbero fornire ad Unipol S.p.A. servizi non correlati alla Transazione; nel complesso, noi e le società appartenenti al nostro gruppo manterremo eventuali relazioni commerciali in essere con Unipol S.p.A. e con le altre società appartenenti al relativo gruppo così come ci riserviamo di averne in futuro. Tuttavia, WTW si assicura che siano implementati i meccanismi legali e le procedure scritte volte ad evitare la scorretta circolazione delle informazioni tra il team che lavora sulla Transazione ed il resto del team in base alle vigenti disposizioni legali.

L'Opinione espressa in questo documento è rigorosamente da intendersi:

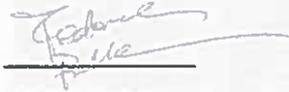
(a) limitata alla sola verifica della congruità, da un punto di vista finanziario prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale, del valore relativo alla Transazione, non potendo per l'effetto essere utilizzata per ulteriori e diversi scopi e

(b) fornita ad esclusivo beneficio del Comitato nella sua interezza, non essendo rivolta ad alcun soggetto terzo rispetto al Comitato stesso, ivi compresi i relativi singoli componenti.

Sulla base di quanto sopra menzionato, riteniamo ad oggi il prezzo della Transazione, da un punto di vista finanziario, congruo, prendendo anche a riferimento operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo locale ed internazionale.

Con i migliori saluti

Firmato in nome e per conto di Towers Watson Italia S.r.l.



Federica Pizzabala
Director



Alessandro Santoni
Director



Alessandro Pesci
Senior Consultant

[PAGINA IN BIANCO]



MEDIOBANCA

Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 29 giugno 2017

Spettabile
Unipol Gruppo S.p.A.
Via Stalingrado 45
40128 BOLOGNA

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Unipol Gruppo S.p.A. ("**Unipol Gruppo**" o la "**Società**") ha conferito a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**") un incarico di consulenza finanziaria (l' "**Incarico**") che prevede tra l'altro, l'emissione di una *fairness opinion* (il "**Parere**") a favore del Consiglio di Amministrazione di Unipol Gruppo, con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario dei corrispettivi per cassa che Unipol Gruppo riceverà a fronte della cessione alla controllata UnipolSAI Assicurazioni S.p.A. ("**UnipolSAI**") de (i) la totalità delle quote detenute in UniSalute S.p.A. ("**UniSalute**") e pari al 98.53% del capitale sociale e (ii) la totalità delle quote detenute in Linear S.p.A. ("**Linear**" e, unitamente a Unisalute, le "**Target**") e pari al 100.00% del capitale sociale (l' "**Operazione**").

Per quanto rappresentato dalla Società, l'Operazione si configura come "Operazione con Parti Correlate di maggiore rilevanza", ai sensi del Regolamento CONSOB n. 17221/2010 e successive modifiche, e della procedura interna per operazioni tra parti correlate adottata da Unipol Gruppo, nonché come "operazione con soggetti collegati" ai sensi della procedura per operazioni con soggetti collegati del gruppo bancario adottata dalla medesima Società ai sensi della Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006. Pur potendosi applicare l'esenzione prevista dalla procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate di Unipol e dalla procedura per l'effettuazione di operazioni con soggetti collegati (le "**Procedure**"), in caso di operatività posta in essere con una società controllata in assenza di interessi significativi di altre parti correlate a Unipol Gruppo, la Società ha ritenuto comunque opportuno applicare all'Operazione, su base volontaria, le Procedure, prevedendo in sintesi che l'Operazione sia approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Gruppo previo motivato parere favorevole del comitato per le operazioni con parti correlate sull'interesse di Unipol Gruppo al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società nell'ambito del processo decisionale relativo all'Operazione come rappresentata nella bozza dell'accordo quadro e nella bozza dei contratti di compravendita di UniSalute e di Linear (collettivamente i "**Documenti dell'Operazione**") e si basa sull'assunto che l'Operazione venga posta in essere secondo termini e condizioni non significativamente difformi da quelli in esso rappresentati. In particolare, il Parere è basato sulle assunzioni riportate al Paragrafo 2.2.

Il Parere è stato redatto da Mediobanca a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione della Società che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza nei limiti e termini contenuti nel presente Parere. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso, salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero ove ciò sia richiesto da leggi o regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti, mercato o altra autorità competente, fermo restando che è autorizzata sin da ora esclusivamente la



pubblicazione di una copia integrale (e non per estratto) del presente Parere quale allegato del documento informativo che Unipol Gruppo pubblicherà ai sensi dei regolamenti Consob applicabili all'Operazione; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi, ivi inclusi gli azionisti di Unipol Gruppo, sulla bontà e convenienza dell'Operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza. In particolare, il presente Parere non ha ad oggetto l'opportunità di porre in essere l'Operazione, non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della stessa.

Si precisa che Mediobanca opera in qualità di consulente finanziario e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione consulenziale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, attuariale, contabile, fiscale, industriale, ambientale, tecnica. È espressamente escluso un qualsiasi potere del consulente finanziario di vincolare o condizionare in alcun modo il Consiglio di Amministrazione della Società nelle proprie decisioni in relazione all'Operazione e il Parere si basa sul presupposto che l'Operazione e i termini e condizioni della stessa vengano valutati dai membri del Consiglio di Amministrazione della Società in autonomia di giudizio.

Mediobanca riceverà ai sensi dell'Incarico una remunerazione non condizionata al completamento dell'Operazione. Si precisa inoltre che:

- dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, Mediobanca ritiene che non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (i) Unipol Gruppo, con (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate, nonché con gli amministratori di cui ai punti (i) e (ii), che possano pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di Mediobanca;
- Mediobanca fa parte di un primario gruppo bancario che svolge, tra l'altro, attività di *investment banking*, servizi di consulenza finanziaria, attività di negoziazione titoli e attività di finanziamento per varie tipologie di soggetti e istituzioni. Nel corso del normale esercizio di tali attività, Mediobanca potrebbe in certe occasioni effettuare operazioni e detenere posizioni in titoli (inclusi titoli derivati) o strumenti finanziari (inclusi debiti bancari o altre obbligazioni) della Società e/o delle sue controllate e/o collegate, per conto proprio o per conto dei propri clienti. È perciò possibile che società del gruppo o taluni clienti del gruppo stipulino accordi o detengano partecipazioni o altri titoli di Unipol Gruppo o di UnipolSAI. Tuttavia, idonee procedure interne sono state stabilite per monitorare e gestire potenziali conflitti di interesse, al fine di assicurare che le attività di consulenza finanziaria siano svolte indipendentemente dalle, e gestite separatamente rispetto alle, attività sopra menzionate;
- nel normale svolgimento delle sue attività e servizi, Mediobanca ha attualmente in essere un rapporto di finanziamento con UnipolSAI e, negli ultimi due anni ha intrattenuto rapporti di finanziamento con società del gruppo Unipol;
- si ritiene che nessuna delle sopra menzionate circostanze, in accordo con la "Politica per la gestione dei conflitti di interesse" di Mediobanca, pregiudichi l'indipendenza di Mediobanca con riferimento all'Operazione.

Le valutazioni condotte sono riferite alla situazione economico patrimoniale di Linear e UniSalute come identificate nelle informazioni messe a disposizione di Mediobanca dal *management* della Società tramite la piattaforma di Virtual Dataroom e contenenti proiezioni economico-patrimoniali lungo l'arco di piano 2017-2021 (il "**Set Informativo**") su cui Mediobanca non ha svolto alcuna autonoma verifica. Stante i criteri di valutazioni utilizzati, il Parere è necessariamente riferito alle condizioni economiche e di mercato alla data del 23 Giugno 2017. Mediobanca ha basato le proprie analisi sul fatto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili e la data del Parere non si siano verificati



mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario di UniSalute e Linear. In ogni caso, a tal proposito, è inteso che modifiche o sviluppi successivi del contesto politico e/o normativo e/o regolamentare, nelle condizioni di mercato così come in tutte le Informazioni (come di seguito definite) utilizzate nei termini e condizioni dell'Operazione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni ivi presenti, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere e/o l'utilizzo dello stesso per scopi diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto può comportare un'errata interpretazione, anche in maniera significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. In nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. In particolare, il presente Parere e le conclusioni in esso contenute non configurano la prestazione di servizi e attività di investimento, ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato. Il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico, né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

Le valutazioni esposte nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e di *going concern* pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative e/o impatti fiscali e/o contabili e/o finanziari e/o operativi dell'Operazione. Inoltre il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Mediobanca anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni.

Inoltre, va rilevato che le analisi valutative sono state effettuate al solo scopo di valutare la congruità del corrispettivo in cassa che Unipol Gruppo riceverà a fronte della cessione della totalità delle azioni detenute nelle società Target. Pertanto, con il presente Parere, Mediobanca non esprime alcun giudizio circa: (i) il valore economico e/o il prezzo di mercato pre o post Operazione, che le società Target potrebbero avere in futuro o in un contesto diverso rispetto a quello in esame, ivi incluso in ipotesi di realizzazione dell'Operazione con termini e condizioni diversi rispetto a quelli ad oggi proposti nei Documenti dell'Operazione, né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici delle società Target; o (ii) la situazione finanziaria e/o la solvibilità delle società Target. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o parziale delle informazioni contenute nel Parere.

1. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico e nell'elaborazione del Parere, Mediobanca ha fatto riferimento a informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle varie metodologie valutative selezionate, a documenti, dati ed informazioni forniti dalla Società, anche nel corso di incontri con il management (complessivamente, le "**Informazioni**"), tra cui la seguente documentazione (la "**Documentazione Rilevante**"):

- a) i Documenti dell'Operazione portati in approvazione all'odierno consiglio di amministrazione;
- b) bilanci civilistici di UniSalute e Linear relativi agli esercizi 2015 e 2016;



- c) presentazioni preparate dal management di UniSalute e Linear sull'andamento della gestione al 31 marzo 2017;
- d) presentazioni preparate dal management di UniSalute e Linear a supporto della *management presentation* tenutasi in data 16 giugno, contenenti una descrizione sintetica delle società, il mercato di riferimento, i canali distributivi, la struttura organizzativa e il modello operativo, i risultati storici, il business plan 2017-2021 e le azioni strategiche previste;
- e) Business Plan 2017-2021 (il "**Business Plan 2017-2021**") redatto secondo i principi contabili italiani e internazionali e approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle società Target in data 16 marzo 2017 ai fini dell'Impairment Test;
- f) Relazioni Own Risk and Solvency Assessment sui dati dell'esercizio 2016 ("**Report ORSA 2016**") e proiezioni di Solvency Capital Requirement per il periodo 2017-2021;
- g) per un campione di compagnie assicurative quotate, dati di mercato da Bloomberg e Factset e informazioni relative a dati economici e patrimoniali attuali e report degli analisti di ricerca (c.d. *consensus*);
- h) per un campione di precedenti transazioni ritenute comparabili con quella in esame, informazioni pubblicamente disponibili da Mergermarket, Dealogic, comunicati stampa e presentazioni alla comunità finanziaria disponibili sui siti internet delle società coinvolte nelle transazioni precedentemente avvenute;
- i) informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

Sono stati inoltre realizzati incontri di approfondimento con il *management* delle Target e di Unipol Gruppo finalizzati ad ottenere chiarimenti sulle principali *assumptions* sottostanti le proiezioni economico-patrimoniali contenute nel Set Informativo, sulle metodologie di reportistica contabile e sulle attese relativamente all'andamento delle società Target e del settore di riferimento.

Nell'espletamento dell'incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha:

- confidato (a) sulla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate, ivi inclusi la Documentazione Rilevante, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi, e (b) sul fatto che non vi siano dati, informazioni o fatti non rivelati la cui omissione renda ingannevoli le Informazioni;
- fatto affidamento (a) sugli aspetti legali, contabili, fiscali, attuariali e tecnici dell'Operazione così come riportati nelle Informazioni e nella Documentazione Rilevante e (b) sul fatto che le proiezioni economico-patrimoniali relative alle società Target oggetto dell'Operazione ricevute da Mediobanca siano state preparate sulla base di assunzioni ragionevoli e che riflettano le stime più accurate possibili effettuate dal *management* in relazione allo sviluppo futuro del *business* e dei risultati economico-patrimoniali delle Società Target oggetto dell'Operazione.

Mediobanca non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per le proprie analisi e per l'elaborazione e la stesura del Parere.



2. Principali difficoltà e limiti della valutazione e assunzioni sottostanti il Parere

2.1 Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- 1) le proiezioni economico-finanziarie e le stime attuariali, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;
- 2) poiché le azioni di UniSalute e Linear non sono quotate presso mercati regolamentati, assenza di prezzi di mercato e previsioni sui risultati attesi;
- 3) assenza di compagnie di assicurazioni quotate strettamente comparabili per dimensione e tipologia di operatività a UniSalute e Linear. Pertanto con riferimento all'applicazione delle metodologie valutative dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili si segnala che:
 - a. Per Linear si è riscontrato un campione ristretto di società che operano prevalentemente in UK e US sia per l'applicazione della metodologia di multipli dei mercati sia per le transazioni comparabili e, in quest'ultimo caso, caratterizzato da variabilità dei multipli riconosciuti e da differenti redditività;
 - b. Per UniSalute il campione di società ritenute comparabili fa prevalentemente riferimento a player che operano prevalentemente in US, le cui caratteristiche potrebbero differire anche significativamente dal mercato domestico in cui opera UniSalute.

2.2 Principali assunzioni sottostanti il Parere

In relazione a quanto sopra riportato, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate le seguenti principali assunzioni inerenti:

- a) la capacità di Linear e UniSalute di realizzare le proiezioni economico patrimoniali rappresentate nel Business Plan 2017-2021;
- b) non è stata ipotizzata la realizzazione di sinergie derivanti dal completamento dell'Operazione, come da indicazioni del management di Unipol Gruppo in quanto non quantificabili al momento della stesura del presente Parere;

Occorre pertanto segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si manifestino modifiche rispetto a quanto sopra ipotizzato, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Mediobanca, come già indicato in premessa, peraltro non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni, anche nel caso si verificassero una o più delle variazioni sopra richiamate.



3. Individuazione del percorso valutativo condotto e della congruità del corrispettivo della cessione

3.1 Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal Parere stesso nella sua interezza.

3.2 Il percorso valutativo

3.2.1 Metodologie valutative

Tenuto conto, oltre che delle Informazioni disponibili, della tipologia di Operazione, del settore di riferimento in cui operano le società oggetto dell'Operazione, delle caratteristiche specifiche delle stesse e della loro tipologia di operatività, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, le metodologie valutative individuate sono le seguenti:

Metodologia di valutazione principale:

- a) *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital* ("**DDM**").

Alla base di tale scelta vi è la considerazione che tale metodologia consente di apprezzare le capacità prospettive di generare redditi e flussi di cassa disponibili per gli azionisti derivanti dalle proiezioni economico-patrimoniali in un arco di piano quinquennale, predisposti dai rispettivi management e approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle società Target.

Metodologie di valutazione di controllo:

I risultati ottenuti con l'utilizzo della metodologia principale sono stati confrontati, ai fini di verifica e controllo, con:

- b) Multipli di Mercato – Price/Earning ("**P/E**") e Regressione Lineare;
c) Transazioni Comparabili.

3.2.2 Metodologia di valutazione principale

a) *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*

Come metodologia di valutazione principale ai fini della valorizzazione delle Target è stato selezionato il DDM. Tale metodologia è riconosciuta dalla dottrina e dalla prassi internazionale come la metodologia più analitica per la valutazione di società assicurative operanti nel segmento danni quali Linear ed UniSalute e l'unico, fra i metodi selezionati, in grado di recepire pienamente le proiezioni economico-finanziarie messe a disposizione di Mediobanca.



La metodologia del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*, si fonda sull'assunto che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- Flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso
- Terminal Value calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo ("**g**").

Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle Target.

Ai fini del presente Parere si è utilizzato quale periodo esplicito l'arco temporale 2017-2021 sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali fornite dalla Società tramite la piattaforma di Virtual Dataroom.

In termini sintetici, la formalizzazione di quanto sopra esposto si può rappresentare nel modo seguente:

$$W = DIV_a + VT_a$$

dove:

- "**W**" rappresenta il valore economico della compagnia oggetto di valutazione
- "**DIV_a**" rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un determinato periodo esplicito nel rispetto del livello minimo di patrimonializzazione Solvency II individuato
- "**VT_a**" rappresenta il valore attuale del Terminal Value ed è stato stimato con la formula del cd. Gordon Growth Model:

$$\text{Terminal Value} = \frac{(\text{RoTE}_n - g)}{(K_e - g)} \times \text{Patrimonio Netto Tangibile}$$

dove:

- "**RoTE_n**" rappresenta il ritorno sul Patrimonio Netto Tangibile di lungo termine
- "**K_e**" rappresenta il costo opportunità del capitale stimato applicando la formula del Capital Asset Pricing Model

Al fine di definire il *range* di valutazione di seguito evidenziato si è effettuata un'analisi di sensitività per entrambe le Target sia sul *combined ratio* sia sulla posizione di capitale target (c.d. Solvency II).



Dall'applicazione della metodologia del DDM si ottiene pertanto un *range* di valorizzazione compreso tra Euro 666m e Euro 809m per il 98.53% del capitale sociale di UniSalute e tra Euro 137m e Euro 169m per il 100.00% del capitale sociale di Linear.

3.2.3 Metodologie di valutazione di controllo

b) Multipli di Mercato e Regressione Lineare

Multipli di Mercato: tale metodologia è basata sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione della metodologia si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

L'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato si articola nelle seguenti fasi:

- 1) selezione del campione di riferimento e verifica della sua rappresentatività;
- 2) determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa;
- 3) identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi per il settore oggetto di analisi;
- 4) determinazione dei Multipli di Mercato per le società incluse nel campione e conseguente determinazione del valore teorico attribuito dal mercato alla target.

Una delle ipotesi fondamentali alla base di tale metodologia è l'affinità fra la società oggetto di valutazione e le società selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione.

La scelta dei multipli avviene in base alle caratteristiche del settore nel quale l'azienda da valutare opera. Per quanto concerne l'identificazione del valore economico di Linear e UniSalute è stato utilizzato il rapporto Price/Earning. Nel caso in esame si segnala l'assenza di peers strettamente comparabili a Linear e UniSalute quotati e operativi nei mercati geografici di riferimento, pertanto sono state selezionate società che operano prevalentemente nel Regno Unito e negli Stati Uniti le cui caratteristiche potrebbero differire anche significativamente dal mercato domestico in cui operano le Target.

L'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato è stata effettuata prendendo a riferimento le stime di utile netto per il 2018 e per il 2019 contenute nel Business Plan 2017-2021.

Al fine di definire il *range* di valutazione di seguito evidenziato sono stati utilizzati i multipli Price/Earning del campione selezionato per gli anni 2018 e 2019.

Dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato si ottiene un *range* di valorizzazione compreso tra Euro 664m e Euro 742m per il 98.53% del capitale sociale di UniSalute e tra Euro 108m e Euro 131m per il 100.00% del capitale sociale di Linear.

Regressione Lineare: tale metodologia stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente sul mercato tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dall'attesa del Return on Average Tangible Equity o "RoATE") di un campione significativo di società comparabili e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto tangibile delle stesse società. Tale correlazione, rappresentata



tramite l'equazione di una regressione lineare, è applicata alla redditività e al patrimonio netto tangibile della società oggetto di valutazione.

Al fine di mantenere una coerenza con la Metodologia dei Multipli di Mercato è stato utilizzato il medesimo campione di società paragonabili.

Al fine di definire il *range* di valutazione di seguito evidenziato è stata utilizzata la regressione lineare esistente tra il multiplo Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile sia con il RoATE 2018 sia con il RoATE 2019.

Dall'applicazione della Metodologia della Regressione Lineare si ottiene un *range* di valorizzazione compreso tra Euro 794m e Euro 838m per il 98.53% del capitale sociale di UniSalute e tra Euro 96m e Euro 138m per il 100.00% del capitale sociale di Linear.

c) Transazioni Comparabili

L'applicazione della metodologia delle Transazioni Comparabili è stata effettuata sulla base dei moltiplicatori di un campione di transazioni ritenute omogenee all'operazione in oggetto. Si è proceduto a calcolare i multipli riconosciuti nelle transazioni ritenute comparabili, sulla base della valutazione del 100% della società target. I multipli sono stati calcolati con riferimento ai dati della società target come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione.

Per la valutazione di UniSalute e di Linear sono stati individuati due distinti campioni di operazioni di maggioranza avvenute in Europa e Nord America dal 2009 ad oggi.

Nell'ambito dei rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio delle Transazioni Comparabili nel caso in oggetto è stato considerato il multiplo Price/Earning.

Al fine di definire il *range* di valutazione di seguito evidenziato, si sono applicati sia la media dei moltiplicatori dell'intero campione identificato sia la media dei moltiplicatori di transazioni ritenute maggiormente comparabili all'utile netto al 2016 di UniSalute e di Linear.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione della Metodologia delle Transazioni Comparabili si ottiene un *range* di di valorizzazione compreso tra Euro 728m e Euro 759m per il 98.53% del capitale sociale di UniSalute e tra Euro 149m e Euro 167m per il 100.00% del capitale sociale di Linear.



4. Conclusioni

Sulla base di tutto quanto sopra esposto, tenuto conto delle difficoltà e dei limiti delle valutazioni adottate e delle assunzioni sottostanti si ritiene che nel contesto dell'Operazione il corrispettivo di Euro 715m per il 98.53% del capitale sociale di UniSalute e di Euro 160m per il 100.00% del capitale sociale Linear, proposto al Consiglio di Amministrazione della Società, sia congruo da un punto di vista finanziario.

L'emissione del presente Parere è stata specificatamente approvata dal Comitato Fairness Opinion di Mediobanca.

MEDIOBANCA

Stefano Marsaglia
*Executive Chairman and
Co-Head of Corporate &
Investment Banking*

Egidio Imbrogno
Managing Director

[PAGINA IN BIANCO]

ALLEGATO "C"

PARERE METODOLOGICO DI COLOMBO & ASSOCIATI



***Fairness opinion* metodologica sui principi, metodi e criteri applicativi di fondo adottati dagli Advisor Finanziari Mediobanca e Tower Watson Italia ai fini della valutazione delle partecipazioni detenute da Unipol S.p.A. in Unisalute S.p.A. e in Linear Assicurazioni S.p.A.**

Milano, 29 giugno 2017

Indice

1. Premessa
2. Scopo dell'Incarico
3. Documentazione utilizzata
4. Considerazioni sui principi, metodi e criteri valutativi di fondo adottati dagli Advisor Finanziari
5. Considerazioni sulle difficoltà di valutazione riscontrate dagli Advisor Finanziari
6. Conclusioni

1. Premessa

Unipol S.p.A. (“Unipol” o il “Cliente”) ha avviato un progetto di razionalizzazione dell’assetto societario del Gruppo da realizzarsi, *inter alia*, mediante la cessione (l’“Operazione”) alla controllata UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (“UnipolSai”) delle partecipazioni detenute dalla stessa Unipol in:

- Unisalute S.p.A. (“Unisalute”), pari al 98,53% del capitale sociale; e
- Linear Assicurazioni S.p.A. (“Linear” e, insieme a Unisalute, le “Società”), pari al 100% del capitale sociale.

Il Consiglio di Amministrazione del Cliente, ai fini delle delibere di propria competenza, intende avvalersi dei seguenti esperti indipendenti:

- un *advisor* finanziario, con il compito di (i) supportare l’organo amministrativo nella individuazione di un prezzo per la compravendita delle partecipazioni in Unisalute e 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 di ciascuna partecipazione, come individuato da Unipol e UnipolSai (qualora venga raggiunto un accordo in tal senso), ove tale prezzo ricada all’interno dei range individuati ai sensi del precedente punto (i). Tale *advisor* è stato individuato in Mediobanca S.p.A. (di seguito “Mediobanca”);
- 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 (l’“Advisor Metodologico”);

Il Cliente ritiene opportuno applicare all’Operazione, su base volontaria, le procedure Soggetti Collegati (ex Circolare Banca d’Italia n. 263 del 27 dicembre 2006) e Operazioni con Parti Correlate, prevedendo in sintesi che l’Operazione sia approvata previo motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “Comitato OPC”) sull’interesse di Unipol al compimento dell’Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Al fine di rendere il proprio parere, il Comitato OPC ha nominato quale esperto indipendente Towers Watson Italia S.r.l. (“TW”, “Tower Watson” e insieme a Mediobanca, gli “Advisor Finanziari”), dando incarico al medesimo TW di (i) individuare un range di prezzo per la compravendita di ciascuna partecipazione ritenuto congruo, 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 anch'esso del supporto dell'Advisor Metodologico chiamato a verificare e confermare la congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate dagli Advisor Finanziari 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.

2. Scopo dell'Incarico

Il Cliente ha conferito a Colombo & Associati S.p.A. ("C&A" o l'"Advisor Metodologico") l'incarico (l'"Incarico") di assistere il Consiglio di Amministrazione e il Comitato OPC di Unipol nell'ambito dell'Operazione, rilasciando una *fairness opinion* sulla congruità dei principi e metodi utilizzati per la determinazione dei valori di cessione delle partecipazioni detenute in Unisalute e Linear (il "Parere Metodologico").

La finalità dell'Incarico è fornire un giudizio professionale su:

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

3. Documentazione utilizzata

Per lo svolgimento dell'Incarico ricevuto sono stati acquisiti ed esaminati, tra le altre, le seguenti informazioni:

- report "*Project Lego – Documento Valutativo*" predisposto da Mediobanca e indirizzato al Consiglio di Amministrazione di Unipol (bozza del 25 giugno 2017);
- report "*Documento di Valutazione di Unisalute e Linear*" predisposto da TW e indirizzato al Comitato OPC di Unipol (bozza del 26 giugno 2017);
- dati e informazioni resi disponibili dal Cliente in Virtual Data Room ("VDR"), tra cui (a titolo esemplificativo e non esaustivo):
 - bilanci civilistici di Unisalute e Linear relativi agli esercizi 2015 e 2016;
 - presentazioni predisposte dal management delle Società (i) sull'andamento della gestione al 31 marzo 2017 e (ii) a supporto della *management presentation* tenutasi in data 16 giugno 2017;

- proiezioni di Conto Economico e Stato Patrimoniale di Linear e Unisalute per il periodo 2017-2021 e approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 16 marzo 2017 ai fini dell'*Impairment Test* (di seguito "*Business Plan*");
 - relazioni *Own Risk and Solvency Assessment* sui dati dell'esercizio 2016 ("*Report ORSA 2016*") e proiezioni di *Solvency Capital Requirement* per il periodo 2017-2021.
- informazioni e dati di mercato disponibili dai data provider *Mergermarket* e *Factset*;

Nella predisposizione del presente Parere Metodologico, C&A ha assunto e fatto affidamento, senza sottoporle a verifica indipendente, sulla correttezza e completezza di tutte le informazioni utilizzate, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie e le altre informazioni fornite dal Cliente e dal *management* delle Società.

C&A non ha effettuato alcuna indagine o valutazione indipendente sul contenuto di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni e non ha fornito né ottenuto alcun parere specialistico di natura, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, legale, contabile, attuariale, informatico o fiscale; di conseguenza, il presente Parere Metodologico non tiene conto delle possibili implicazioni che avrebbe potuto comportare uno qualunque dei suddetti tipi di analisi.

Inoltre, il presente Parere Metodologico si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato, normative e regolatorie esistenti alla data attuale. Gli eventi che si verificheranno successivamente alla data del presente Parere Metodologico potranno incidere sulle conclusioni dello stesso e sui presupposti su cui esso si basa. In particolare, la futura evoluzione delle dinamiche strutturali del settore assicurativo e delle leggi che lo regolamentano potrebbe influire sulle determinanti di valore della Società; in tal caso C&A non avrà alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare il presente Parere Metodologico.

4. Considerazioni sui principi, metodi e criteri valutativi di fondo adottati dagli Advisor Finanziari

La valutazione del capitale economico di Linear e Unisalute è stata condotta da entrambi gli Advisor Finanziari su base *stand-alone* e riflette la situazione attuale e le prospettive future delle Società quali entità autonome indipendenti, senza considerare pertanto eventuali sinergie derivanti dall'Operazione in esame.

A tale riguardo si segnala che, come riportato dal management di Linear ed Unisalute nel corso della *management presentation* tenutasi il 16 giugno 2017 (e ripreso da Mediobanca nel proprio documento valutativo), non sono state ad oggi quantificate eventuali sinergie derivanti dal completamento dell'Operazione, in quanto (i) ad oggi la parte più rilevante dei servizi infragruppo utilizzati dalle Società

oggetto di valutazione sono forniti da UnipolSai e (ii) il passaggio di controllo delle Società da Unipol a UnipolSai favorirà prevalentemente la rapidità dei processi decisionali ed operativi.

I metodi di valutazione adottati dagli Advisor Finanziari sono compatibili con una situazione di continuità aziendale (*going concern*) e fanno riferimento alle più diffuse metodologie applicate nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore assicurativo.

Nella fattispecie, entrambi gli Advisor Finanziari hanno utilizzato le seguenti metodologie:

- i. Metodo del *Dividend Discount Model* nell'accezione del cd. *Excess Capital* ("DDM")
- ii. Metodo dei Multipli di Borsa
- iii. Metodo dei Multipli di Transazione

In particolare, gli Advisor Finanziari hanno fatto ricorso al Metodo DDM come metodo principale ai fini della determinazione del valore del capitale economico delle Società, applicando i Metodi dei Multipli di Borsa e dei Multipli di Transazione quali metodi di controllo delle risultanze ottenute con il metodo principale.

Si segnala che Mediobanca ha altresì utilizzato, come ulteriore declinazione dell'applicazione dei metodi di mercato, il Metodo della Regressione Lineare.

Di seguito si riporta una breve descrizione dei metodi di valutazione sopra citati e le rispettive considerazioni sviluppate dagli Advisor Finanziari a riguardo.

Metodo del *Dividend Discount Model* nell'accezione del cd. *Excess Capital* (DDM)

Il Metodo del DDM determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie il metodo utilizzato è il DDM nella variante *Excess Capital*, in base al quale il valore economico di una società è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia di solvibilità dalla normativa vigente (*Solvency II*) e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua corrispondente al dividendo ritenuto sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k_e)^i} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$$

Dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;

k_e = Costo del capitale proprio;

D_i = Flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo i -esimo di pianificazione esplicita;

n = Periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni);

TV = Valore residuo o *Terminal Value* assunto come valore attuale della rendita perpetua costituita dal dividendo ritenuto sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo del DDM, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Mediobanca e TW.

Mediobanca

Ai fini della stima dei flussi distribuibili agli azionisti, Mediobanca:

- ha fatto riferimento alle proiezioni di utile per gli esercizi 2017-2021 riportate nei *Business Plan* di Linear e Unisalute;
- ha ipotizzato un profilo di solvibilità minimo per entrambe le Società corrispondente ad un *Solvency Capital Ratio* ("SCR") target compreso tra 140% e 160%.

Ai fini della determinazione del costo del capitale proprio k_e , Mediobanca ha utilizzato la formula del c.d. *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), di seguito riportata:

$$k_e = r_f + (ERP * \beta)$$

Dove:

r_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk-free*);

ERP = Premio per il rischio richiesto dal mercato per un investimento con profilo di rischio analogo a quello della Società oggetto di valutazione (*Equity Risk Premium*);

β = Coefficiente di volatilità, che esprime il fattore di correlazione tra il rendimento di uno specifico titolo azionario ed il rendimento dell'indice di riferimento.

In particolare, Mediobanca ha assunto:

- un tasso *risk-free* pari al rendimento annuo lordo dei titoli di Stato a lungo termine, ovvero nella fattispecie il rendimento del BTP decennale (pari a 1,92% al 23 giugno 2017 - fonte: Bloomberg);
- un ERP nella misura del 6,0%.

Ai fini della valutazione di Linear ed Unisalute, Mediobanca ha adottato un coefficiente β rispettivamente pari a 0,89 e 0,84, in linea con i valori osservati per un campione di società comparabili (ovvero il medesimo campione adottato ai fini dell'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato, di seguito analizzato). In particolare, per calmierare la volatilità implicita nel campione, l'*advisor* ha considerato la mediana dei valori (registrata su un orizzonte di cinque anni con osservazioni a frequenza settimanale) inclusi nello stesso.

Sulla base di tali assunzioni, il costo del capitale proprio stimato da Mediobanca ai fini della valutazione di Linear e Unisalute risulta rispettivamente pari a 7,2% e 7,0%.

Infine, Mediobanca ha provveduto a stimare il *Terminal Value* di entrambe le Società facendo ricorso alla c.d. formula del *Gordon Growth Model*, di seguito riportata:

$$\text{Terminal Value} = [(\text{RoTE}_n - g) / (k_e - g)] * \text{PNT}$$

Dove:

RoTE_n = Rendimento sul patrimonio netto tangibile ("PNT") di lungo periodo;

g = tasso di crescita di lungo periodo, stimato da Mediobanca nella misura del 2,0%.

Tower Watson

Ai fini della stima dei flussi distribuibili agli azionisti, TW:

- ha fatto riferimento alle proiezioni di utile per gli esercizi 2017-2021 riportate nei *Business Plan* di Linear e Unisalute, apportando tuttavia alcuni correttivi, inerenti le dinamiche di riassicurazione delle due Società. In particolare:

relativamente a Linear:

- o è stato ipotizzato, per il ramo RCA, un costo di riassicurazione pari allo 0,5% dei premi di competenza e, per il ramo assistenza, l'adozione delle medesime condizioni in vigore per l'esercizio 2017

relativamente a Unisalute:

- è stato ipotizzato per il ramo infortuni e malattia un costo di riassicurazione rispettivamente pari allo 0,5% e allo 0,1% dei premi di competenza

Per entrambe le Società TW ha fatto ricorso ad un *benchmark* di mercato per stimare il *payment pattern* della riserva sinistri (stante, come indicato da TW, la mancata reperibilità di tale dettaglio in VDR);

- ha ipotizzato un profilo di solvibilità minimo per entrambe le Società corrispondente ad un *Solvency Capital Ratio* ("SCR") *target* pari al 150% (in particolare, TW ha poi identificato gli intervalli di valore per entrambe le Società sulla base di un SCR compreso tra 140% e 160%).

Ai fini dell'attualizzazione dei dividendi distribuibili, TW ha adottato un tasso di sconto del 7% per entrambe le Società, valore che risulta allineato ai parametri prescelti da Mediobanca (k_e Linear = 7,2%; k_e Unisalute = 7,0%, precedentemente illustrati).

TW ha infine adottato ai fini del calcolo del *Terminal Value*:

- un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2%;
- un livello di distribuzione degli utili di lungo periodo, determinato applicando il *pay-out dividend* (stimato mediante la formula: $[1 - g/ROE]$) all'utile netto 2021.

Analisi C&A

Al fine di verificare l'adeguatezza dei criteri valutativi di fondo adottati dagli Advisor Finanziari, si è provveduto ad effettuare le seguenti analisi:

Considerazioni in merito al tasso di attualizzazione (k_e) dei dividendi distribuibili

In linea con la prassi valutativa prevalente si è provveduto a stimare il costo del capitale (k_e) delle due Società in accordo al metodo del CAPM, nella formulazione di seguito riportata (già richiamata):

$$k_e = r_f + (ERP * \beta)$$

In particolare, è stato assunto:

- un tasso *risk-free* pari al rendimento del *Bund* a dieci anni (0,3% - fonte: *Factset*, media sei mesi);
- un *Equity Risk Premium* relativo al mercato italiano pari a 8,4% (fonte: *Damodaran*, gennaio 2017);
- un coefficiente β stimato sostanzialmente allineato per entrambe le Società (~0,8), così come determinato dall'osservazione dei coefficienti β di società comparabili (valore mediano del campione, frequenza osservazioni: mensile, orizzonte temporale: cinque anni - Fonte: *Factset*).

Sulla base di tali parametri, il costo del capitale di Linear e di Unisalute può essere rispettivamente stimato nella misura del 7,1% e del 6,9%, valori che risultano allineati a quelli adottati da Mediobanca (k_c Linear = 7,2%; k_c Unisalute = 7,0%) e TW (7% per entrambe le Società).

Considerazioni in merito al fattore di crescita di lungo periodo (g)

Entrambi gli Advisor Finanziari hanno stimato il fattore di crescita di lungo periodo g nella misura del 2,0%. Tale valore, in linea con il tasso di inflazione atteso di lungo periodo indicato dalla Banca Centrale Europea, risulta ampiamente riscontrabile nella prassi valutativa.

Considerazioni in merito al coefficiente SCR (%) target

Entrambi gli Advisor Finanziari hanno adottato a fini valutativi un coefficiente SCR (%) ricompreso tra il 140% e il 160% del requisito regolamentare minimo (*Solvency II*). Pur non essendo possibile riscontrare una prassi valutativa specifica a riguardo, si ritiene opportuno segnalare i seguenti elementi di raffronto, al fine di valutare il profilo di ragionevolezza delle assunzioni formulate dagli Advisor Finanziari in merito ai valori SCR di Linear e Unisalute:

- il *range* adottato dagli Advisor Finanziari risulta coerente con i livelli di solvibilità di Unipol al 31 dicembre 2016, pari a:
 - 141% (vs 150% al 31 dicembre 2015), calcolato sulla base della *Standard Formula*;
 - 161%, calcolato sulla base del Modello Interno Parziale.

Tali valori, pur fattorizzando le posizioni di solvibilità delle attività di Unipol nel suo complesso, possono tuttavia rappresentare un elemento di confronto, in quanto direttamente riconducibili al gruppo assicurativo di riferimento delle due Società;

- il *range* adottato dagli Advisor Finanziari trova sostanziale riscontro nei livelli di solvibilità osservati sul mercato assicurativo di riferimento di Linear. In particolare, i gruppi assicurativi quotati Direct Line ed esure, attivi prevalentemente nel ramo danni e focalizzati (al pari di Linear) sulla distribuzione diretta di prodotti Auto e P&C, hanno evidenziato al 31 dicembre 2016 valori di SCR coerenti con le assunzioni formulate da Mediobanca e TW (in dettaglio: SCR 2016 Direct Line: 165%; SCR 2016 esure: 149%).

Considerazioni in merito all'applicazione del metodo DDM

Gli Advisor Finanziari hanno definito i *range* di valore delle sue Società anche in considerazione di scenari di *sensitivity* sviluppati al fine di verificare la variabilità dei risultati al modificarsi delle principali assunzioni valutative, quali:

- il livello di solvibilità *target* (SCR %) rispetto alla soglia minima regolamentare; e
- il *combined ratio* delle due Società (sia direttamente, come nel caso di Mediobanca, sia tramite una modifica del solo *loss ratio*, come nel caso di TW).

In particolare, gli Advisor Finanziari sono pervenuti ai seguenti risultati:

Range di valore - Mediobanca

- Linear: minimo € 137 mln - massimo € 169 mln (valutazione del 100% del capitale)
- Unisalute: minimo € 676 mln - massimo € 821 mln (valutazione del 100% del capitale)

Range di valore - Tower Watson

- Linear: minimo € 156 mln - massimo € 190 mln (valutazione del 100% del capitale)
- Unisalute: minimo € 709 mln - massimo € 806 mln (valutazione del 100% del capitale)

Metodo dei Multipli di Borsa

Il Metodo dei Multipli di Borsa si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

L'applicazione del metodo in oggetto si può suddividere nelle seguenti fasi:

- identificazione delle società comparabili;
- definizione dell'intervallo temporale di riferimento;
- determinazione dei multipli ritenuti più significativi;
- applicazione dei multipli alle società in esame.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo dei Multipli di Borsa, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Mediobanca e TW.

Mediobanca

Mediobanca ha sviluppato le proprie analisi sulla base delle quotazioni rilevate in data 23 Giugno 2017 (fonte: *Factset*) relative ad un campione di società comparabili, per il quale ha determinato, sulla base del *consensus* di mercato, il rapporto Prezzo/Utile netto (P/E) relativo agli esercizi 2018 e 2019.

Con riferimento al caso in esame, l'*advisor* – dopo aver constatato l'assenza di società quotate in Italia direttamente comparabili a Linear ed Unisalute – ha individuato un *panel* di operatori internazionali attivi prevalentemente nel Regno Unito e negli Stati Uniti. A tale riguardo, Mediobanca ha segnalato che le caratteristiche di questi due mercati potrebbero differire anche significativamente da quello domestico in cui operano Linear ed Unisalute.

Ciò premesso, ai fini della costruzione del campione di società comparabili, Mediobanca ha ritenuto appropriato adottare i seguenti criteri:

- per Linear: compagnie assicurative che operano prevalentemente nel *business* danni, con particolare focus sulla distribuzione di prodotti Auto e P&C attraverso l'utilizzo di canali diretti (*website/online*, canale telefonico e aggregatori);
- per Unisalute: compagnie assicurative che operano prevalentemente nei rami malattia.

I multipli medi osservati sui campioni sopra individuati sono stati applicati alle stime di utile netto 2018-2019 di Linear e Unisalute, così come riportate nei *Business Plan* delle due Società, resi disponibili in VDR.

Tower Watson

TW ha sviluppato le proprie analisi sulla base delle quotazioni rilevate in data 22 Giugno 2017 (fonte: *Bloomberg*) relative ad un campione di società comparabili, per il quale ha determinato, sulla base del *consensus* di mercato, il rapporto medio Prezzo/Utile netto (P/E) relativo agli esercizi 2017-2019 (per Linear) e 2018-2019 (per Unisalute).

Ai fini dell'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato, TW ha considerato sia per Linear sia per Unisalute il medesimo campione di società comparabili adottato da Mediobanca, rinvenendo multipli P/E sostanzialmente in linea a quelli stimati da quest'ultima. Tali multipli sono stati quindi applicati alle stime di utile netto di Linear e Unisalute riflesse nei *Business Plan*.

Analisi C&A

Ai fini di verificare l'adeguatezza dei criteri valutativi adottati dagli Advisor Finanziari, si è provveduto a effettuare le seguenti analisi:

Considerazioni in merito alla composizione del campione di società comparabili

Allo scopo di ripercorrere il processo valutativo condotto dagli Advisor Finanziari in relazione all'applicazione dei multipli di mercato, è stata verificata, *in primis*, l'assenza di società quotate in Italia direttamente comparabili a Linear ed Unisalute, per poi estendere il perimetro dell'analisi a possibili operatori internazionali che presentassero un profilo di comparabilità con le due Società.

Ciò premesso, è stato riscontrato quanto segue:

- i maggiori gruppi assicurativi quotati italiani risultano attivi sia sul ramo vita sia sul ramo danni e gestiscono tramite proprie *subsidiaries* (non quotate) la distribuzione diretta di polizze auto / R&C e l'offerta di assicurazioni sanitarie, segmenti in cui operano rispettivamente Linear e Unisalute. Pertanto, nessun operatore domestico è stato considerato ai fini dell'analisi in esame;
- per quanto concerne Linear, i principali operatori attivi nella distribuzione diretta di polizze auto / R&C sono rappresentati da gruppi quotati nel Regno Unito e negli Stati Uniti;
- per quanto concerne Unisalute, le principali assicurazioni sanitarie internazionali sono in prevalenza quotate sul mercato americano;
- all'interno di tali *panel*, è stato possibile rintracciare le società selezionate dagli Advisor Finanziari ai fini della costruzione del campione di società comparabili.

Con riferimento a quanto sopra riportato, è opportuno segnalare (come peraltro richiamato da Mediobanca) che le caratteristiche del mercato assicurativo del Regno Unito e degli Stati Uniti potrebbero differire anche significativamente da quello domestico in cui operano Linear ed Unisalute.

Metodo dei Multipli di Transazione

Il Metodo dei Multipli di Transazione si fonda sull'analisi dei prezzi negoziati fra due specifiche controparti in sede di acquisto/cessione di partecipazioni azionarie in società comparabili a quella oggetto di valutazione.

In particolare, analogamente a quanto descritto con riferimento al Metodo dei Multipli di Borsa, anche in questo caso si procede alla individuazione di moltiplicatori ritenuti significativi (il più comunemente utilizzato per la valutazione di società assicurative è il multiplo P/E) e nell'applicazione di questi ultimi alle grandezze economico-patrimoniali dell'azienda in esame.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo dei Multipli di Transazione, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da Mediobanca e TW.

Mediobanca

Ai fini dell'applicazione del metodo in esame, Mediobanca ha individuato per Linear e per Unisalute due distinti campioni di operazioni di maggioranza realizzate in Europa e in Nord America dal 2009 ad oggi.

In particolare, l'*advisor* ha provveduto a riportare la valutazione del 100% delle società *target* (implicita nel controvalore riconosciuto in sede di transazione) ai dati economici e patrimoniali della stessa come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione.

Mediobanca ha quindi applicato sia la media dei moltiplicatori dell'intero campione identificato sia la media dei moltiplicatori di transazioni ritenute maggiormente comparabili all'utile netto 2016 di Linear e Unisalute.

Ai fini della valutazione di comparabilità delle transazioni selezionate, Mediobanca ha utilizzato come criterio di riferimento la redditività (RoTE %) delle società *target*. In particolare:

- con riferimento a Linear, è stata riconosciuta quale transazione maggiormente comparabile l'acquisizione da parte di Mapfre delle attività in Italia e in Germania di Direct Line realizzata nel 2014. Le attività oggetto di transazione, oltre ad avere un profilo di redditività (RoTE Direct Line Italia/Germania: 5%) allineato a quello di Linear (RoE 2017 *budget*: 5,1%), risultano simili per *business model* (distribuzione *online* di premi danni) e *focus* geografico;
- con riferimento a Unisalute, sono state riconosciute quali transazioni maggiormente comparabili le acquisizioni (i) del 100% di Allied Healthcare da parte di Saga (UK, 2011), (ii) del 100% di Amerigroup da parte di Anthem (US, 2012) e (iii) del 100% di Family Heritage Life da parte di Torchmark (US, 2012). Le società oggetto delle tre transazioni considerate presentano infatti un profilo di redditività (20%-30%) in linea con quello di Unisalute (RoE 2017 *budget*: 26,7%).

Tower Watson

Ai fini dell'applicazione del metodo in esame, TW ha analizzato esclusivamente transazioni realizzate nel settore assicurativo in Italia negli ultimi 3 anni, privilegiando un criterio di (i) pertinenza geografica e (ii) di prossimità temporale ed escludendo pertanto operazioni realizzate all'estero o in esercizi antecedenti il 2014.

In particolare TW ha selezionato le seguenti transazioni:

- con riferimento a Linear, analogamente a Mediobanca, TW ha preso in esame l'acquisizione da parte di Mapfre delle attività in Italia e in Germania di Direct Line;
- con riferimento a Unisalute, sono state riconosciute quali transazioni maggiormente comparabili le acquisizioni (i) del 100% di Fata Assicurazioni da parte di Cattolica Assicurazioni (2014), (ii) del 47% di Chiara Assicurazioni da parte di Helvetia Holding (2016) e (iii) del 50% (meno un azione) di CARGEAS Assicurazioni da parte di Ageas/BNP Paribas Cardif (2015).

Analogamente a quanto effettuato da Mediobanca, TW ha applicato i multipli medi da transazione sopra citati all'utile netto 2016 delle due Società.

Analisi C&A

Le transazioni comparabili prescelte dagli Advisor Finanziari ai fini dell'applicazione del Metodo dei Multipli di Transazione risultano selezionate sulla base di un processo valutativo razionale, che ha condotto all'utilizzo dei seguenti criteri di fondo:

- comparabilità dei livelli di redditività delle società *target* (oggetto di precedenti transazioni realizzate sul mercato) con quelli di Linear e Unisalute, nel caso di Mediobanca;
- pertinenza geografica e prossimità temporale delle transazioni (ovvero *focus* sulle sole transazioni realizzate in Italia dal 2014 ad oggi), nel caso di TW.

Si segnala infine come i due approcci adottati dagli Advisor Finanziari riconducano:

- nel caso di Linear, alla selezione della medesima transazione quale riferimento per l'applicazione del metodo dei multipli (ovvero l'acquisizione da parte di Mapfre delle attività di Direct Line in Italia e in Germania, nel 2014);
- nel caso di Unisalute, all'adozione di multipli allineati (scostamento percentuale tra multipli individuati da Mediobanca e TW inferiore al 5%).

Metodo della Regressione Lineare

Il Metodo della Regressione Lineare stima il valore di una società sulla base della correlazione esistente tra redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto rettificato della stessa.

Tale correlazione può essere rappresentata tramite una regressione statistica dei dati riguardanti la redditività (espressa dall'atteso *Return on Average Tangible Equity* o "RoATE") ed il rapporto di capitalizzazione di mercato e Patrimonio Netto Tangibile ("PNT") per un campione di società comparabili.

Per l'applicazione del criterio in esame occorre:

- identificare un campione di società quotate, comparabili con quella oggetto di valutazione, che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/PNT e il ROATE atteso;
- quantificare i parametri (coefficiente angolare e intercetta) della retta di interpolazione, attraverso la tecnica della regressione lineare.

Questi parametri, se significativi, sono poi applicati al RoATE prospettico e al PNT della società oggetto di valutazione per determinarne il valore economico tramite l'equazione:

$$P/PNT = i + c * RoATE$$

Dove:

P/PNT = multiplo da applicare al PNT della società al fine di determinare il valore economico della società stessa

i = intercetta della retta di regressione

c = coefficiente angolare della retta di regressione

RoATE = rapporto tra utile netto e patrimonio netto tangibile della società oggetto di analisi

La relazione ottenuta presenta un livello di significatività statistica tanto più soddisfacente quanto più l'indice R_2 (coefficiente di correlazione), che misura la dispersione delle osservazioni intorno alla retta, si avvicina al 100%.

Mediobanca

Come ulteriore riscontro delle risultanze del Metodo dei Multipli di Mercato, Mediobanca ha applicato il Metodo della Regressione Lineare al campione di società comparabili selezionato per Linear ed Unisalute.

In particolare l'*advisor* ha stimato per entrambe le Società un *range* di valore regredendo il RoATE 2018 e 2019 (elaborato sulla base del consensus di mercato - fonte: *Factset*, 23 Giugno 2017) e applicando i moltiplicatori P/PNT così determinati al PNT 2017 riflesso nei *Business Plan* di Linear ed Unisalute.

Tower Watson

TW non ha fatto ricorso a tale metodologia valutativa.

Analisi C&A

Con riferimento a tale metodologia, sono state riscontrate le risultanze delle analisi di Mediobanca sulla base degli *input* riportati da quest'ultima.

5. Considerazioni sulle difficoltà di valutazione riscontrate dagli Advisor Finanziari

Per una completa rappresentazione della analisi valutative condotte dagli Advisor Finanziari, si ritiene opportuno rimandare alla lettura dei report valutativi predisposti dagli Advisor Finanziari (in particolare, con riferimento alle limitazioni, distribuzione ed uso degli stessi e alle difficoltà valutative riscontrate).

Ciò premesso, di seguito si riepilogano i principali limiti e le difficoltà delle analisi valutative rilevate da Mediobanca e TW.

Mediobanca

- Le proiezioni economico-finanziarie e le stime attuariali, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;
- poiché le azioni di UniSalute e Linear non sono quotate presso mercati regolamentati, non sono disponibili né prezzi di mercato né previsioni sui risultati attesi;
- non vi sono compagnie di assicurazioni quotate comparabili per dimensione e tipologia di operatività a UniSalute e Linear. Pertanto con riferimento all'applicazione delle metodologie valutative dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili si segnala che:
 - per Linear si è riscontrato un campione ristretto di società che operano prevalentemente in UK e US sia per l'applicazione della metodologia di multipli di mercato sia per quella delle transazioni comparabili e, in quest'ultimo caso, il campione risulta caratterizzato da variabilità dei multipli riconosciuti e da differenti livelli di redditività;
 - per UniSalute il campione di società ritenute comparabili fa prevalentemente riferimento a operatori che operano prevalentemente in US, le cui caratteristiche potrebbero differire anche significativamente dal mercato domestico in cui opera UniSalute.

Tower Watson

- Per la scelta dei parametri del modello valutativo TW si è basata principalmente sulle ipotesi fatte dalle Società Target per la redazione del *Business Plan*. In particolare, per quanto riguarda le assunzioni su premi sottoscritti e premi di competenza TW non ha effettuato nessuna analisi di ragionevolezza o verifica indipendente. Per quanto riguarda invece le ipotesi operative, TW ha effettuato una analisi di ragionevolezza tenendo in considerazione il trend storico delle società *target* negli ultimi tre anni e l'esperienza di TW nel mercato assicurativo;
- non è stata eseguita una revisione indipendente dell'adeguatezza delle riserve e nella loro valutazione si sono basati sulle ipotesi di *run-off* incluse nel piano di business;
- per la stima del *Terminal Value* è stato determinato un dividendo pagabile a partire dall'utile al netto delle imposte nel 2021;
- stante l'assenza in VDR di *pattern* di smontamento dei sinistri, TW ha applicato dei benchmark di mercato;
- esiste una notevole volatilità nelle proiezioni TW derivante dall'incertezza insita nella proiezione delle performance finanziaria futura, dalla limitata disponibilità di dati e dall'incertezza per quanto riguarda le condizioni di mercato future e possibili cambiamenti del quadro normativo;
- nello stimare la profittabilità futura del *business* TW non ha proiettato trend di mercato. Le proiezioni TW si basano sull'ipotesi che i margini che le compagnie hanno realizzato negli anni più

recenti saranno in linea con la performance futura, TW non ha fatto alcuna ipotesi esplicita per tenere in considerazione cicli di mercato, cambiamenti nelle politiche di sottoscrizione, di tariffa, o sviluppi di carattere legale, normativo e tendenze nel pagamento dei sinistri;

- TW si è basata sulle ipotesi che le riserve e il *Business Plan* rappresentino la genuina *best estimate* da cui deriva una stima ragionevole della media di distribuzione delle sinistri;
- qualsiasi proiezione futura sarà influenzata in modo significativo da ipotesi soggettive sull'ammontare delle spese e sul rendimento degli investimenti. TW non ha calcolato potenziali passività fiscali né eventuali aggiustamenti contabili, né ha intrapreso alcuna *due diligence*.

6. Conclusioni

Nel presente paragrafo vengono richiamati i principi, i metodi e i criteri applicativi di fondo utilizzati dagli Advisor Finanziari. In particolare, vengono qui analizzate esclusivamente le scelte di fondo adottate da Mediobanca e TW e non quelle di dettaglio relative all'applicazione dei metodi, né i calcoli analitici che conducono ai risultati valutativi (elementi questi ultimi che esulano dall'oggetto dell'incarico ricevuto dal Cliente). Ciò premesso, si da evidenza dei seguenti elementi in relazione a:

Principi valutativi adottati:

- le valutazioni sono state predisposte dagli Advisor Finanziari in un'ottica "*stand alone*", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dall'Operazione in esame. A tale riguardo, come comunicato dal management di Linear ed Unisalute, è opportuno richiamare che non sono state ad oggi quantificate eventuali sinergie derivanti dal completamento dell'Operazione, in quanto (i) ad oggi la parte più rilevante dei servizi infragruppo utilizzati dalle Società oggetto di valutazione sono forniti da UnipolSai e (ii) il passaggio di controllo delle Società da Unipol a UnipolSai favorirà prevalentemente la rapidità dei processi decisionali ed operativi;
- le metodologie valutative adottate dagli Advisor Finanziari sono basate sull'applicazione di metodi noti in dottrina, universalmente accettati ed utilizzati nella prassi professionale. Tali metodologie sono ritenute, dalla teoria finanziaria, adeguate e correttamente applicabili con riferimento ad imprese che presentino prospettive tali da garantire la continuità aziendale (*going-concern*);

Metodi adottati:

- la scelta degli Advisor Finanziari di adottare, per la determinazione del valore economico di Linear e Unisalute, una pluralità di metodologie consistenti nel "Metodo del DDM" quale metodo principale e, quali metodi di controllo, nel "Metodo dei Multipli di Borsa" (quest'ultimo declinato anche attraverso l'applicazione del "Metodo della Regressione Lineare", nel caso di Mediobanca) e nel

“Metodo dei Multipli di Transazione” risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle informazioni disponibili, ragionevole;

- entrambi gli Advisor Finanziari si sono basati, ai fini dell’applicazione del Metodo del DDM, sui *Business Plan* quinquennali di Linear e Unisalute (a tale riguardo si segnala che TW ha apportato correttivi ai dati di *Business Plan* in relazione ad alcune specifiche dinamiche operative). L’orizzonte temporale di riferimento (cinque esercizi: 2017-2021) risulta coerente con la prassi valutativa;

Criteri valutativi di fondo adottati:

- Mediobanca ha stimato il costo del capitale proprio delle Società in accordo alla metodologia CAPM, ampiamente riconosciuta nella prassi valutativa. TW, pur non esplicitando le modalità di calcolo sottostanti la determinazione del tasso di sconto, ha assunto un parametro allineato a quello stimato da Mediobanca. Ai fini dell’analisi in esame, si è provveduto a stimare il costo del capitale di Linear e Unisalute sulla base di parametri di mercato, pervenendo a risultati che confermano le assunzioni degli Advisor Finanziari;
- entrambi gli Advisor Finanziari hanno stimato il fattore di crescita di lungo periodo g nella misura del 2,0%. Tale valore, in linea con il tasso di inflazione di lungo periodo indicato dalla Banca Centrale Europea, risulta ampiamente riscontrabile nella prassi valutativa;
- entrambi gli Advisor Finanziari hanno adottato, ai fini dell’applicazione del Metodo DDM, un livello di solvibilità *target* compreso tra il 140% e il 160% rispetto alla soglia minima regolamentare (*Solvency II*), sia per Linear sia per Unisalute. Tale range trova riscontro con i valori di SCR 2016 della controllante Unipol e di alcune compagnie assicurative direttamente comparabili di Linear (Direct Line, esure);
- le società comparabili prescelte dagli Advisor Finanziari ai fini dell’applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa sono state selezionate sulla base di un processo valutativo razionale, che ha ricondotto all’utilizzo, da parte di Mediobanca e di TW, del medesimo campione per entrambe le Società. In particolare, sono state selezionate:
 - per Linear: compagnie assicurative che operano prevalentemente nel ramo danni, con particolare *focus* sulla distribuzione di prodotti auto e P&C attraverso l’utilizzo di canali diretti;
 - per Unisalute: compagnie assicurative che operano prevalentemente nei rami malattia.
- le transazioni comparabili prescelte dagli Advisor Finanziari ai fini dell’applicazione del Metodo dei Multipli di Transazione sono state selezionate sulla base di un processo valutativo razionale, che ha condotto all’utilizzo dei seguenti criteri di fondo:
 - comparabilità dei livelli di redditività delle società *target* (oggetto di precedenti transazioni realizzate sul mercato) con quelli di Linear e Unisalute, nel caso di Mediobanca;
 - pertinenza geografica e prossimità temporale delle transazioni (ovvero *focus* sulle sole transazioni realizzate in Italia dal 2014 ad oggi), nel caso di TW.

Alla luce degli elementi sopra indicati, è possibile confermare:

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

 Paolo Andrea Colombo

Presidente del Consiglio di Amministrazione - Colombo & Associati

[PAGINA IN BIANCO]

**ALLEGATO "D" RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
SUI DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI CONSOLIDATI PRO-FORMA**



UNIPOL GRUPPO SPA

**RELAZIONE SULL'ESAME DEL DOCUMENTO
"PROSPETTI DEL PATRIMONIO NETTO PRO-FORMA AL
30 GIUGNO 2017, DEL RISULTATO CONSOLIDATO PRO-
FORMA PER IL SEMESTRE CHIUSO AL 30 GIUGNO 2017
E RELATIVE NOTE ESPLICATIVE DI UNIPOL GRUPPO
SPA"**

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

Al Consiglio di Amministrazione di
Unipol Gruppo SpA

1. Abbiamo esaminato il patrimonio netto consolidato pro-forma al 30 giugno 2017, il risultato consolidato pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2017 di Unipol Gruppo SpA (di seguito la “**Società**”), corredati dalle note esplicative (di seguito i “**Prospetti Pro-forma**”). I Prospetti Pro-forma derivano dai dati storici relativi al bilancio consolidato intermedio della Società per il semestre chiuso al 30 giugno 2017 (di seguito il “**Bilancio Intermedio Unipol Gruppo**”), nonché dalle scritture di rettifica pro-forma a essi applicate e da noi esaminate.

Il Bilancio Intermedio Unipol Gruppo è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 10 agosto 2017.

La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio, nell'analisi dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati tramite colloqui con la direzione della Società, e nello svolgimento di analisi di bilancio. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività e ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa. Di conseguenza, non abbiamo espresso un giudizio professionale di revisione sul Bilancio Intermedio Unipol Gruppo.

I Prospetti Pro-forma sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle relative note esplicative per riflettere retroattivamente i principali effetti connessi alla cessione, perfezionatasi in data 16 novembre 2017, da parte della Società e a favore di UnipolSai Assicurazioni SpA, (i) della partecipazione detenuta dalla Società in UniSalute SpA, pari al 98,53% del capitale sociale, nonché, indirettamente, della partecipazione totalitaria detenuta da UniSalute SpA in UniSalute Servizi S.r.l. e (ii) della partecipazione detenuta dalla Società in Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., pari al 100% del capitale sociale, nonché, indirettamente, delle partecipazioni di minoranza detenute da Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. in Pronto Assistance Servizi società consortile a responsabilità limitata, in UnipolSai Servizi Consortili società consortile a responsabilità limitata e in Ufficio Centrale Italiano società consortile a responsabilità limitata (di seguito, congiuntamente, l’”Operazione”).

2. I Prospetti Pro-forma sono stati predisposti ai fini dell'inclusione degli stessi nel documento informativo da redigersi, per effetto dell'Operazione, ai sensi dell'art. 71 del

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wührer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

Regolamento Emittenti adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni.

L'obiettivo della redazione dei Prospetti Pro-forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale della Società come se essa fosse virtualmente avvenuta il 30 giugno 2017 e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, il 1° gennaio 2017. Tuttavia, va rilevato che, qualora l'Operazione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati rappresentati nei Prospetti Pro-forma.

La responsabilità della redazione dei Prospetti Pro-forma compete agli Amministratori della Società. È nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli Amministratori per la redazione dei Prospetti Pro-forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l'elaborazione dei Prospetti Pro-forma. Inoltre, è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

3. Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella comunicazione n. 1061609 del 9 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuto necessari per le finalità dell'incarico conferitoci.
4. Dal lavoro svolto nulla è emerso che ci induca a ritenere che le ipotesi di base adottate dalla Società per la redazione dei Prospetti Pro-forma per riflettere retroattivamente gli effetti dell'Operazione non siano ragionevoli e la metodologia utilizzata per l'elaborazione degli stessi non sia stata applicata correttamente per le finalità informative descritte in precedenza e, infine, che nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili non corretti.

Milano, 29 novembre 2017

PricewaterhouseCoopers SpA



Matteo Colombo
(Partner)

Unipol Gruppo S.p.A.

Sede Legale:
Via Stalingrado 45
40128 Bologna (Italia)
unipol@pec.unipol.it
tel. +39 051 5076111
fax +39 051 5076666

Capitale Sociale i.v. Euro 3.365.292.408,03
Registro delle Imprese di Bologna
C.F. e P. IVA 00284160371
R.E.A. 160304

Capogruppo del Gruppo Assicurativo Unipol
iscritto all' Albo delle società capogruppo al n.046

Capogruppo del Gruppo Bancario Unipol iscritto
all' Albo dei gruppi bancari

unipol.it



Unipol Gruppo S.p.A.
Sede Legale
Via Stalingrado, 45
40128 Bologna

unipol.it