

# DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

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

## **ACQUISTO**

da parte di **UnipolSai Assicurazioni S.p.A.**  
della partecipazione detenuta da **Unipol Gruppo S.p.A.**  
in **Arca Vita S.p.A.**

29 marzo 2018

[PAGINA IN BIANCO]

**DOCUMENTO INFORMATIVO**  
**RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA**  
**CON PARTI CORRELATE**

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

**ACQUISTO DA PARTE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. DELLA PARTECIPAZIONE**  
**DETENUTA DA UNIPOL GRUPPO S.P.A.**  
**IN ARCA VITA S.P.A.**

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

[PAGINA IN BIANCO]

## **INDICE**

<b>DEFINIZIONI</b>	<b>Pag. 6</b>
<b>PREMESSA</b>	<b>Pag. 17</b>
<b>1. AVVERTENZE</b>	<b>Pag. 18</b>
1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione	Pag. 18
<b>2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE</b>	<b>Pag. 20</b>
2.1. Caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	Pag. 20
2.2. Parti correlate coinvolte nell'Operazione, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	Pag. 23
2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Società dell'Operazione	Pag. 25
2.4. Modalità di determinazione del Prezzo Arca Vita e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili	Pag. 27
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	Pag. 31
2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate	Pag. 33
2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società, coinvolti nell'Operazione	Pag. 34
2.8. <i>Iter</i> di approvazione dell'Operazione	Pag. 34
<b>3. DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI</b>	<b>Pag. 37</b>
<b>ALLEGATI</b>	<b>Pag. 37</b>

## DEFINIZIONI

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

<b>Accordo Quadro</b>	L'accordo quadro sottoscritto in data 30 giugno 2017 tra Unipol e UnipolSai, volto a disciplinare i principali termini e condizioni per l'implementazione del Progetto.
<b>Arca Assicurazioni</b>	Arca Assicurazioni S.p.A., <i>joint venture</i> operante nel segmento della bancassicurazione danni, con sede legale in Verona, via Del Fante 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.
<b>Arca Direct</b>	Arca Direct Assicurazioni S.r.l., con sede legale in Verona, via Del Fante 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 02306790235, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, che effettua prevalentemente vendita diretta a distanza di polizze R.C. Auto a clientela non bancaria.
<b>Arca Inlinea</b>	Arca Inlinea Soc. Cons. a r.l., con sede legale in Verona, via Del Fante 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 03867620233, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, che offre alla clientela un servizio di assistenza telefonica relativamente alle polizze emesse da Arca Vita e Arca Assicurazioni.
<b>Arca Sistemi</b>	Arca Sistemi Soc. Cons. a r.l., con sede legale in Verona, via Del Fante 21, iscritta al Registro delle Imprese di Verona, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 03867620233, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, che

fornisce ai propri soci servizi informatici e servizi relativi ai sistemi di telecomunicazione e telefonia.

#### **Arca Vita**

Arca Vita S.p.A., *joint venture* operante nel segmento della bancassicurazione vita e, tramite Arca Assicurazioni, nel segmento della bancassicurazione danni, realizzata con le banche distributrici del gruppo facente capo a BPER e con 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.

#### **Attività Esternalizzate**

Le funzioni o attività essenziali o importanti svolte da UnipolSai in favore di Arca Vita e delle Società Controllate in esecuzione di specifici contratti di servizi stipulati da queste ultime con UnipolSai e afferenti ai seguenti settori aziendali di Arca Vita e delle Società Controllate: Gestione Risorse Finanziarie, Amministrazione del personale, Antiriciclaggio, Antiterrorismo, Control Governance (Audit - Risk Management - Compliance), Funzione Attuariale.

#### **AVI**

Arca Vita International DAC, società assicurativa irlandese, con sede legale a Dublino (Irlanda), 33 Sir John Rogerson's Quay, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, specializzata nell'emissione di polizze vita *unit-linked*.

#### **BonelliErede o Esperto Legale**

Lo Studio Legale BonelliErede, nominato quale esperto legale indipendente al fine di assistere il Consiglio di Amministrazione della Società e il Comitato OPC nell'analisi dei profili legali dell'Operazione e nella stesura dei relativi accordi contrattuali, a termini e condizioni coerenti con le caratteristiche e le specificità dell'Operazione e, in particolare, con la regolamentazione IVASS e CONSOB applicabile, rilasciando la propria Legal Opinion.

<b>BPER</b>	BPER Banca S.p.A., con sede legale in Modena, Via San Carlo 8/20, iscritta al Registro delle Imprese di Modena, codice fiscale e p.iva 01153230360, capogruppo del Gruppo Bancario “BPER Banca S.p.A.” iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari al n. 5387.6.
<b>BPS</b>	Banca Popolare di Sondrio S.c.p.a., con sede legale in Sondrio, Piazza Giuseppe Garibaldi 16, iscritta al Registro delle Imprese di Sondrio, codice fiscale e p.iva 00053810149, capogruppo del Gruppo Bancario “Banca Popolare di Sondrio” iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari al n. 5696.0.
<b>Comitato OPC</b>	Il Comitato per le operazioni con parti correlate di UnipolSai.
<b>Contratto di Compravendita</b>	Il contratto di compravendita sottoscritto in data 23 marzo 2018, tra Unipol e UnipolSai, che - in esecuzione del Progetto e dell’Accordo Quadro - disciplina i termini e le condizioni dell’acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita, detenuta da Unipol.
<b>Dati Pro-Forma</b>	I principali indicatori economici, patrimoniali e finanziari consolidati <i>pro-forma</i> al 31 dicembre 2017 di UnipolSai, predisposti al fine di simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici, gli effetti dell’Operazione sulla situazione patrimoniale-finanziaria consolidata della Società, come se l’Operazione stessa fosse virtualmente avvenuta il 31 dicembre 2017 e, per quanto si riferisce all’andamento economico, il 1° gennaio 2017, come meglio descritto nel paragrafo 2.5 del presente Documento Informativo.
<b>Deloitte</b>	Deloitte Financial Advisory S.r.l., nominata quale esperto finanziario indipendente al fine di assistere il Comitato OPC, nonché di rilasciare specifico parere in merito alla congruità finanziaria - anche rispetto ad operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo - del Prezzo Arca Vita, redatto nel rispetto dei migliori

*standard* nazionali e internazionali.

<b>Esperti Indipendenti</b>	Congiuntamente, Deloitte, JP Morgan e Studio Laghi.
<b>Gruppo Arca</b>	Arca Vita e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 2359 c.c.
<b>Gruppo Unipol</b>	Unipol e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 93 del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato.
<b>Gruppo UnipolSai</b>	UnipolSai e le società da questa controllate ai sensi dell'art. 93 del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato.
<b><i>Fairness Opinion</i></b>	Congiuntamente, la <i>Fairness Opinion</i> Deloitte, la <i>Fairness Opinion</i> JP Morgan e la <i>Fairness Opinion</i> Laghi.
<b><i>Fairness Opinion</i> Deloitte</b>	Il parere, rilasciato da Deloitte a supporto del Comitato OPC, in merito alla congruità finanziaria - anche rispetto ad operazioni di compravendita similari avvenute nel mercato assicurativo - del Prezzo Arca Vita, redatto nel rispetto dei migliori <i>standard</i> nazionali ed internazionali.
<b><i>Fairness Opinion</i> JP Morgan</b>	Il parere, rilasciato da JP Morgan a supporto del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita, redatto nel rispetto dei migliori <i>standard</i> nazionali e internazionali.
<b><i>Fairness Opinion</i> Laghi</b>	Il giudizio professionale rilasciato dallo Studio Laghi circa: (i) la congruità dei principi e dei metodi di stima applicati nell'ambito dell'Operazione da Deloitte e JP Morgan rispetto agli <i>standard</i> utilizzati nella prassi per operazioni simili; e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Deloitte e JP Morgan, rispetto agli <i>standard</i> di prassi.

<b>IVASS</b>	Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.
<b>JP Morgan</b>	JP Morgan nominata quale esperto finanziario indipendente al fine di assistere il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, nonché di rilasciare specifico parere in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita.
<b>Legal Opinion</b>	Il giudizio professionale rilasciato dall'Esperto Legale.
<b>Linear</b>	Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 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.
<b>Nuovi Accordi di Bancassurance</b>	<p>Congiuntamente,</p> <p>(a) l'accordo, sottoscritto l'8 novembre 2017, con cui Unipol, Arca Vita e i <i>Partner</i> Bancari hanno confermato la prosecuzione del rapporto di <i>bancassurance</i> in essere dal 2009 tramite Arca Vita e Arca Assicurazioni, e dei relativi impegni assunti al riguardo, per un periodo di 5 (cinque) anni, ulteriormente rinnovabile previo accordo scritto delle parti;</p> <p>(b) la modifica di talune disposizioni del contratto di compravendita sottoscritto tra Unipol e i <i>Partner</i> Bancari in data 24 dicembre 2009, come successivamente modificato, avente ad oggetto l'acquisto, da parte di Unipol, <i>inter alia</i>, della maggioranza del capitale sociale di Arca Vita;</p> <p>(c) la stipula, tra Arca Vita/Arca Assicurazioni, da un lato, e i <i>Partner</i> Bancari, dall'altro, di nuovi contratti di distribuzione, con effetto dal 1° gennaio 2018;</p> <p>(d) la sottoscrizione da parte di Unipol e dei <i>Partner</i></p>

Bancari di un nuovo accordo integrativo teso a disciplinare la concessione e le condizioni di reciproci diritti di opzione di acquisto aventi ad oggetto le partecipazioni che Unipol, BPER e BPS detengono in Arca Vita, esercitabili al verificarsi di determinate circostanze ivi specificate; e

- (e) la sottoscrizione del Nuovo Patto Parasociale, a seguito di risoluzione per mutuo consenso, a far data dal 1° gennaio 2018, del precedente patto parasociale relativo ad Arca Vita e Arca Assicurazioni, sottoscritto in data 22 giugno 2010.

**Nuovo Patto Parasociale** Il patto parasociale sottoscritto tra Unipol, BPER e BPS, con effetto a far data dal 1° gennaio 2018, relativo alla disciplina del governo societario di Arca Vita e Arca Assicurazioni e dei trasferimenti delle azioni detenute da ciascuna parte in Arca Vita.

**Operazione** L'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita nonché, indirettamente, delle Partecipazioni Arca e delle Partecipazioni Minori Arca.

**Parere del Comitato OPC** Il motivato parere favorevole rilasciato dal Comitato OPC ai sensi dell'art. 8.1.c) del Regolamento OPC e dell'art. 9.2 della Procedura OPC, in merito all'interesse della Società al compimento dell'Operazione nonché alla convenienza e correttezza sostanziale delle sue condizioni.

**Parere sulle Proiezioni** Il parere rilasciato da Prometeia avente a oggetto l'attività di verifica indipendente delle assunzioni sottostanti le proiezioni economico-patrimoniali relative al periodo 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione nel mese di febbraio 2018, nonché la ragionevolezza delle stesse.

**Partecipazione Arca Assicurazioni** La partecipazione, detenuta da Arca Vita, pari a n. 14.478.732 (quattordici milioni quattrocento settantotto mila settecento trenta due) azioni ordinarie con valore

nominale pari ad Euro 3,44 (tre virgola quarantaquattro) ciascuna, rappresentativa del 98,12% (novantotto virgola dodici per cento) del capitale sociale di Arca Assicurazioni.

**Partecipazione Arca Direct**

La quota, detenuta da Arca Vita, del valore nominale di Euro 103.300 (cento tre mila trecento) rappresentativa dell'intero capitale sociale di Arca Direct.

**Partecipazione Arca Inlinea**

La quota, detenuta da Arca Vita, del valore nominale di Euro 63.227 (sessanta tre mila duecento venti sette) rappresentativa del 60,22% (sessanta virgola venti due per cento) del capitale sociale di Arca Inlinea. Il restante 39,78% (trenta nove virgola settantotto per cento) del capitale sociale di Arca Inlinea è detenuto da Arca Assicurazioni.

**Partecipazione Arca Sistemi**

La quota, detenuta da Arca Vita, del valore nominale di Euro 82.030 (ottanta due mila trenta) rappresentativa dell'82,03% (ottanta due virgola zero tre per cento) del capitale sociale di Arca Sistemi. Il restante capitale sociale di Arca Sistemi è detenuto da Arca Assicurazioni per il 16,97% (sedici virgola novantasette per cento) e da Arca Inlinea (come infra definita) per il rimanente 1% (uno per cento).

**Partecipazione Arca Vita**

La partecipazione, detenuta da Unipol, pari a n. 22.005.690 (ventidue milioni e cinque mila seicento novanta) azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 6,00 (sei virgola zero zero) ciascuna, rappresentativa del 63,39% (sessanta tre virgola trenta nove per cento) del capitale sociale di Arca Vita.

**Partecipazione AVI**

La partecipazione, detenuta da Arca Vita, pari a n. 1.634.870 (un milione seicento trenta quattro mila ottocento settanta) azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentativa dell'intero capitale sociale di AVI.

**Partecipazione Linear**

La partecipazione trasferita da Unipol a UnipolSai, in data

16 novembre 2017, in esecuzione dell'Accordo Quadro e previa sottoscrizione di apposito contratto di compravendita, pari a n. 19.300.000 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentative dell'intero capitale sociale di Linear.

**Partecipazione PAS**

La quota, detenuta da Arca Assicurazioni, del valore nominale di Euro 516 (cinquecentosedici) rappresentativa dello 0,10% (zero virgola dieci per cento) del capitale sociale di PAS.

**Partecipazione UCI**

La quota, detenuta da Arca Assicurazioni, del valore nominale di Euro 51 (cinquantuno) rappresentativa dello 0,01% (zero virgola zero uno per cento) del capitale sociale di UCI.

**Partecipazione UniSalute**

La partecipazione trasferita da Unipol a UnipolSai, in data 16 novembre 2017, in esecuzione dell'Accordo Quadro e previa sottoscrizione di apposito contratto di compravendita, pari a n. 17.242.993 azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentativa del 98,53% (novantotto virgola cinquantatré per cento) del capitale sociale di UniSalute.

**Partecipazione USC**

La quota, detenuta da Arca Vita, del valore nominale pari ad Euro 10.400 (diecimila quattrocento) rappresentativa dello 0,20% (zero virgola venti per cento) del capitale sociale di USC.

**Partecipazioni Arca**

Congiuntamente, la Partecipazione Arca Assicurazioni, la Partecipazione Arca Direct, la Partecipazione Arca Inlinea, la Partecipazione Arca Sistemi e la Partecipazione AVI.

**Partecipazioni Minori Arca**

Congiuntamente, la Partecipazione PAS, la Partecipazione UCI e la Partecipazione USC.

**Partner Bancari**

Congiuntamente, BPER e BPS.

<b>PAS</b>	Pronto Assistance Servizi Soc. Cons. a r.l., con sede legale in Torino, via Carlo Marengo 25, società che si occupa della gestione ed erogazione dei servizi di assistenza tecnica nel settore <i>automotive</i> .
<b>Piano Strategico UnipolSai</b>	Il Piano Strategico 2016-2018 di UnipolSai, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 13 maggio 2016.
<b>Prezzo Arca Vita</b>	Euro 475.000.000 (quattro cento settantacinque milioni).
<b>Procedura OPC</b>	La “ <i>Procedura per l’effettuazione di operazioni con parti correlate</i> ”, adottata ai sensi dell’art. 4 del Regolamento OPC dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, nella versione da ultimo approvata in data 6 ottobre 2016 (reperibile all’indirizzo <a href="http://www.unipolsai.com/it/Governance/operazioni-con-parti-correlate">http://www.unipolsai.com/it/Governance/operazioni-con-parti-correlate</a> ).
<b>Progetto</b>	Il progetto di razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol - approvato, per quanto di rispettiva competenza, dai Consigli di Amministrazione di Unipol e di UnipolSai il 29 giugno 2017 - attraverso la concentrazione in UnipolSai, in uno o più <i>step</i> , qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti, di tutte le partecipazioni in imprese di assicurazione detenute da Unipol, mediante compravendita delle medesime.
<b>Prometeia</b>	Prometeia S.p.A., nominata quale esperto indipendente al fine di rendere il Parere sulle Proiezioni al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai.
<b>Regolamento Emittenti</b>	Il regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato.
<b>Regolamento OPC</b>	Il regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, recante disposizioni in materia di

operazioni con parti correlate.

**Società Controllate**

Congiuntamente, Arca Assicurazioni, Arca Direct, Arca Inlinea, Arca Sistemi e AVI.

**Studio Laghi**

Lo Studio Laghi S.r.l., nominato quale esperto indipendente al fine di esprimere al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e al Comitato OPC un giudizio professionale circa: (i) la congruità dei principi e dei metodi di stima applicati nell'ambito dell'Operazione da Deloitte e JP Morgan, rispetto agli *standard* utilizzati nella prassi per operazioni simili; e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Deloitte e JP Morgan rispetto agli *standard* di prassi.

**UCI**

Ufficio Centrale Italiano Soc. Cons. a r.l., con sede legale in Milano, Corso Sempione 39, società consortile avente quale oggetto sociale la cura e l'emissione del certificato internazionale d'assicurazione e la gestione dei sinistri provocati in Italia dai veicoli stranieri muniti di detto certificato.

**Unipol o il Venditore**

Unipol Gruppo S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado 45, capitale sociale pari ad Euro 3.365.292.408,03 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 00284160371, capogruppo del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046, capogruppo del Gruppo Bancario Unipol iscritto all'Albo dei gruppi bancari al n. 20052.

**UnipolSai o l'Acquirente  
o la Società**

UnipolSai Assicurazioni S.p.A., con sede legale in Bologna, via Stalingrado 45, capitale sociale pari ad Euro 2.031.456.338,00 i.v., iscritta al Registro delle Imprese di Bologna, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 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 Servizi S.p.A., con sede legale in Bologna, via Larga 8, iscritta al Registro delle imprese di Bologna, numero di iscrizione, codice fiscale e p.iva 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.

**USC**

UnipolSai Servizi Consortili Soc. Cons. a r.l., con sede legale in Bologna, via Stalingrado 37, di cui UnipolSai detiene il 98,23% (novantotto virgola venti tre per cento) del capitale sociale e Arca Vita una quota pari a 0,20% (zero virgola venti per cento) del capitale sociale, società fornitrice di servizi logistico/tecnologici per le società del Gruppo Unipol, appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol.

## PREMESSA

Il presente Documento Informativo ha a oggetto l'Operazione, ovvero sia l'acquisto da parte di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita nonché, indirettamente, delle Partecipazioni Arca e delle Partecipazioni Minori Arca, detenute dalla propria capogruppo Unipol, ed è stato redatto da UnipolSai in quanto tale acquisizione si qualifica come di maggiore rilevanza, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC (per maggiori dettagli circa gli indici di rilevanza applicati ai fini di tale qualificazione si rinvia al successivo paragrafo 2.2).

L'Operazione si inserisce nel più ampio Progetto tra UnipolSai e Unipol - approvato, per quanto di rispettiva competenza, dai Consigli di Amministrazione delle due società il 29 giugno 2017 - che persegue la razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, attraverso la concentrazione in UnipolSai, in uno o più *step*, qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti, di tutte le partecipazioni in società assicurative detenute da Unipol, mediante compravendita delle medesime (per maggiori dettagli circa l'Operazione, il Progetto e le parti correlate coinvolte - vale a dire UnipolSai e Unipol - si rinvia al successivo paragrafo 2.2).

L'Operazione è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 22 marzo 2018, previo Parere del Comitato OPC, rilasciato in data 21 marzo 2018, ai sensi dell'art. 9.1 della Procedura OPC (per maggiori dettagli circa la procedura di approvazione dell'Operazione si rinvia al successivo paragrafo 2.8).

Il presente Documento Informativo, pubblicato in data 29 marzo 2018, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società, in Bologna, via Stalingrado 45, sul sito *internet* della Società nella sezione “*Governance / operazioni con parti correlate*” all'indirizzo [www.unipolsai.com](http://www.unipolsai.com).

Al presente Documento Informativo sono acclusi i seguenti documenti: *(i)* il Parere del Comitato OPC, comprensivo della *Fairness Opinion* Deloitte rilasciata al Comitato OPC di UnipolSai in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita anche rispetto ai valori di mercato; *(ii)* la *Fairness Opinion* JP Morgan rilasciata al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita; nonché *(iii)* la *Fairness Opinion* Laghi rilasciata al Consiglio di Amministrazione e al Comitato OPC di UnipolSai in merito alla congruità dei principi e dei metodi di stima, nonché all'adeguatezza rispetto agli *standard* di prassi dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime da Deloitte e JP Morgan.

## 1. AVVERTENZE

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

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

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

#### UnipolSai

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

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

(\*\*) Indipendente.

#### Unipol

NOME	CARICA
<b>Stefanini Pierluigi</b> (*)	Presidente
Pasquariello Maria Antonietta (**)	Vice Presidente
<b>Cimbri Carlo</b> (*)	AD, Group CEO e DG
Balducci Gianmaria (**)	Consigliere
<b>Berardini Francesco</b> (*)	Consigliere
Candini Silvia Elisabetta (**)	Consigliere

<b>Cattabiani Paolo</b> (*)	Consigliere
<b>Dalle Rive Ernesto</b> (*)	Consigliere
De Luise Patrizia (**)	Consigliere
Ferraboli Anna Maria (**)	Consigliere
Ferrè Daniele (**)	Consigliere
Gualtieri Giuseppina (**)	Consigliere
Levorato Claudio	Consigliere
Morara Pier Luigi (**)	Consigliere
Mundo Antonietta (**)	Consigliere
Pacchioni Milo	Consigliere
Desiderio Massimo (**)	Consigliere
Trovò Annamaria (**)	Consigliere
Turrini Adriano	Consigliere
Zambelli Rossana (**)	Consigliere
Zini Carlo	Consigliere
Zucchelli Mario	Consigliere

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

(\*\*) Indipendente.

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

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

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

Fermo quanto precede, tenuto conto delle caratteristiche dell'Operazione, non si ravvisano, a giudizio di UnipolSai, particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi

da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate. Le attività relative alla determinazione del Prezzo Arca Vita e degli ulteriori termini e condizioni di cui al Contratto di Compravendita sono state effettuate nel rispetto del Regolamento OPC e della Procedura OPC.

## 2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

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

L'Operazione consiste nella compravendita della Partecipazione Arca Vita nonché, in via indiretta, delle Partecipazioni Arca e delle Partecipazioni Minori Arca.

Arca Vita controlla le seguenti società:

- Arca Assicurazioni, *joint-venture* operante nel canale della bancassicurazione danni;
- Arca Direct, società specializzata nella vendita diretta a distanza di polizze R.C. Auto rivolta alla clientela non bancaria e nella gestione di specifici portafogli;
- Arca Inlinea, società con scopo consortile che presta il servizio di assistenza telefonica alla clientela di Arca Vita e Arca Assicurazioni in relazione alle polizze emesse dalle medesime compagnie;
- Arca Sistemi, società con scopo consortile che si occupa della fornitura ai propri soci di servizi e prodotti per la progettazione, realizzazione e gestione di applicazioni informatiche, di processi operativi e correlate strutture organizzative, di patrimoni dati nonché di servizi relativi a sistemi di telecomunicazione e telefonia; e
- AVI, società assicurativa irlandese specializzata nell'emissione di polizze vita *unit-linked*.

In esecuzione e nel contesto del Progetto e al fine di disciplinare, *inter alia*, l'Operazione, Unipol, in qualità di venditore, e UnipolSai, in qualità di acquirente, hanno sottoscritto, in data 30 giugno 2017, l'Accordo Quadro che prevedeva:

- la cessione da Unipol in favore di UnipolSai delle partecipazioni detenute da Unipol, rispettivamente, in *(i)* UniSalute (pari al 98,53% del capitale sociale di UniSalute) e *(ii)* Linear (pari al 100% del capitale sociale di Linear) ai termini e condizioni di cui ai contratti di compravendita sottoscritti contestualmente all'Accordo Quadro; operazione perfezionata in data 16 novembre 2017; e
- con riguardo ad Arca Vita, la cessione da Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita, qualora ne fossero ricorsi i presupposti e le condizioni, anche sulla base dell'esito del negoziato per la modifica e il rinnovo degli accordi di *bancassurance* in essere con i Partner Bancari; negoziato poi conclusosi in data 8

novembre 2017 con la sottoscrizione dei Nuovi Accordi di *Bancassurance*.

Tenuto conto dell'esito del predetto negoziato e della sottoscrizione, intervenuta lo scorso 8 novembre 2017, dei Nuovi Accordi di *Bancassurance*, confermato il proprio reciproco interesse al completamento del Progetto attraverso il perfezionamento dell'Operazione, Unipol e UnipolSai, ciascuna con l'ausilio dei rispettivi *advisor* e consulenti, hanno quindi negoziato i termini e condizioni dell'Operazione e svolto le procedure interne ed endosocietarie per l'approvazione dell'Operazione medesima.

Si precisa altresì che, sebbene conclusi in esecuzione dell'Accordo Quadro e nell'ambito dell'implementazione del Progetto, la compravendita della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute e il Contratto di Compravendita sono tra loro indipendenti e non funzionalmente o causalmente collegati, di talché la ritardata o mancata esecuzione - così come l'inadempimento delle obbligazioni - di uno qualunque o di entrambi i primi due contratti, non inciderà sull'esecuzione - o sull'adempimento delle obbligazioni - del Contratto di Compravendita e viceversa.

Il Prezzo Arca Vita, pari a Euro 475 milioni, è stato negoziato da UnipolSai e Unipol all'interno dei *range* di valori determinati da esperti indipendenti di comprovata professionalità, nominati da ciascuna delle parti, applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale. Per maggiori informazioni si veda il successivo paragrafo 2.4.

Come da prassi in analoghe tipologie di operazioni, il Contratto di Compravendita prevede che il perfezionamento della compravendita (il c.d. "*closing*") sia sospensivamente condizionato al positivo avveramento delle seguenti condizioni: (i) l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte dell'IVASS; (ii) l'ottenimento della necessaria autorizzazione da parte della *Central Bank of Ireland* (nelle forme previste dalla normativa applicabile) all'acquisizione indiretta da parte di UnipolSai della Partecipazione AVI <sup>(1)</sup>. Il perfezionamento del Contratto di Compravendita è previsto entro il corrente esercizio.

Inoltre, sempre come da prassi, il Contratto di Compravendita prevede:

- (a) una disciplina interinale ai sensi della quale, nel periodo compreso tra la data di sottoscrizione e la data di perfezionamento della relativa cessione, il Venditore si è impegnato a fare sì che Arca Vita operi in linea con l'attuale gestione corrente, senza compiere atti di straordinaria amministrazione, eccezion fatta per quelli

---

<sup>(1)</sup> In particolare, essendo AVI una società assicurativa irlandese specializzata nell'emissione di polizze vita *unit-linked*, e poiché il Contratto di Compravendita prevede il trasferimento indiretto della partecipazione di Arca Vita in AVI, l'Operazione è soggetta anche alla condizione sospensiva, da avverarsi entro il medesimo termine del 31 dicembre 2018, dell'adozione, in qualunque forma, da parte della *Central Bank of Ireland* di una decisione che autorizzi tale trasferimento indiretto, o non si opponga ad esso.

espressamente previsti nel proprio piano strategico;

- (b) il rilascio da parte del Venditore di dichiarazioni e garanzie, e connessi obblighi di indennizzo, principalmente *standard* o equivalenti a quelle utilizzate in analoghe operazioni tra parti non correlate o ragionevoli e appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità della compravendita della Partecipazione Arca Vita e comunque in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla loro esecuzione. Ai fini della definizione del Contratto di Compravendita ed in particolare delle predette dichiarazioni e garanzie rilasciate dal Venditore, ha assunto rilievo che UnipolSai dispone di un adeguato livello di conoscenza dell'organizzazione e delle attività di Arca Vita e delle Società Controllate in quanto:
- nei Consigli di Amministrazione di tali società sono presenti consiglieri che ricoprono funzioni dirigenziali all'interno di UnipolSai;
  - le competenti funzioni di UnipolSai svolgono “funzioni o attività essenziali o importanti” all'interno dell'organizzazione aziendale delle suddette società aventi a oggetto le Attività Esternalizzate.

In particolare, in relazione alle attività svolte da Arca Vita e dalle sue Società Controllate, nonché alle Attività Esternalizzate, si prevede comunque uno specifico “obbligo di indennizzo” del Venditore per eventuali sopravvenienze passive derivanti da pretese di terzi o di Autorità, salva la non-risarcibilità di eventuali danni causati dallo stesso Acquirente per effetto di un suo inadempimento dei rispettivi contratti di servizio.

Il Contratto di Compravendita prevede, inoltre, il subentro da parte di UnipolSai nei Nuovi Accordi di *Bancassurance*, ivi incluso il Nuovo Patto Parasociale, mediante la sottoscrizione di un atto scritto di adesione secondo le modalità ivi previste e disciplinate.

In particolare, a seguito dell'adesione di UnipolSai al Nuovo Patto Parasociale con gli altri azionisti di Arca Vita, Unipol resterà comunque responsabile in solido per le obbligazioni gravanti su UnipolSai. A tale riguardo, il Contratto di Compravendita prevede una manleva di UnipolSai a favore di Unipol per responsabilità e danni, nonché per i relativi costi, oneri e passività derivanti da tale solidarietà, salvo il caso essi derivino da atti o fatti imputabili a Unipol.

Analogamente, avuto sempre riguardo alla predetta responsabilità solidale, è prevista una manleva di Unipol a favore di UnipolSai per qualsivoglia danno subito da UnipolSai quale conseguenza diretta della violazione da parte di Unipol di un'obbligazione posta a suo esclusivo carico (e, dunque, direttamente riferibile ad Unipol in proprio e non quale responsabile in solido con la rispettiva società oggetto del Contratto di Compravendita) ai sensi dei Nuovi Accordi di *Bancassurance* e derivante da atti o comportamenti precedenti o successivi alla data di esecuzione del Contratto di Compravendita.

In base al Contratto di Compravendita, il trasferimento della Partecipazione Arca Vita è risolutivamente condizionato, con efficacia *ex nunc*, al venir meno – entro la data di eventuale risoluzione o cessazione dell’efficacia del Nuovo Patto Parasociale per qualsiasi ragione – del rapporto di controllo tra Unipol e UnipolSai. In tale ipotesi, la Partecipazione Arca Vita dovrà essere retroceduta a un prezzo calcolato, alla data di avveramento della condizione risolutiva, secondo i medesimi criteri e metodologie valutative applicati per il calcolo del Prezzo Arca Vita, salvo deferimento della questione ad un esperto indipendente in caso di disaccordo tra le parti.

Il Contratto di Compravendita prevede, infine, una clausola arbitrale in base alla quale tutte le controversie derivanti dal Contratto di Compravendita sono risolte mediante arbitrato rituale di diritto, secondo il Regolamento della Camera Arbitrale Nazionale e Internazionale di Milano.

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

L’Operazione si configura come operazione tra parti correlate, ai sensi dell’art. 3 della Procedura OPC nonché dell’Allegato 1 al Regolamento OPC, in quanto, alla data del Documento Informativo, UnipolSai è controllata da Unipol ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1, c.c.

Più precisamente, Unipol detiene nella Società una partecipazione pari al 73,17% del relativo capitale sociale (di cui il 53,179%, in via diretta, ed il restante 19,991% in via indiretta per il tramite delle controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investments S.p.A.). UnipolSai è inoltre soggetta a direzione e coordinamento di Unipol, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e ss. c.c.

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

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

- **Ernesto Delle Rive** riveste le cariche di membro del Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e di membro del Consiglio di Amministrazione di Unipol.

L'Operazione si qualifica come operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 2 della Procedura OPC nonché dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in quanto l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita, individualmente considerata, supera la soglia del 2,5%, di cui all'art. 2 della Procedura OPC e all'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC.

In particolare, **(i)** ai sensi dell'art. 2 della Procedura OPC e dell'art. 1.2 dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, le operazioni - come nella specie - tra una società quotata e la società controllante quotata sono di maggiore rilevanza qualora anche uno degli indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 2,5%; **(ii)** ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, richiamato dalla Procedura OPC, gli indici di rilevanza sono: **l'indice di rilevanza del controvalore** <sup>(2)</sup>; **l'indice di rilevanza dell'attivo** <sup>(3)</sup>; **l'indice di rilevanza delle passività** <sup>(4)</sup>. Nel caso di specie, assumono

---

<sup>(2)</sup> Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC l'*indice di rilevanza del controvalore* è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>(4)</sup> Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC l'*indice di rilevanza delle passività* è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

rilevato l'*indice di rilevanza del controvalore* e l'*indice di rilevanza dell'attivo*. Più precisamente, il controvalore dell'acquisizione della Partecipazione Arca Vita, vale a dire il Prezzo Arca Vita, è pari a Euro 475 milioni, mentre il patrimonio netto consolidato di UnipolSai tratto dallo stato patrimoniale consolidato al 31 dicembre 2017 è pari a Euro 5.869 milioni <sup>(5)</sup>. L'indice di rilevanza del controvalore dell'acquisizione della Partecipazione Arca Vita è quindi pari all'8,09%, pertanto superiore al 2,5%. Anche l'indice di rilevanza dell'attivo, essendo pari all'11,68%, supera la soglia del 2,5%.

Si segnala, inoltre, che alla data di pubblicazione del presente Documento Informativo, l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita, anche considerata cumulativamente alle precedenti operazioni di acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, non configura per UnipolSai un'acquisizione significativa, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 71 del Regolamento Emittenti.

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

L'Operazione porta a completamento del più ampio Progetto avviato dal Gruppo Unipol e finalizzato alla definitiva razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol attraverso l'aggregazione dell'intero *business* assicurativo sotto il controllo di UnipolSai.

In particolare, nell'ambito di tale Progetto è stata prevista:

- una prima fase, avente a oggetto la cessione da Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, operazione perfezionata in data 16 novembre 2017; e
- una seconda fase, avente a oggetto l'Operazione, la quale è stata avviata ad esito del negoziato per la modifica ed il rinnovo degli accordi di *bancassurance*, conclusosi in data 8 novembre 2017 con la sottoscrizione dei Nuovi Accordi di *Bancassurance*.

L'Operazione e, più in generale, il Progetto avviato dal Gruppo Unipol, sono finalizzati a ridisegnare l'assetto di Gruppo riconducibile all'esercizio dell'attività assicurativa, andando ad intervenire su una struttura societaria e partecipativa costruita nel tempo in coerenza con un disegno strategico improntato a privilegiare la specializzazione per singola linea produttiva e canale distributivo. Tale disegno è stato coerentemente perseguito – nel tempo – mediante la costituzione e l'acquisizione di compagnie assicuratrici autonome e distinte, ciascuna delle quali dotata della propria strategia distributiva. L'evoluzione delle esigenze e dei comportamenti dei consumatori, anche legata allo sviluppo tecnologico e alle nuove modalità di accesso all'offerta di servizi in genere, ha comportato più di recente un ripensamento del modello distributivo dell'impresa, determinando la necessità di integrare

---

<sup>(5)</sup> Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di UnipolSai rilevata al 31 dicembre 2017, pari a Euro 5.509.000.000.

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.

UnipolSai, a compimento del Progetto, diverrebbe – *de facto* – l'impresa “a capo” del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, venendo a detenere la disponibilità dei canali distributivi, degli strumenti e dei prodotti assicurativi e, quindi, delle leve per ottenere potenziali benefici in termini di maggiore competitività sul mercato di riferimento, come peraltro previsto nel Piano Strategico UnipolSai.

Nell'ambito del Progetto, oltre alle acquisizioni delle partecipazioni in UniSalute e in Linear, il cui perfezionamento è avvenuto in data 16 novembre 2017, era previsto l'eventuale trasferimento ad UnipolSai, al ricorrere di determinate condizioni e presupposti, anche della Partecipazione Arca Vita (e con essa, anche delle sue controllate, con particolare riferimento alle compagnie assicurative AVI e Arca Assicurazioni).

Tali presupposti, come già in precedenza evidenziato, hanno trovato compimento con il rinnovo anticipato della *partnership* strategica nell'attività di *bancassurance* nei comparti Vita e Danni tra Unipol, BPER e BPS e la sottoscrizione, in data 8 novembre 2017, di un nuovo accordo quinquennale, avente scadenza fissata al 31 dicembre 2022 e rinnovabile previo accordo tra le parti.

Nello specifico, l'Operazione – anche a seguito dell'odierno perfezionamento dell'operazione di cessione della partecipazione di maggioranza (50% del capitale sociale più un'azione) detenuta dalla Società in Popolare Vita S.p.A. in favore di Banco BPM S.p.A. – consentirebbe di ricostituire l'offerta di UnipolSai nel canale della bancassicurazione, riaffermandone la presenza quale operatore di rilievo nell'ambito della bancassurance Vita ed estendendone l'offerta anche ai rami Danni.

Da ultimo, tale configurazione societaria consentirebbe di:

- ottimizzare l'operatività del Gruppo nel comparto assicurativo, con conseguenti impatti positivi in termini di valorizzazione di ciascuna delle diverse componenti del suddetto *business*; e
- facilitare il processo di sviluppo volto ad assicurare la costante adeguatezza dell'offerta di prodotti da parte di Arca Vita e Arca Assicurazioni, anche alla luce delle possibilità offerte dall'innovazione tecnologica e considerati altresì gli sviluppi del mercato di riferimento.

Alla luce di quanto sopra rappresentato, il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai – tenuto conto della documentazione istruttoria ricevuta e, in particolare, del motivato, unanime, parere favorevole del Comitato OPC e della *Fairness Opinion* JP Morgan sulla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita, nonché della *Fairness Opinion* Laghi – ha approvato l'Operazione, riscontrando l'interesse della Società alla sua realizzazione, nonché

la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

#### **2.4. Modalità di determinazione del Prezzo Arca Vita e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari**

Ai fini della valutazione dell'interesse di UnipolSai ad acquisire la Partecipazione Arca Vita e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, il Comitato OPC ha tenuto conto della *Fairness Opinion* Deloitte, nonché della *Fairness Opinion* Laghi, riscontrando altresì gli elementi di sintesi della *Fairness Opinion* JP Morgan. Il Comitato OPC ha inoltre esaminato il Parere sulle Proiezioni, rilasciato da Prometeia, circa la ragionevolezza delle assunzioni sottostanti alle proiezioni economico-patrimoniali 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI, utilizzate dagli *advisor* ai fini della predisposizione delle rispettive *Fairness Opinion*.

Ciascuno degli Esperti Indipendenti è stato selezionato in ragione della esperienza, professionalità e competenza rispetto all'Operazione, tenuto altresì conto dell'attività svolta in precedenza nell'ambito dell'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute. Tali elementi sono stati tenuti in considerazione, rispettivamente, dal Comitato OPC e dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai a supporto delle proprie valutazioni in merito alla scelta degli Esperti Indipendenti stessi. Ciascuno di tali esperti, nonché Prometeia, hanno attestato formalmente la propria indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse con le modalità descritte al successivo paragrafo 2.8.1.

Il corrispettivo che sarà complessivamente riconosciuto da UnipolSai al Venditore per l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita ammonta ad Euro 475 milioni.

In particolare, il Prezzo Arca Vita è stato ritenuto congruo da un punto di vista finanziario, sia da Deloitte sia da JP Morgan, tenendo conto degli intervalli di valore a cui gli stessi *advisor* sono pervenuti ad esito delle rispettive analisi, come di seguito evidenziato.

Deloitte ha altresì attestato la congruità del Prezzo Arca Vita anche rispetto ai valori di mercato.

Al fine di verificare la congruità del Prezzo Arca Vita, Deloitte e JP Morgan hanno utilizzato metodologie di valutazione in linea con la prassi nazionale e internazionale, applicando quelle ritenute più appropriate, tenuto conto delle finalità delle analisi, delle caratteristiche specifiche della Partecipazione Arca Vita, nonché della tipologia di operazione e della finalità della valutazione stessa.

I valori presi in esame sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e alla luce delle proiezioni economico-patrimoniali 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione nel mese di febbraio 2018, assumendo l'assenza del verificarsi di accadimenti straordinari. Le suddette proiezioni, utilizzate dagli *advisor* ai fini della predisposizione delle *Fairness Opinion*, sono state verificate e ritenute

ragionevoli nelle assunzioni e nei dati prospettici da parte di Prometeia, a tale fine incaricato da UnipolSai. In particolare, le analisi valutative si sono basate sulle informazioni e condizioni di mercato e regolatorie conosciute alla data di effettuazione delle stesse.

#### Metodologie di valutazione adottate da Deloitte e JP Morgan

Il processo valutativo alla base dell'individuazione di un *range* di valore per il 100% del capitale economico di Arca Vita e per la Partecipazione Arca Vita ha comportato, da parte di Deloitte e JP Morgan, la scelta di utilizzare, quale metodologia principale, la metodologia nota come Somma delle Parti (o “**SOP**”), che determina il valore dell'impresa come sommatoria delle componenti relative a ciascuna delle compagnie assicurative Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI (congiuntamente, le “**Target**”), al netto del valore di carico delle partecipazioni detenute da Arca Vita in Arca Assicurazioni e in AVI.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodologia principale, per quanto riguarda la valorizzazione delle compagnie operanti nel comparto Vita (*i.e.* Arca Vita e AVI), la metodologia prescelta è stata quella dell'*Appraisal Value*, attraverso la quale si perviene ad una stima del valore di mercato di tali compagnie che tiene in considerazione anche la capacità delle stesse di produrre utili attraverso la vendita di nuovi contratti assicurativi.

A tal proposito si rileva che, relativamente alle principali componenti dell'*Appraisal Value* delle compagnie assicurative Arca Vita e AVI, JP Morgan si è basata sulle risultanze delle valutazioni di natura attuariale effettuate da Deloitte, *advisor* finanziario incaricato dal Comitato OPC, sviluppando autonome analisi di sensitività sul *New Business Value*.

Per quanto riguarda invece Arca Assicurazioni, operante nel comparto Danni, Deloitte e JP Morgan hanno utilizzato, come metodologia principale, una metodologia finanziaria analitica, ovvero, il metodo dei flussi di dividendo attualizzati (“*Dividend Discount Model*” o “**DDM**”) nella versione “*Excess Capital*”.

Per ciascuna delle *Target*, Deloitte e JP Morgan hanno inoltre utilizzato, quale metodo di controllo, il metodo dei Multipli di Transazioni Comparabili.

Gli *advisor* suddetti non hanno infine ritenuto opportuno procedere con l'effettuazione di una valutazione autonoma delle Partecipazioni Arca Direct, Arca InLinea e Arca Sistemi, tenuto conto della natura dell'attività svolta dalle stesse e della ridotta materialità del relativo valore di carico in Arca Vita.

#### Metodo dell'*Appraisal Value*

La metodologia dell'*Appraisal Value*, applicabile come detto alle compagnie assicurative operanti nel comparto Vita, consiste nella determinazione di due componenti principali:

- (a) il valore intrinseco della compagnia, anche noto come *Embedded Value*, a sua volta ottenuto come somma del patrimonio netto della compagnia stessa,

opportunamente rettificato a valore di mercato (noto come *Adjusted Net Asset Value*, o ANAV), ed il valore del portafoglio polizze in vigore (*Value In Force*, o VIF), vale a dire il valore atteso, per gli azionisti, dei profitti che emergeranno durante l'intera vita contrattuale al netto del costo del capitale di solvibilità richiesto e al netto dei costi di acquisizione; e

- (b) il valore dei nuovi affari futuri, noto anche come *Goodwill*, vale a dire il valore atteso dei profitti che emergeranno durante la vita contrattuale, anche in questo caso al netto del costo del capitale di solvibilità richiesto e al netto dei costi di acquisizione, della futura nuova produzione collocata su un orizzonte temporale prospettico della durata di 5 anni, allineato alla durata dei Nuovi Accordi di *Bancassurance*, sottoscritti in data 8 novembre 2017, con i quali Unipol, BPER e BPS hanno sancito il rinnovo della *partnership* di bancassicurazione sino al 31 dicembre 2022.

#### 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:

- (a) *business plan* della società;
- (b) requisiti di capitale (*Solvency Capital Requirement*) previsti dalla società;
- (c) requisiti di capitale *target*.

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.

Nel caso di specie, nella determinazione del valore del 100% del capitale economico di Arca Assicurazioni utilizzando tale metodologia, è stata presa a riferimento la durata della *partnership* di bancassicurazione recentemente rinnovata da Unipol, BPER e BPS, ipotizzando che la compagnia attiva nel comparto Danni, al termine dell'esercizio 2022, non assuma più nuovi affari ed il portafoglio in essere al termine di tale esercizio non formi più oggetto di rinnovo (c.d. *run-off*).

#### Range di valori determinati con il metodo SOP

In applicazione della metodologia SOP come sopra descritta, l'intervallo di valorizzazione del capitale economico di Arca Vita, al netto della proposta di distribuzione del dividendo approvata dal Consiglio di Amministrazione di Arca Vita lo scorso 16 marzo 2018, che resta di competenza di Unipol (il "**Dividendo**"), risulta compreso per la Partecipazione Arca Vita (pari al 63,39% del capitale sociale), tra:

- Euro 449 milioni ed Euro 508 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 452 milioni ed Euro 522 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

#### 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, sono stati presi in considerazione da Deloitte e JP Morgan i multipli Prezzo/Utile Netto (*Price/Earning* o P/E) e *Price/Book Value* (P/BV).

Ai fini della valutazione delle Target, sono stati individuati distinti campioni di operazioni ritenute comparabili, in considerazione dello specifico settore di operatività delle compagnie in esame ed in particolare due campioni per quanto riguarda il comparto Vita, l'uno riferibile ad Arca Vita e l'altro ad AVI, al fine di tener conto delle specificità del *business* di quest'ultima, ed un campione per Arca Assicurazioni, operativa nel comparto Danni.

In applicazione della metodologia dei Multipli di Transazioni Comparabili come sopra descritta, l'intervallo di valorizzazione del capitale economico di Arca Vita, al netto della proposta di Dividendo, risulta compreso per la Partecipazione Arca Vita (pari al 63,39% del capitale sociale), tra:

- Euro 420 milioni ed Euro 538 milioni per quanto attiene alla valutazione di Deloitte;
- Euro 455 milioni ed Euro 493 milioni per quanto attiene alla valutazione di JP Morgan.

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

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

Il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai ha approvato il Prezzo Arca Vita, tenuto anche conto che lo stesso si colloca all'interno della fascia di sovrapposizione dei *range* di valore individuati in applicazione della metodologia principale.

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

Come anticipato, l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita si configura quale operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Per l'illustrazione degli indici di rilevanza interessati e delle modalità di calcolo utilizzate per verificare il loro superamento si rinvia al precedente paragrafo 2.2.

Come sopra segnalato, l'Operazione, anche considerata cumulativamente con le operazioni di acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute, perfezionatesi in data 16 novembre 2017, non configura – sulla base dei dati contabili di UnipolSai al 31 dicembre 2017 – un'acquisizione significativa ai sensi dell'art. 71 del Regolamento Emittenti.

### 2.5.1. Informazioni finanziarie pro-forma

#### Premessa

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

I Dati Pro-Forma sono stati predisposti al fine di simulare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici, gli effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale-finanziaria del Gruppo UnipolSai, come se la stessa fosse virtualmente avvenuta il 31 dicembre 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 prospettata acquisizione. In particolare, poiché le informazioni pro-forma sono costruite per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni successive, nonostante il rispetto delle regole comunemente accettate e l'utilizzo di assunzioni ragionevoli, vi sono dei limiti connessi alla natura stessa delle informazioni pro-forma. Pertanto, si precisa che qualora l'Operazione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti i Dati Pro-Forma.

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

#### Modalità di redazione dei Dati Pro-Forma

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

- la situazione patrimoniale-finanziaria e il conto economico del bilancio consolidato del Gruppo UnipolSai al 31 dicembre 2017, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 22 marzo 2018;

- la situazione patrimoniale-finanziaria e il conto economico consolidati del Gruppo Arca, redatti applicando i principi contabili IAS/IFRS ai fini della redazione del consolidato del Gruppo Unipol al 31 dicembre 2017 (c.d. *reporting packages*), approvati dal Consiglio di Amministrazione di Arca Vita il 7 febbraio 2018;
- i prospetti di determinazione della situazione di adeguatezza patrimoniale di Arca Vita, Arca Assicurazioni, AVI e UnipolSai al 31 dicembre 2017;
- le rettifiche pro-forma apportate per tenere conto degli effetti del perfezionamento dell’Operazione.

I Dati Pro-Forma sono stati predisposti sulla base dei medesimi principi contabili adottati per la predisposizione del bilancio consolidato per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 del Gruppo UnipolSai, redatto in accordo con gli *International Financial Reporting Standards* adottati dall’Unione Europea (IAS/IFRS).

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

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

La predisposizione dei Dati Pro-Forma è stata quindi effettuata in continuità di valori con il bilancio consolidato del Gruppo Unipol. In ragione di tale modalità di rappresentazione contabile, il patrimonio netto pro-forma di pertinenza del Gruppo UnipolSai al 31 dicembre 2017 si riduce di Euro 98 milioni rispetto al corrispondente dato risultante nel bilancio consolidato alla stessa data. La riduzione è dovuta esclusivamente alla *recognition* delle attività e passività oggetto di acquisizione, compreso l’avviamento, a valori diversi da quelli correnti stimati ai fini della determinazione del Prezzo Arca Vita. Tale riduzione corrisponde infatti alla differenza tra:

- (a) il corrispettivo riconosciuto da UnipolSai a Unipol per l’acquisizione della Partecipazione Arca Vita, pari a Euro 475 milioni;
- (b) il valore di pertinenza del Gruppo Unipol delle attività nette del Gruppo Arca, comprensive degli avviamenti così come rilevati nel bilancio consolidato del

Gruppo Unipol medesimo, pari ad Euro 377 milioni <sup>(6)</sup>.

Con riferimento agli effetti negativi delle rettifiche pro-forma sui Solvency Ratio individuale (calcolato secondo il Modello Interno Parziale) e consolidato (in termini di *Economic Capital*) di UnipolSai, si precisa che tali impatti sono da attribuirsi prevalentemente alla differenza negativa esistente tra il Prezzo Arca Vita riconosciuto da UnipolSai a Unipol ed il valore attribuito al complesso di attività e passività di Arca Vita <sup>(7)</sup> secondo i criteri di valutazione Solvency II.

Si riportano di seguito i Dati Pro-Forma relativi ad UnipolSai:

<i>valori in milioni di euro</i>	Dati al 31/12/2017	effetti rettifiche pro-forma	Totale dati pro-forma al 31/12/2017
Raccolta assicurativa diretta consolidata	11.068	822	11.889
<i>Raccolta assicurativa diretta Danni</i>	<i>7.355</i>	<i>110</i>	<i>7.465</i>
<i>Raccolta assicurativa diretta Vita</i>	<i>3.713</i>	<i>711</i>	<i>4.424</i>
Combined ratio Danni consolidato - lavoro diretto (*)	95,9%	-0,5%	95,4%
Combined ratio Danni consolidato - netto riassicurazione (**)	97,2%	-0,5%	96,8%
Risultato economico netto consolidato	537	58	594
Investimenti e disponibilità consolidati (***)	51.971	8.810	60.781
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	5.869	-98	5.771
Solvency ratio consolidato - Economic Capital (****)	206%	-13%	193%
Solvency ratio individuale - Modello Interno Parziale	241%	-8%	233%

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

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

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

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

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

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

<sup>(6)</sup> Si precisa che il dato è stato determinato al netto dei dividendi che verranno erogati, a valere sul risultato d'esercizio 2017, dal Gruppo Arca e che resteranno di competenza di Unipol.

<sup>(7)</sup> Si precisa che, coerentemente a quanto operato ai fini della determinazione dei Dati Pro-Forma relativi al bilancio consolidato di UnipolSai, il valore del complesso di attività e passività di Arca Vita al 31 dicembre 2017 è stato calcolato al netto dei dividendi che verranno erogati, a valere sul risultato d'esercizio 2017, dal Gruppo Arca e che resteranno di competenza di Unipol.

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

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

## **2.8. Iter di approvazione dell'Operazione**

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

### *2.8.1. Attività del Comitato OPC*

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

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

In particolare, il Comitato OPC è stato prontamente coinvolto durante tutta la fase delle trattative, ricevendo un flusso di informazioni completo e adeguato sui diversi profili dell'acquisto della Partecipazione Arca Vita e si è riunito in 4 occasioni e, segnatamente, in data 27 febbraio, 6 marzo, 19 marzo e 21 marzo 2018, per esaminare l'Operazione e rilasciare il parere.

Inoltre, a seguito della prima informativa resa dal Direttore Generale di UnipolSai, per il tramite della funzione preposta, al Presidente del Comitato OPC, quest'ultimo ha avviato le attività di selezione di propri *advisor* indipendenti.

In data 27 febbraio 2018 sono state fornite al Comitato informazioni sulle motivazioni, sulla tempistica, sui termini e sulle condizioni dell'Operazione. Il Comitato OPC, all'esito dell'attività di selezione di cui sopra, ha inoltre individuato Deloitte quale *advisor* finanziario indipendente, in virtù della esperienza, professionalità e competenza rispetto all'Operazione – anche in considerazione di analogo incarico svolto in precedenza, nell'ambito del

Progetto, in relazione all'acquisizione della Partecipazione Linear e della Partecipazione UniSalute – previa conferma per iscritto della propria indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse con riferimento all'Operazione medesima e ha affidato a quest'ultima l'incarico di: *(i)* supportare il Comitato OPC nella valutazione della congruità del prezzo negoziato tra Unipol e UnipolSai per la compravendita della Partecipazione Arca Vita, attraverso l'elaborazione di un *range* di valori individuato applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate dalla migliore prassi valutativa italiana e internazionale e *(ii)* rilasciare un'apposita *fairness opinion*, anche rispetto a valori di mercato, in merito alla congruità di tale prezzo, ove esso ricadesse all'interno del *range* individuato.

L'indipendenza di Deloitte è stata formalmente attestata con apposita dichiarazione, nella quale il medesimo esperto ha confermato, tra l'altro, l'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie in corso con: *(i)* UnipolSai, *(ii)* i soggetti che controllano UnipolSai, le società controllate da UnipolSai o soggette a comune controllo con UnipolSai e *(iii)* gli amministratori di UnipolSai e dei soggetti di cui al punto *(ii)* che precede, aventi caratteristiche qualitative o quantitative tali da comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio <sup>(8)</sup>.

Il Comitato OPC è stato altresì informato nella medesima riunione della scelta del Consiglio di Amministrazione di avvalersi, nell'ambito dell'Operazione, del supporto di JP Morgan, dello Studio Laghi, di Prometeia, nonché di BonelliErede, quale esperto legale chiamato a supportare la Società nell'analisi dei profili legali dell'Operazione e nella stesura dei relativi accordi contrattuali, a termini e condizioni coerenti con le caratteristiche e le specificità dell'Operazione e, in particolare, con la regolamentazione IVASS e CONSOB applicabile, nonché *standard* o equivalenti a quelli utilizzati in analoghe operazioni tra parti non correlate o comunque ragionevoli o appropriati in considerazione delle caratteristiche e specificità dell'Operazione e in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla sua esecuzione, rilasciando il proprio giudizio professionale.

Il Comitato OPC ha quindi ritenuto di: *(i)* avvalersi a sua volta, per i profili legali, del supporto del medesimo consulente incaricato dalla Società, vale a dire di BonelliErede, nel cui incarico è conseguentemente inclusa anche l'assistenza specifica in favore del Comitato OPC; *(ii)* chiedere che la *Fairness Opinion* Laghi fosse rivolta anche al Comitato OPC medesimo, con estensione dell'attività alla verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da Deloitte; *(iii)* poter prendere visione del Parere

---

<sup>(8)</sup> La dichiarazione è stata corroborata da una tabella riepilogativa delle attività svolte da Deloitte, nel corso del triennio 2015-2017, in favore delle società del Gruppo Unipol, contenente una descrizione di: *(i)* l'oggetto delle singole prestazioni eseguite; *(ii)* le società del Gruppo Unipol in favore delle quali le citate prestazioni sono state eseguite; e *(iii)* i relativi compensi incassati da Deloitte, nonché la percentuale di incidenza rispetto al fatturato annuo complessivo di quest'ultima. Ciò ha consentito al Comitato OPC di poter svolgere, sulla base di tali dati numerici, una valutazione nel merito sulla non significatività delle citate relazioni e dei corrispondenti importi incassati e, quindi, sulla loro inidoneità, sia sul piano qualitativo che su quello quantitativo, a compromettere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di Deloitte.

sulle Proiezioni di Prometeia.

Successivamente alla riunione del 27 febbraio 2018, il Comitato OPC ha verificato l'indipendenza dello Studio Laghi e di BonelliErede, ritenendo altresì opportuno effettuare le medesime verifiche nei confronti di Prometeia, acquisendo all'uopo specifiche dichiarazioni di indipendenza predisposte dagli *advisor* medesimi <sup>(9)</sup>.

In data 6 marzo 2018, il Comitato OPC è stato informato da parte delle funzioni competenti e del consulente legale in merito alla struttura e allo schema del Contratto di Compravendita, nonché da Deloitte circa le metodologie di stima impiegate e lo stato delle attività di valutazione della Partecipazione Arca Vita.

In data 17 marzo 2018, Deloitte ha comunicato al Comitato OPC il *range* di valori della Partecipazione Arca Vita, calcolato utilizzando la metodologia nota come Somma delle Parti attraverso la valutazione distinta del valore di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI (la “**Valutazione Deloitte**”).

In data 19 marzo 2018, il Comitato OPC ha ricevuto una compiuta illustrazione delle clausole del Contratto di Compravendita, ha esaminato la Valutazione Deloitte, a confronto con le risultanze delle valutazioni condotte da JPM, con l'indicazione del *range* di valore calcolato da detti *advisor*. Il Comitato OPC è stato, altresì, informato degli esiti delle analisi condotte da Prometeia sulla congruità delle proiezioni economico-patrimoniali 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione nel mese di febbraio 2018, nonché sulla ragionevolezza delle stesse.

Inoltre, nella medesima data, si è tenuto un incontro negoziale tra UnipolSai e Unipol e i rispettivi *advisor* legali, cui hanno partecipato anche i membri del Comitato OPC, signori Massimo Masotti (Presidente), Giorgio Ghiglieno e Elisabetta Righini e il Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol signor Pierluigi Morara, unitamente ad altro componente del medesimo Comitato, signor Massimo Desiderio. Durante tale incontro sono state valutate le ultime soluzioni individuate dagli *advisor* legali per la definizione di un testo contrattuale condiviso.

UnipolSai e Unipol hanno quindi proceduto con le negoziazioni volte alla determinazione del corrispettivo relativo alla Partecipazione Arca Vita, raggiungendo quindi un accordo sul Prezzo Arca Vita.

In data 21 marzo 2018, il Comitato OPC ha esaminato (i) la *Fairness Opinion* di Deloitte, (ii) la *Fairness Opinion* Laghi, (iii) la *Legal Opinion*, (iv) il Contratto di Compravendita e (v) il Parere sulle Proiezioni.

---

<sup>(9)</sup> Anche tali dichiarazioni sono state corroborate da tabelle contenenti una descrizione delle attività svolte (o in corso di svolgimento) in favore delle società del Gruppo Unipol nel corso dell'ultimo triennio (2015-2017) da parte degli *advisor* e i relativi compensi incassati e la percentuale d'incidenza sul fatturato annuo.

In pari data, preso atto di quanto precede, il Comitato OPC ha rilasciato all'unanimità il proprio parere motivato favorevole circa la: *(i)* sussistenza dell'interesse di UnipolSai al compimento dell'Operazione e *(ii)* convenienza e la correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni della stessa.

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

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

In data 22 marzo 2018, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del Parere del Comitato OPC, nonché della *Fairness Opinion* JP Morgan, della *Fairness Opinion* Laghi e del Parere sulle Proiezioni, il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai - condivise le motivazioni e i razionali sottostanti all'Operazione e rilevato altresì l'interesse della Società a compiere l'Operazione medesima nonché la convenienza delle relative condizioni - ha approvato l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita e, per l'effetto, la sottoscrizione del Contratto di Compravendita.

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

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

### **ALLEGATI**

- Allegato A - Parere del Comitato OPC, comprensivo del parere rilasciato al Comitato medesimo dall'*advisor* finanziario Deloitte in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita anche rispetto ai valori di mercato.
- Allegato B - Parere rilasciato dall'*advisor* finanziario JP Morgan al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita.
- Allegato C - Parere rilasciato al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e al Comitato OPC dallo Studio Laghi in merito alla congruità dei principi, dei metodi di stima e all'adeguatezza dei criteri applicativi adottati da Deloitte e JP Morgan.

[PAGINA IN BIANCO]

Allegato A – Parere del Comitato OPC, comprensivo del parere rilasciato al Comitato medesimo dall'*advisor* finanziario Deloitte in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita anche rispetto ai valori di mercato

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

**DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DA**

**UNIPOL GRUPPO S.P.A.**

**IN  
ARCA VITA S.P.A.**

**PARERE DEL  
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI  
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.  
DEL 21 MARZO 2018**

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

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

**1. Premessa**

Il presente parere è rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "Comitato") di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("UnipolSai" o la "Società") ai sensi dell'art. 9 della Procedura per l'effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società in ultimo in data 6 ottobre 2016 (la "Procedura OPC") e dell'art. 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche (il "Regolamento OPC") con riferimento all'acquisto (l'"Operazione") da parte di UnipolSai della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo S.p.A. ("Unipol") in Arca Vita S.p.A. ("Arca Vita") in ragione:

- del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai (cfr. il successivo paragrafo 3); nonché
- della circostanza che l'acquisizione di Arca Vita eccede gli indici di rilevanza del controvalore e dell'attivo previsti dalla Procedura OPC di UnipolSai e, pertanto, costituisce un'operazione di maggiore rilevanza (cfr. il successivo paragrafo 3).

In particolare, l'Operazione ha ad oggetto l'acquisizione da parte di UnipolSai di una partecipazione detenuta da Unipol pari a n. 22.005.690 (ventidue milioni cinquemila seicento novanta) azioni ordinarie con valore nominale pari a Euro 6,00 (sei virgola zero zero) ciascuna, rappresentative del 63,39% (sessanta tre virgola trenta nove per cento) del capitale sociale di Arca Vita, *joint venture* nel segmento *bancassurance* realizzata con, *inter alia*, BPER Banca S.p.A. ("BPER") e Banca Popolare di Sondrio S.c.p.a. ("BPS"), con sede legale in Verona, via Del Fante 21, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona, codice fiscale e p. iva 01947090237, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00082 e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo delle società capogruppo al n. 046 (la "Partecipazione Arca Vita").

Arca Vita detiene, a sua volta, in via diretta:

- (a) una partecipazione pari a n. 14.478.732 (quattordici milioni quattrocento settantotto mila settecento trenta due) azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 3,44 (tre virgola quaranta quattro) ciascuna, rappresentativa del 98,12% (novantotto virgola dodici per cento) del capitale sociale di Arca Assicurazioni S.p.A. ("Arca Assicurazioni"), *joint venture* operante nel canale della *bancassurance* danni, con sede legale in Verona, via Del Fante 21, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona, codice fiscale e p.iva 02655770234, autorizzata all'esercizio delle assicurazioni con provv. ISVAP 11/09/96 n. 330, G.U. 18/09/96, società soggetta

all'attività di direzione e coordinamento di Unipol, iscritta all'Albo delle Imprese di assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00123 e facente parte del Gruppo Unipol;

- (b) una quota del valore nominale di Euro 103.300 (cento tre mila trecento) rappresentativa dell'intero capitale sociale di Arca Direct Assicurazioni S.r.l. ("Arca Direct"), con sede legale in Verona, via Del Fante 21, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona, codice fiscale e p. iva 02306790235, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol e facente parte del Gruppo Unipol che effettua prevalentemente vendita diretta a distanza di polizze R.C. Auto a clientela non bancaria;
- (c) una quota del valore nominale di Euro 82.030 (ottanta due mila trenta) rappresentativa dell' 82,03% (ottanta due virgola zero tre per cento) del capitale sociale di Arca Sistemi Soc. Cons. a r.l. ("Arca Sistemi"), con sede legale in Verona, via Del Fante 21, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona, codice fiscale e p. iva 03867620233, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol e facente parte del Gruppo Unipol che fornisce ai propri soci servizi informatici e servizi relativi ai sistemi di telecomunicazione e telefonia. Il restante capitale sociale di Arca Sistemi è detenuto da Arca Assicurazioni per il 16,97% (sedici virgola novanta sette per cento) e da Arca Inlinea (come *infra* definita) per il rimanente 1% (uno per cento);
- (d) una quota del valore nominale di Euro 63.227 (sessanta tre mila duecento venti sette) rappresentativa del 60,22% (sessanta virgola ventidue per cento) del capitale sociale di Arca Inlinea Soc. Cons. a r.l. ("Arca Inlinea"), con sede legale in Verona, via Del Fante 21, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona, codice fiscale e p. iva 03867620233, società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol e facente parte del Gruppo Unipol che offre alla clientela un servizio di assistenza telefonica relativamente alle polizze emesse da Arca Vita e Arca Assicurazioni. Il restante 39,78% (trenta nove virgola settantotto per cento) del capitale sociale di Arca Inlinea è detenuto da Arca Assicurazioni;
- (e) una partecipazione pari a n. 1.634.870 (un milione seicento trenta quattro mila ottocento settanta) azioni ordinarie con valore nominale pari ad Euro 1,00 (uno virgola zero zero) ciascuna, rappresentative dell'intero capitale sociale di Arca Vita International DAC ("AVI"), società assicurativa irlandese specializzata nell'emissione di polizze vita *unit-linked*, con sede legale a Dublino (Irlanda), 33 Sir John Rogerson's Quay (la "Partecipazione AVI");
- (f) una partecipazione del valore nominale pari ad Euro 10.400 (diecimila quattrocento), rappresentativa dello 0,20% (zero virgola venti per cento) del capitale sociale di UnipolSai Servizi Consortili Soc. Cons. a r.l., fornitore di servizi logistico/tecnologici per le società appartenenti al Gruppo Unipol ("USC") e, congiuntamente con Arca Vita, Arca Assicurazioni, Arca Direct, Arca Sistemi, Arca

Inlinea e AVI, le “Società Partecipate”)), con sede legale in Bologna, via Stalingrado 37, di cui UnipolSai detiene il 98,23% (novantotto virgola venti tre per cento) del capitale sociale.

Arca Assicurazioni detiene, a propria volta, una partecipazione del valore nominale di Euro 51,00 (cinquantuno virgola zero zero) rappresentativa dello 0,01% (zero virgola zero uno per cento) del capitale sociale di Ufficio Centrale Italiano Soc. Cons. a r.l. (“UCI”), con sede legale in Milano, Corso Sempione 39, società avente quale oggetto sociale la cura e l’emissione del certificato internazionale d’assicurazione e la gestione dei sinistri provocati in Italia dai veicoli stranieri muniti di detto certificato e una partecipazione del valore nominale di Euro 516,00 (cinquecento sedici virgola zero zero) rappresentativa dello 0,10% (zero virgola uno zero per cento) del capitale sociale di Pronto Assistance Servizi Soc. Cons. a r.l. (“PAS” e, unitamente a UCI, le “Altre Partecipazioni”), con sede legale in Torino, Via Carlo Marengo, 25, società che si occupa della gestione ed erogazione dei servizi di assistenza tecnica nel settore *automotive*.

L’Operazione è parte di un progetto avviato da Unipol, che persegue la razionalizzazione del gruppo nel comparto assicurativo, da realizzarsi attraverso la concentrazione in UnipolSai di tutte le partecipazioni in società assicuratrici detenute da Unipol (il “Progetto”). A tale scopo, in data 30 giugno 2017, Unipol e UnipolSai (congiuntamente, le “Parti”) hanno sottoscritto un accordo quadro (l’“Accordo Quadro”) che prevede, tra l’altro:

- la cessione da Unipol in favore di UnipolSai delle partecipazioni detenute dalla prima, rispettivamente, in: (i) UniSalute S.p.A. (pari al 98,53% del relativo capitale sociale (la “Partecipazione UniSalute”)); e (ii) Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. (pari al 100% del relativo capitale sociale (la “Partecipazione Linear”)), ai termini e condizioni di cui ai contratti di compravendita sottoscritti contestualmente all’Accordo Quadro, operazione perfezionata in data 16 novembre 2017; e
- con riguardo ad Arca Vita, la cessione da Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione Arca Vita, qualora ne fossero ricorsi i presupposti e le condizioni, anche sulla base dell’esito del negoziato per la modifica e il rinnovo degli accordi di *bancassurance*, la cui scadenza era fissata originariamente per il 31 dicembre 2019.

Per completezza si rileva che, ad esito del predetto negoziato, in data 8 novembre 2017, Unipol, BPER, BPS e Arca Vita hanno sottoscritto un accordo di modifica e rinnovo degli accordi di *bancassurance* allora in vigore, con il quale, nel confermare il proprio interesse alla prosecuzione del progetto di *bancassurance* e i relativi impegni assunti per un periodo di 5 (cinque) anni, ulteriormente rinnovabile previo espresso accordo scritto tra le parti, queste ultime hanno, tra l’altro, in sintesi:

- (a) modificato talune disposizioni del contratto di compravendita sottoscritto tra Unipol, BPER e BPS in data 24 dicembre 2009, come successivamente modificato,

- avente ad oggetto l'acquisto, da parte di Unipol, *inter alia*, della maggioranza del capitale sociale di Arca Vita;
- (b) concordato la stipula, tra Arca Vita / Arca Assicurazioni, da un lato, e BPER e BPS, dall'altro, di nuovi contratti di distribuzione, con effetto dal 1° gennaio 2018;
  - (c) concordato la sottoscrizione di - e per l'effetto sottoscritto - un nuovo accordo integrativo teso a disciplinare la concessione e le condizioni di reciproci diritti di opzione di acquisto aventi ad oggetto le partecipazioni che Unipol, BPER e BPS detengono in Arca Vita, esercitabili al verificarsi di determinate circostanze ivi specificate;
  - (d) risolto per mutuo consenso, a far data dal 1° gennaio 2018, il patto parasociale relativo a Arca Vita e Arca Assicurazioni, sottoscritto tra le parti in data 22 giugno 2010; e
  - (e) concordato di sottoscrivere - e per l'effetto sottoscritto - il nuovo patto parasociale (il "**Nuovo Patto Parasociale**"), con effetto a far data dal 1° gennaio 2018, in merito alla disciplina del governo societario di Arca Vita e di Arca Assicurazioni e dei trasferimenti delle azioni detenute da ciascuna parte in Arca Vita,
- ((a), (b), (c) ed (e), congiuntamente, i "**Nuovi Accordi di Bancassurance**").

## 2. Descrizione dell'Operazione

### 2.1 Struttura contrattuale

La struttura contrattuale individuata per disciplinare l'Operazione e per darvi esecuzione prevede che Unipol, in qualità di venditrice, e la Società, in qualità di acquirente, stipolino un contratto di compravendita, previsto nell'Accordo Quadro, avente a oggetto la compravendita della Partecipazione Arca Vita e, indirettamente, delle partecipazioni detenute da quest'ultima nelle Società Partecipate e delle Altre Partecipazioni (il "**Contratto di Compravendita**").

L'esecuzione dell'Operazione è subordinata all'ottenimento de:

- le necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte dell'IVASS; e
- la necessaria autorizzazione da parte della *Central Bank of Ireland* (nelle forme previste dalla normativa applicabile) alla acquisizione indiretta da parte di UnipolSai della Partecipazione AVI.

Come da prassi in analoghe tipologie di operazioni, il Contratto di Compravendita prevede:

- (a) una disciplina interinale ai sensi della quale, nel periodo compreso tra la data di sottoscrizione e la data di perfezionamento della relativa cessione, Unipol si

impegna a fare sì che Arca Vita operi in linea con l'attuale gestione corrente, senza compiere atti di straordinaria amministrazione, eccezion fatta per quelli espressamente previsti nel proprio piano strategico; e

- (b) il rilascio da parte di Unipol di un *set* di dichiarazioni e garanzie e connessi obblighi di indennizzo, principalmente *standard* o equivalenti a quelli utilizzati in analoghe operazioni tra parti non correlate o ragionevoli e appropriati in considerazione delle caratteristiche e specificità della compravendita della Partecipazione Arca Vita.

Il Contratto di Compravendita prevede, inoltre, il subentro da parte di UnipolSai nei Nuovi Accordi di Bancassurance, ivi incluso il Nuovo Patto Parasociale, mediante la sottoscrizione di un atto scritto di adesione secondo le modalità ivi previste e disciplinate.

In particolare, a seguito dell'adesione di UnipolSai al Nuovo Patto Parasociale con gli altri azionisti di Arca Vita, Unipol resterà comunque responsabile in solido per le obbligazioni gravanti su UnipolSai. A tale riguardo, il Contratto di Compravendita prevede una manleva di UnipolSai a favore di Unipol per responsabilità e danni, nonché per i relativi costi, oneri e passività derivanti da tale solidarietà, salvo il caso essi derivino da fatto imputabile a Unipol.

Analogamente, avuto sempre riguardo alla predetta responsabilità solidale, è prevista una manleva di Unipol a favore di UnipolSai per qualsivoglia danno subito da UnipolSai quale conseguenza diretta della violazione da parte di Unipol di una obbligazione posta a suo esclusivo carico (e, dunque, direttamente riferibile ad Unipol in proprio e non quale responsabile in solido con la rispettiva società oggetto del Contratto di Compravendita) ai sensi dei Nuovi Accordi di Bancassurance e derivante da atti o comportamenti precedenti o successivi alla data di esecuzione del Contratto di Compravendita.

Da ultimo, in base al Contratto di Compravendita il trasferimento della Partecipazione Arca Vita è risolutivamente condizionato, con efficacia *ex nunc*, al venir meno – entro la data di eventuale risoluzione o cessazione dell'efficacia dei Nuovi Patti Parasociali per qualsivoglia ragione – del rapporto di controllo tra Unipol e UnipolSai. In tale ipotesi, la Partecipazione Arca Vita dovrà essere retroceduta a un prezzo calcolato alla data di avveramento della condizione risolutiva secondo i medesimi criteri e metodologie valutative applicati per il calcolo del Prezzo di Acquisto (come definito al successivo paragrafo 2.2), salvo deferimento della questione ad un esperto indipendente in caso di disaccordo tra le Parti.

## 2.2 Corrispettivo

Il prezzo di acquisto della Partecipazione Arca Vita è previsto sia pari a Euro 475 milioni (il "Prezzo di Acquisto").

Il Prezzo di Acquisto, che sarà sottoposto all'approvazione definitiva dei Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Unipol convocati per il 22 marzo 2018, è stato negoziato dalle Parti all'interno di un *range* di valori determinato 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 al Prezzo di Acquisto è inoltre previsto che i medesimi esperti rilascino apposite *fairness opinion* (vedi *infra*) attestanti la congruità dello stesso dal punto di vista finanziario.

Il Contratto di Compravendita non prevede che il Prezzo di Acquisto sia soggetto ad aggiustamento “*post-closing*”, in considerazione dei criteri e metodologie di valutazione seguiti e della struttura e oggetto delle dichiarazioni e garanzie rilasciate da Unipol.

### 3. Natura della correlazione e rilevanza dell’Operazione

L’Operazione si configura come:

- operazione tra “parti correlate”, ai sensi dell’art. 3 della Procedura OPC nonché dell’Allegato 1 al Regolamento OPC, in quanto UnipolSai è controllata da Unipol ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1, c.c.. Più precisamente, Unipol detiene nella Società una partecipazione pari al 73,170% (settanta tre virgola cento settanta per cento) del relativo capitale sociale (di cui il 53,179% (cinquanta tre virgola cento settanta nove per cento), in via diretta, ed il restante 19,991% (diciannove virgola novecento novanta uno per cento) in via indiretta, per il tramite delle controllate Unipol Finance S.r.l. e Unipol Investments S.p.A.). UnipolSai è inoltre soggetta alla direzione e coordinamento di Unipol ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e ss. c.c.; e
- operazione di “maggiore rilevanza”, ai sensi dell’art. 2 della Procedura OPC nonché dell’Allegato 3 al Regolamento OPC, in quanto l’acquisizione della Partecipazione Arca Vita supera la soglia del 2,5% (due virgola cinque per cento) di cui all’art. 2 della Procedura OPC e all’art. 1.2 dell’Allegato 3 al Regolamento OPC. In proposito, vengono in rilievo l’indice di rilevanza del controvalore, vale a dire il rapporto tra il controvalore di tale acquisizione e il patrimonio netto consolidato <sup>(1)</sup> di UnipolSai tratto dai dati consolidati della Società al 31 dicembre 2017 e l’indice di rilevanza dell’attivo.

### 4. Fase istruttoria e coinvolgimento del Comitato

Il Comitato è stato prontamente coinvolto durante tutta la fase delle trattative, ricevendo un flusso di informazioni completo e adeguato sui diversi profili dell’acquisto della Partecipazione Arca Vita e si è riunito in 4 occasioni e, segnatamente, in data 27 febbraio, 6 marzo, 19 marzo e 21 marzo 2018, per esaminare l’Operazione, per quanto di propria competenza, e per rilasciare il presente parere.

---

<sup>(1)</sup> Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell’Allegato 3 al Regolamento OPC, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di UnipolSai rilevata al 31 dicembre 2017, pari a Euro 5.509.000.000.

In data 27 febbraio 2018 sono state fornite al Comitato informazioni sulle motivazioni, sulla tempistica, sui termini e sulle condizioni dell'Operazione. Il Comitato ha inoltre individuato Deloitte Financial Advisory S.r.l. quale *advisor* indipendente (“Deloitte” o l’“Advisor Indipendente”), in virtù della esperienza, professionalità e competenza rispetto all'Operazione - anche in considerazione di analogo incarico svolto in precedenza, nell'ambito del Progetto, in relazione alla acquisizione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear - previa conferma per iscritto della propria indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse con riferimento all'Operazione medesima e ha affidato a quest'ultima l'incarico di: (i) supportare il Comitato nella valutazione della congruità del prezzo negoziato tra Unipol e UnipolSai per la compravendita della Partecipazione Arca Vita, attraverso l'elaborazione di un *range* di valori individuato applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate dalla migliore prassi valutativa italiana e internazionale (la “Valutazione Deloitte”) e (ii) rilasciare un'apposita *fairness opinion*, anche rispetto a valori di mercato, in merito alla congruità di tale prezzo, ove esso ricada all'interno del *range* individuato (la “Fairness Opinion”).

L'indipendenza di Deloitte è stata formalmente attestata con apposita dichiarazione, nella quale l'Advisor Indipendente ha confermato, tra l'altro, l'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie in corso con: (i) UnipolSai, (ii) i soggetti che controllano UnipolSai, le società controllate da UnipolSai o soggette a comune controllo con UnipolSai e (iii) gli amministratori di UnipolSai e dei soggetti di cui al punto (ii) che precede, aventi caratteristiche qualitative o quantitative tali da comprometterne l'indipendenza e l'autonomia di giudizio <sup>(2)</sup>.

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

- di JP Morgan Limited (“JPM”), quale *advisor* finanziario chiamato a individuare, sulla base di metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale, il *range* di valore della Partecipazione Arca Vita ritenuto congruo, nonché a rendere una *fairness opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del prezzo di acquisto della Partecipazione Arca Vita; e
- dello Studio BonelliErede (“BonelliErede”), quale esperto legale chiamato a supportare la Società nell'analisi dei profili legali dell'Operazione e nella stesura dei relativi accordi contrattuali, a termini e condizioni conformi agli *standard* e alle prassi

---

(2) La dichiarazione è stata corroborata da una tabella riepilogativa delle attività svolte da Deloitte, nel corso del triennio 2015-2017, in favore delle società del Gruppo Unipol, contenente una descrizione de: (i) l'oggetto delle singole prestazioni eseguite dall'Advisor Indipendente; (ii) le società del Gruppo Unipol in favore delle quali le citate prestazioni sono state eseguite; e (iii) i relativi compensi incassati dall'Advisor Indipendente, nonché la percentuale di incidenza rispetto al fatturato annuo complessivo di quest'ultimo, sì da consentire al Comitato di eseguire, sulla base di tali dati numerici, una valutazione nel merito sulla non significatività delle citate relazioni e dei corrispondenti importi incassati e, quindi, sulla loro idoneità, sia sul piano qualitativo che su quello quantitativo, a compromettere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di Deloitte.

di mercato per operazioni di compravendita con caratteristiche analoghe a quella allo studio, e ad esprimere un giudizio professionale sulla coerenza e appropriatezza dei termini e delle condizioni dell'Operazione rispetto alle norme e ai regolamenti applicabili nonché alle prassi di mercato per operazioni simili (la "Legal Opinion"),

nonché:

- dello Studio Laghi S.r.l. ("Studio Laghi"), quale *advisor* chiamato a rendere un giudizio professionale (il "Parere Metodologico") circa (i) la congruità dei principi e dei metodi di stima applicati nell'ambito dell'Operazione da JPM rispetto agli *standard* utilizzati nella prassi per operazioni simili e (ii) l'adeguatezza dei criteri applicativi di fondo assunti nelle stime rispetto agli *standard* di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili; e
- di Prometeia S.p.A. ("Prometeia"), quale *advisor* chiamato a rendere un parere (il "Parere sulle Proiezioni") avente a oggetto l'attività di verifica indipendente delle assunzioni sottostanti le proiezioni economico-patrimoniali relative al periodo 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI nonché della ragionevolezza delle stesse.

Il Comitato ha quindi ritenuto di:

- avvalersi a sua volta, per i profili legali, del supporto del medesimo consulente incaricato dalla Società, vale a dire di BonelliErede, nel cui incarico è conseguentemente inclusa anche l'assistenza specifica in favore del Comitato;
- chiedere:
  - che il Parere Metodologico dello Studio Laghi fosse rivolto anche al Comitato medesimo, con estensione dell'attività alla verifica della congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate da Deloitte;
  - di poter prendere visione del Parere sulle Proiezioni di Prometeia.

Successivamente alla riunione del 27 febbraio 2018, il Comitato ha verificato l'indipendenza dello Studio Laghi e di BonelliErede, ritenendo altresì opportuno effettuare le medesime verifiche nei confronti di Prometeia, acquisendo all'uopo specifiche dichiarazioni di indipendenza predisposte dagli *advisor* medesimi <sup>(3)</sup>.

In data 6 marzo 2018, il Comitato è stato informato da parte delle funzioni competenti e dell'esperto legale in merito alla struttura e allo schema del Contratto di Compravendita,

---

<sup>(3)</sup> Anche tali dichiarazioni sono state corroborate da tabelle contenenti una descrizione delle attività svolte (o in corso di svolgimento) in favore delle società del Gruppo Unipol nel corso dell'ultimo triennio (2015-2017) da parte degli *advisor*, i relativi compensi incassati e la percentuale d'incidenza sul fatturato annuo.

nonché da Deloitte circa le metodologie di stima impiegate e lo stato delle attività di valutazione della Partecipazione Arca Vita.

In data 17 marzo 2018, il Comitato ha ricevuto la Valutazione Deloitte, contenente il *range* di valori della Partecipazione Arca Vita, calcolato utilizzando la metodologia c.d. “*Somma delle Parti*”, attraverso la valutazione distinta del valore di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI.

In data 19 marzo 2018, il Comitato ha ricevuto una compiuta illustrazione delle clausole del Contratto di Compravendita, ha esaminato la Valutazione Deloitte, a confronto con le risultanze delle valutazioni condotte da JPM, con l’indicazione del *range* di valore calcolato da detti *advisor*. Il Comitato è stato altresì informato degli esiti delle analisi condotte da Prometeia sulla congruità delle proiezioni economico-patrimoniali 2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI nonché sulla ragionevolezza delle stesse.

Inoltre, nella medesima data, si è tenuto un incontro negoziale tra le Parti e i rispettivi *advisor* legali, cui hanno partecipato anche i membri del Comitato, signori Massimo Masotti (Presidente), Giorgio Ghiglieno e Elisabetta Righini e il Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol signor Pierluigi Morara, unitamente ad altro componente del medesimo Comitato, signor Massimo Desiderio. Durante tale incontro sono state valutate le ultime soluzioni individuate dagli *advisor* legali per la definizione di un testo contrattuale condiviso.

Le Parti hanno quindi proceduto con le negoziazioni volte alla determinazione del corrispettivo relativo alla Partecipazione Arca Vita, raggiungendo un accordo sul Prezzo di Acquisto.

In data 21 marzo 2018, il Comitato ha esaminato (i) la Fairness Opinion di Deloitte, (ii) il Parere Metodologico dello Studio Laghi, (iii) la Legal Opinion di BonelliErede, (iv) il Contratto di Compravendita e (v) il Parere sulle Proiezioni di Prometeia. Sempre durante tale riunione, il Comitato è stato altresì informato del fatto che l’Advisor Indipendente ha dichiarato di ritenere il Prezzo di Acquisto congruo da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato.

#### Metodologie di stima adottate dall’Advisor Indipendente

Si riporta di seguito una sintetica descrizione delle metodologie di stima applicate dall’Advisor Indipendente ai fini delle proprie valutazioni, illustrate più nel dettaglio nella Fairness Opinion.

Nello specifico, premesso che Deloitte evidenzia che:

- in generale, la scelta dei criteri di valutazione per giungere alla stima del valore d’azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili,

siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività;

- la scelta dei criteri più appropriati per giungere alla stima del valore di un'azienda, secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, è funzione:
  - della finalità della stima;
  - della tipologia dell'attività svolta dall'azienda;
  - della capacità dei differenti metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda;
- i metodi di valutazione sono molteplici e sono riconducibili alle seguenti fattispecie:
  - criteri analitici che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici; rientrano in tale categoria i metodi finanziari, i metodi reddituali, i metodi patrimoniali ed i metodi misti; e
  - criteri di mercato che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali come il fatturato, il risultato operativo, il patrimonio netto e gli utili con riferimento ad un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione; rientra in tale categoria il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Tenuto conto di quanto precede e delle caratteristiche delle compagnie oggetto di analisi, per la stima del valore della Partecipazione Arca Vita si è utilizzato un approccio c.d. "Somma delle Parti" attraverso la valutazione distinta di Arca Vita, AVI e Arca Assicurazioni.

In particolare, ai fini della stima di:

- Arca Vita e AVI, è stato utilizzato quale metodo principale l'"Appraisal Value", metodologia ampiamente diffusa nell'ambito della valutazione di una compagnia attiva nel *business* vita, che valuta le rispettive società attraverso la somma di due valori distinti:
  - (i) l'"Embedded Value", il quale è essenzialmente costituito da due componenti:
    - l'"Adjusted Net Asset Value" (ANAV), ossia il patrimonio netto contabile della compagnia alla data di riferimento della valutazione determinato in funzione delle differenze tra i valori di mercato / correnti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori di bilancio e degli elementi necessari per mantenere la coerenza con le ipotesi sottostanti la metodologia alla base del calcolo del "Value of business in force" (vedi *infra*);

- il “*Value of business in force*”, ossia il valore corrente degli utili futuri attesi distribuibili e generati dal portafoglio di contratti già sottoscritti alla data di valutazione; e
- (ii) il “*Goodwill*”, consistente nella stima del valore corrente degli utili futuri attesi distribuibili e generati dal *business* ancora non sottoscritto alla data di valutazione, ma che si ipotizza di sottoscrivere in un predeterminato orizzonte temporale. A tal fine è stato preso in considerazione il volume dei premi previsti dalle proiezioni economico-patrimoniali di Arca Vita 2018-2022 approvate dal Consiglio di Amministrazione della medesima società in data 7 febbraio 2018, che tiene conto degli accordi di distribuzione recentemente rinnovati con BPER e BPS;
- Arca Assicurazioni, è stato utilizzato quale metodo principale il “*Dividend Discount Model*” (“DDM”), nella variante *excess capital*, quale metodologia principale che stima il valore di una società sulla base dei flussi di dividendi futuri che la stessa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti, senza intaccare gli *asset* necessari a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto della regolamentazione sul capitale imposta dall’Autorità di Vigilanza, attualizzati al costo del capitale di rischio.

Ai fini della stima del valore delle suddette partecipazioni sono state effettuate analisi di sensitività delle principali variabili economico-patrimoniali prese a riferimento per la valutazione.

Quale metodologia di controllo è stato invece utilizzato il metodo dei “*Multipli di Transazioni Comparabili*”.

### Esiti della Valutazione

#### *Metodologia principale (Appraisal Value e DDM)*

La tabella che segue riporta il valore della Partecipazione Arca Vita, tenendo conto della somma dei dati numerici risultanti dalle metodologie principali considerate per la valutazione distinta di Arca Vita, AVI e Arca Assicurazioni.

[TABELLA A PAGINA SEGUENTE]

		<i>Valore (Euro Mln)</i>	
		<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
<i>Metodologia</i>			
ARCA VITA	<i>Appraisal Value</i>	472,2	542,6
AVI		39,6	41,1
ARCA ASSICURAZIONI	<i>DDM</i>	197,1	217,9
Valore complessivo Arca Vita		708,9	801,6
<b><u>Valore Partecipazione Arca Vita (*)</u></b>		449,4	508,1

(\*) Riferito alla quota del 63,39%

*Metodologia di controllo (Multipli di Transazioni Comparabili)*

Dall'applicazione di tale metodologia l'intervallo di valorizzazione della Partecipazione Arca Vita è compreso tra Euro 420,5 milioni e Euro 537,7 milioni.

## 5. Analisi e valutazioni del Comitato

Ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha preso visione ed esaminato i seguenti documenti messi a disposizione dalla funzione preposta e dagli *advisor*, ciascuno per quanto di rispettiva competenza:

- (a) testo del Contratto di Compravendita;
- (b) Valutazione Deloitte con l'indicazione dei *range* di valore dallo stesso ritenuti congrui;
- (c) Fairness Opinion di Deloitte sulla congruità del prezzo della Partecipazione Arca Vita da un punto di vista finanziario e rispetto a valori di mercato (*sub* Allegato 1);
- (d) Parere Metodologico dello Studio Laghi;
- (e) risultanze delle valutazioni condotte da JPM;
- (f) Legal Opinion di BonelliErede;

(g) Parere sulle Proiezioni elaborato da Prometeia.

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

Sulla base dei documenti esaminati emerge quanto segue.

Interesse di UnipolSai al compimento dell'Operazione

Dalla documentazione esaminata emerge che l'Operazione, considerata anche congiuntamente alle precedenti operazioni di acquisizione della Partecipazione UniSalute e della Partecipazione Linear, porta a completamento il Progetto avviato dal Gruppo Unipol e finalizzato alla concentrazione in UnipolSai di tutte le partecipazioni in società assicuratrici appartenenti al Gruppo Unipol, consentendo così a quest'ultima di superare il precedente assetto partecipativo del comparto assicurativo del Gruppo Unipol, che rifletteva un disegno strategico nell'ambito del quale era privilegiata la specializzazione per singola linea produttiva e canale distributivo. Tale disegno infatti - anche alla luce dell'evoluzione dei comportamenti dei consumatori e delle nuove modalità di accesso all'offerta di servizi - ha comportato più di recente un ripensamento del modello distributivo dell'impresa assicurativa, determinando la necessità di integrare tra di loro, sul piano industriale, i differenti canali in un approccio c.d. di multicanalità. L'Operazione e, più in generale, il Progetto, rispondono pertanto a una precisa esigenza di aggiornamento del modello di offerta di UnipolSai consentendo alla Società di:

- ampliare la propria offerta a tutti i settori assicurativi, con conseguente estensione della gamma dei prodotti e dei servizi proposti alla clientela; e
- aggiornare il modello di offerta UnipolSai, orientato verso un sistema di offerta multicanale integrata, in coerenza con gli obiettivi e le linee di sviluppo previsti nel Piano Strategico triennale 2016-2018 di UnipolSai, approvato il 12 maggio 2016, la cui realizzazione sarà agevolata dalla concentrazione, sotto UnipolSai, delle compagnie assicuratrici del Gruppo Unipol, ivi incluse Arca Vita e le altre compagnie assicuratrici da quest'ultima controllate.

Allo stesso tempo, la struttura dell'Operazione, attraverso l'acquisizione della Partecipazione Arca Vita consentirebbe, a seguito dell'esercizio, da parte di UnipolSai, dell'opzione *put* nei confronti di Banco BPM S.p.A. ad essa spettante e avente ad oggetto la partecipazione di maggioranza (50% del capitale sociale più un'azione) detenuta in Popolare Vita S.p.A. e del prospettato *closing* di tale operazione, non appena verranno ottenute le necessarie autorizzazioni, di ricostituire l'offerta di UnipolSai nel canale della bancassicurazione, riaffermandone la presenza quale operatore di rilievo nell'ambito della

*bancassurance* Vita ed estendendone l'offerta anche ai rami Danni.

Da ultimo, tale configurazione societaria, consentirebbe di:

- ottimizzare l'operatività del Gruppo nel comparto assicurativo con conseguenti impatti positivi in termini di valorizzazione di ciascuna delle diverse componenti del suddetto *business*;
- facilitare il processo di sviluppo volto ad assicurare la costante adeguatezza dell'offerta di prodotti da parte di Arca Vita ed Arca Assicurazioni, anche alla luce delle possibilità offerte dall'innovazione tecnologica e altresì considerati gli sviluppi del mercato di riferimento.

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

#### Convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione

Il Comitato, considerato che:

- (a) dalla Fairness Opinion di Deloitte emerge che il Prezzo di Acquisto può considerarsi congruo da un punto di vista finanziario e rispetto ai valori di mercato;
- (b) per quanto a conoscenza del Comitato, la valutazione sulla congruità finanziaria del Prezzo di Acquisto è stata svolta da un primario *advisor* finanziario di comprovata professionalità, nominato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, e segnatamente JPM;
- (c) dal Parere Metodologico dello Studio Laghi emerge che è ragionevole ritenere che i principi e i metodi di stima applicati dagli *advisor* finanziari Deloitte e JPM siano congrui e che i criteri applicativi di fondo assunti nelle stime, tenuto conto anche delle informazioni disponibili, siano adeguati rispetto agli *standard* di prassi;
- (d) dalla Legal Opinion di BonelliErede emerge che il Contratto di Compravendita: (i) è coerente con le caratteristiche e le specificità dell'Operazione e, in particolare, con la regolamentazione IVASS rilevante ed è stato negoziato, redatto e concordato conformemente al Regolamento OPC e alla Procedura OPC; (ii) prevede condizioni *standard* o equivalenti a quelle utilizzate in analoghe operazioni tra parti non correlate e le condizioni non *standard* in esso contenute risultano ragionevoli e appropriate in considerazione delle caratteristiche e specificità dell'Operazione; ed (iii) è in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili all'esecuzione dell'Operazione,

nonché preso atto delle risultanze contenute nel Parere sulle Proiezioni rilasciato da Prometeia - dal quale emerge che le proiezioni economico-patrimoniali relative al periodo

2018-2022 di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI risultano idonee da un punto di vista metodologico e corrette nelle determinazioni algebriche nonché ragionevoli nelle assunzioni e nei dati prospettici - ritiene sussistere la convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione.

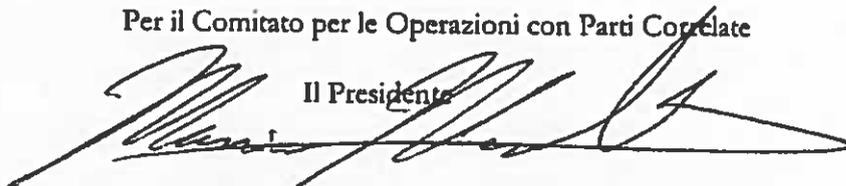
## 6. Conclusioni

Il Comitato, in conformità alle previsioni dell'art. 9 della Procedura OPC e dell'art. 8 del Regolamento OPC, esaminata la documentazione in precedenza indicata e, in particolare, la Fairness Opinion predisposta da Deloitte e sulla base delle Assunzioni di cui al paragrafo che precede, esprime all'unanimità parere favorevole sull'interesse di UnipolSai al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Bologna, 21 marzo 2018

Per il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Il Presidente



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

## **UnipolSai Assicurazioni S.p.A.**

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

## 1. Premessa e finalità dell'incarico

Nel mese di maggio 2017, i rispettivi Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo S.p.A. (Unipol o UG) e di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (UnipolSai o Compagnia e, congiuntamente a UG, le Parti) hanno deliberato di autorizzare il proseguimento delle attività volte allo sviluppo e alla definizione di un progetto di razionalizzazione delle partecipazioni detenute da Unipol nel comparto assicurativo (Progetto), da realizzarsi, tra l'altro, mediante la cessione a UnipolSai della partecipazione detenuta da UG in Arca Vita S.p.A. (Arca Vita o AV) pari al 63,39% del capitale sociale di quest'ultima (Partecipazione e la cessione della Partecipazione, Operazione) nonché, indirettamente, inter alia delle partecipazioni in Arca Assicurazioni S.p.A. (Arca Assicurazioni o AA), di cui Arca Vita detiene il 98,12%, e Arca Vita International DAC (Arca Vita International o AVI), di cui Arca Vita detiene il 100%.

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

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

In data 20 marzo 2018 UnipolSai ha riferito che le Parti hanno concordato il Prezzo in Euro 475 milioni.

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

## 2. Ipotesi e limiti dell'incarico

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

- Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione della Fairness Opinion, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella Fairness Opinion è da noi resa.
- Le nostre analisi si sono basate su informazioni e dati messi a disposizione da Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI, tramite Virtual Data Room e/o pubblicamente disponibili; abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tali dati ed informazioni che non sono stati quindi oggetto da parte nostra di verifiche o altra forma di controllo. Si assume la piena conformità di tali dati ed informazioni alle leggi ed alla normativa vigente.
- L'incarico eseguito non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di passività potenziali, di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere.
- La Fairness Opinion è basata su dati economici, patrimoniali, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese disponibili fino alla data del 21 marzo 2018. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Fairness Opinion. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nella presente Fairness Opinion.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella presente Fairness Opinion è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella stessa è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI.
- I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali di Arca Vita, AVI ed Arca Assicurazioni, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Deve essere evidenziato che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di eventi futuri sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per

quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti tra i valori consuntivi e i valori preventivati potrebbero essere significativi, ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni alla base dei dati previsionali si manifestassero.

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

### 3. Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Fairness Opinion si è fatto riferimento alla seguente documentazione di supporto messa a disposizione da Arca Vita, AVI e Arca Assicurazioni tramite Virtual Data Room o pubblicamente disponibile.

- Arca Vita.
  - Informazioni generali sull'attività svolta, i prodotti e i canali distributivi.
  - Progetto di bilancio dell'esercizio 2017.
  - Schemi di bilancio al 31 dicembre 2017 civilistici e IAS.
  - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014.
  - Bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2017, 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015 di Arca InLinea S.c.a.r.l., Arca Direct Assicurazioni S.r.l. e Arca Sistemi S.c.a.r.l., controllate da Arca Vita.
  - Moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015.
  - Nota metodologica relativa alla stima del Liability Adequacy Test al 31 dicembre 2017 predisposta dall'Ufficio Attuariato Vita di Arca Vita.
  - Relazioni della funzione attuariale al 31 dicembre 2016, relazione della funzione attuariale sulle riserve tecniche al 31 dicembre 2017 e 31 dicembre 2016 e relazione dell'attuario incaricato revisore al 31 dicembre 2016 di Arca Vita.
  - Relazione sulle metodologie utilizzate per calcolare i rendimenti prevedibili e le riserve aggiuntive per rischio tasso di interesse garantito al 31 dicembre 2016 predisposta da Unipol per Arca Vita.
  - Riepilogo delle riserve per ramo e tipologia di prodotto al 31 dicembre 2017.
  - Patrimonio Netto Gruppo Arca Package IAS al 31 dicembre 2017.
  - Informazioni relative ai portafogli passivi di Arca Vita, inclusive dei dati di input a livello di polizza relativi al modello di valutazione al 31 dicembre 2017 e di una sintesi delle relative commissioni di gestione.
  - Informazioni relative ai portafogli attivi di Arca Vita a livello di titolo, inclusive di una sintesi dei relativi proventi e oneri da investimenti e attività a copertura delle riserve tecniche.
  - Note tecniche relative a polizze rivalutabili, TCM e Unit Linked, schede prodotto relative a polizze TCM, Ramo I, Ramo III e Multiramo e sintesi degli accordi provvigionali.
  - Ipotesi operative finalizzate al calcolo delle Best Estimate Liabilities (BEL) di Arca Vita, inclusive delle ipotesi di mortalità, longevità, riscatto e conversione in rendita.
  - Informazioni relative alle Best Estimate Liabilities al 31 dicembre 2017 a livello di prodotto, inclusive della ripartizione tra prestazioni, spese e provvigioni, premi probabilizzati.
  - Accordi di distribuzione tra Arca Vita, Banca Popolare Emilia Romagna S.p.A. (BPER) e Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A. (BP Sondrio).
  - Fac-simile di accordi di distribuzione tra Arca Vita e banche di credito cooperativo e tra Arca Vita e altre banche popolari.
  - Informazioni generali sui trattati di riassicurazione.
  - Informazioni relative a plusvalenze implicite negli immobili, costi indeducibili ai fini IRES e IRAP, partecipazioni, tassazione delle riserve matematiche, beneficio ACE e costi non ricorrenti al 31 dicembre 2017.

- Conto economico e Stato Patrimoniale 2018-2022 approvati nella seduta del Consiglio di Amministrazione di Arca Vita del 7 febbraio 2018 (Business Plan AV).
- Informazioni relative alla stima della posizione fiscale di Arca Vita per gli anni 2018-2022.
- Informazioni relative allo stato patrimoniale market-consistent Solvency II e al Risk Margin al 31 dicembre 2017.
- Relazione ORSA sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol – Estratto relativo ad Arca Vita.
- Risk Appetite Statement 2017 e 2018.
- Relazione Solvency and Financial Condition Report (SFCR) 2016.
- Schemi relativi agli Own Funds e Solvency Capital Requirement (SCR) al 31 dicembre 2017.
- Management Presentation del 12 marzo 2018.
- Arca Vita International.
  - Informazioni generali sull'attività svolta, i prodotti e i canali distributivi.
  - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2017, 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014.
  - Bilancio e conto economico IAS al 31 dicembre 2017, 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015.
  - Informazioni di dettaglio (database) relative al portafoglio polizze.
  - Dettagli relativi al portafoglio delle passività e dei prodotti.
  - Dettagli relativi al portafoglio investimenti.
  - Accordi di distribuzione tra Arca Vita International, BPER e BP Sondrio.
  - Conto economico e Stato Patrimoniale 2018-2022 approvati nella seduta del Consiglio di Amministrazione del 7 febbraio 2018 (Business Plan AVI).
  - Informazioni relative allo stato patrimoniale market-consistent Solvency II e al Risk Margin al 31 dicembre 2017.
  - Schemi relativi agli Own Funds e SCR al 31 dicembre 2017.
  - Management Presentation del 12 marzo 2018.
- Arca Assicurazioni.
  - Informazioni generali sull'attività svolta, i prodotti e i canali distributivi.
  - Progetto di bilancio dell'esercizio 2017.
  - Schemi di bilancio al 31 dicembre 2017 civilistici e IAS.
  - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014.
  - Accordi di distribuzione tra Arca Assicurazioni, BPER e BP Sondrio.
  - Fac-simile di accordi di distribuzione tra Arca Assicurazioni e banche di credito cooperativo e tra Arca Assicurazioni e altre banche popolari.
  - Informazioni generali sulla strategia riassicurativa.
  - Moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016.
  - Relazioni attuariale sulle riserve tecniche al 31 dicembre 2017.
  - Relazioni dell'attuario incaricato e dell'attuario revisore al 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015.
  - Conto economico e Stato Patrimoniale 2018-2022 di Arca Assicurazioni approvati nella seduta del Consiglio di Amministrazione di AA del 7 febbraio 2018 (Business Plan AA).
  - Sensitivity elaborate da Arca Assicurazioni sulla variazione dei volumi di premi previsti nel Business Plan AA nel periodo 2018-2022.
  - Relazione ORSA sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol – Estratto relativo ad Arca Assicurazioni.
  - Risk Appetite Statement 2017 e 2018.

- Relazione SFCR 2016.
- Schemi relativi agli Own Funds al 31 dicembre 2017.
- Dato 2017 e proiezioni 2018-2022 del SCR.
- Management Presentation del 12 marzo 2018.
- Bozza del contratto di compravendita tra Unipol e UnipolSai volto a disciplinare i termini e le condizioni dell'Operazione, fornita da UnipolSai.
- Informazioni di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative a compagnie quotate e non, operanti nel settore assicurativo.
- Altri documenti e informazioni di natura contabile e gestionale relative ad AVI, AA e Arca Vita ritenute rilevanti ai fini del presente incarico, messe a disposizione in Virtual Data Room.

#### **4. Lavoro svolto**

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

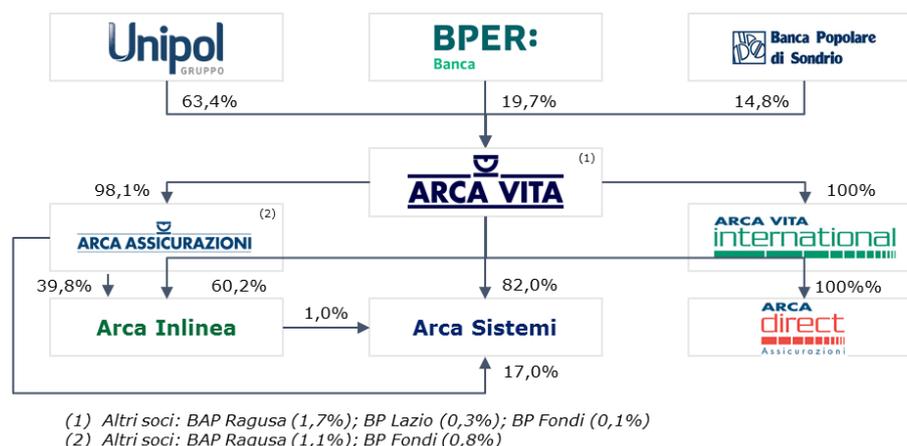
- lettura ed analisi della documentazione di cui al paragrafo 3;
- incontri con la Direzione di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI durante i quali ci sono state rappresentate le principali caratteristiche delle compagnie, le attività svolte e il mercato di riferimento nonché le linee guida e le assunzioni sottostanti i Business Plan AV, AVI e AA e gli accordi distributivi delle compagnie con le banche distributrici;
- individuazione dei metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi utilizzati per la stima di un intervallo di valori di Arca Vita, attraverso tra l'altro la valutazione delle partecipate Arca Assicurazioni e AVI;
- individuazione dei parametri sottostanti l'applicazione delle metodologie di valutazione identificate tenuto anche conto delle caratteristiche di Arca Vita, AVI e Arca Assicurazioni;
- applicazione delle metodologie di valutazione individuate;
- sviluppo di analisi di sensitività rispetto ai principali parametri e assunzioni considerati nell'applicazione delle metodologie identificate;
- stima di un intervallo di valori di Arca Vita e della Partecipazione;
- predisposizione della Fairness Opinion.

#### **5. Descrizione di Arca Vita**

Arca Vita è stata fondata nel 1987 da un gruppo di banche il cui obiettivo era quello di fornire ai propri clienti prodotti assicurativi (risparmio e previdenza).

Le due principali società controllate da Arca Vita sono Arca Assicurazioni, che opera nel settore danni, ed Arca Vita International con sede in Irlanda, specializzata in polizze vita Unit Linked. Le altre società controllate sono:

- Arca Direct Assicurazioni S.r.l. dedicata alla vendita diretta di polizze R.C. Auto alla clientela non bancaria ed alla gestione dei portafogli degli ex-correntisti e dei dipendenti;
- Arca Inlinea S.c.a.r.l. società consortile che fornisce un servizio di assistenza telefonica agli operatori bancari e alla clientela di Arca Vita ed Arca Assicurazioni;
- Arca Sistemi S.c.a.r.l.: società consortile attiva nella fornitura di servizi e prodotti per la progettazione, realizzazione e gestione di applicazioni informatiche nonché di servizi relativi a sistemi di telecomunicazione e telefonia.



Nel 2010 Arca Vita e le controllate sono entrate a far parte del Gruppo Unipol a seguito degli accordi di durata decennale stipulati nel dicembre 2009 con il Gruppo BPER e BP Sondrio finalizzati a sviluppare un progetto di bancassurance vita e danni, anche attraverso l'acquisizione, da parte di Unipol, di una partecipazione di controllo di Arca Vita. Nel corso del 2017 tali accordi sono stati rinnovati anticipatamente fino alla fine del 2022.

Tenuto conto dell'approssimarsi della scadenza degli accordi e della volontà delle parti di rivederne alcuni termini, nel corso del 2017 è stato avviato un tavolo di trattativa per la rinegoziazione dell'accordo di bancassicurazione con BPER e BP Sondrio avente scadenza al 31 dicembre 2019. Tale confronto ha portato alla stipula di nuovi accordi in luogo di quelli sottoscritti precedentemente.

Oltre ai suddetti accordi con BPER e BP Sondrio, Arca Vita ha in essere alla data dell'1 gennaio 2018 altri 46 accordi di distribuzione, tra cui una partnership con ASSICRA Veneto S.r.l. e Assicura Agenzia S.r.l., agenzie di riferimento per le banche di credito cooperativo. I premi vita<sup>1</sup> complessivamente distribuiti al 31 dicembre 2017 fanno riferimento per il 72% al gruppo BPER, per il 19% a BP Sondrio, per l'8% ad altre banche distributrici e per il residuo 1% a distributori diversi.

Il 31 dicembre 2017 il personale di Arca Vita è composto di 103 unità (96 nell'esercizio precedente).

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali di Arca Vita al 31 dicembre 2016 e al 31 dicembre 2017.

Dati economico-patrimoniali (Euro mln, valori arrotondati)	31/12/17	31/12/16	Var. %
<b>Premi lordi contabilizzati</b>	<b>641,0</b>	<b>1.689,0</b>	<b>(62,0%)</b>
Proventi netti degli investimenti	230,9	201,6	14,5%
Oneri relativi ai sinistri	(540,5)	(479,9)	12,6%
Variazione delle riserve matematiche e delle riserve tecniche	(214,8)	(1.317,2)	(83,7%)
Spese di gestione	(23,9)	(25,6)	(6,5%)
Risultato del conto tecnico	63,0	37,6	67,6%
Altri redditi finanziari	10,9	10,1	7,9%
Saldo altre partite ordinarie e straordinarie	(0,8)	(2,3)	(65,2%)
<b>Utile d'esercizio</b>	<b>56,7</b>	<b>35,1</b>	<b>61,5%</b>
Altre spese di amministrazione / Premi	2,45%	0,86%	
Spese di acquisizione / Premi	1,64%	0,74%	
Spese di gestione / Premi	3,78%	1,52%	
Investimenti	6.703,6	6.777,0	(1,1%)
Investimenti – Classe D	695,9	460,2	51,2%
Totale attivo	7.910,9	7.663,2	3,2%
Riserve tecniche	6.791,2	6.817,9	(0,4%)
Riserve tecniche – Classe D	695,9	460,2	51,2%
<b>Patrimonio netto</b>	<b>351,8</b>	<b>323,2</b>	<b>8,8%</b>

Fonte: Progetto di bilancio dell'esercizio 2017 di Arca Vita.

<sup>1</sup> Dato riferito ad Arca Vita ed Arca Vita International. Fonte: Management Presentation del 12 marzo 2018.

Arca Vita nell'esercizio 2017 ha registrato un utile pari a Euro 56,7 milioni contro gli Euro 35,1 milioni del 2016. Gli aspetti che hanno contraddistinto l'andamento della gestione dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 sono i seguenti:

- raccolta premi complessiva pari ad Euro 641,0 milioni in decremento di circa il 62,0% rispetto all'esercizio precedente, da ricondursi agli interventi avviati da Arca Vita nella seconda parte dell'esercizio 2016 volti, da un lato al contenimento dei flussi in entrata sulle gestioni separate, finalizzati a salvaguardarne l'equilibrio economico patrimoniale prospettico, dall'altro all'obiettivo del mix di portafogli verso prodotti a minor assorbimento di capitale;
- incremento degli oneri relativi ai sinistri pari al 12,6% rispetto al 2016 (Euro 540,5 milioni nell'esercizio 2017 rispetto ad Euro 479,9 milioni nell'esercizio 2016): le maggiori liquidazioni sono state trainate in particolare da maggiori sinistri (+32,7%) e riscatti (+11,2%), parzialmente compensate da minori capitali e rendite maturate (-16,0%);
- variazione delle riserve matematiche e delle riserve tecniche pari ad Euro 214,8 milioni rispetto agli Euro 1.317,2 milioni dell'esercizio precedente: tale calo è da ricondursi ai summenzionati interventi di contenimento dei flussi in entrata sulle gestioni separate, in particolare riconducibile alla contrazione dei volumi di premi di Ramo I;
- spese di gestione in contrazione del 6,5% rispetto all'esercizio precedente, a seguito di un calo delle spese di acquisizione da Euro 12,5 milioni nel 2016 ad Euro 10,4 milioni al 31 dicembre 2017 legato alla summenzionata minore produzione di premi di Ramo I;
- risultato del conto tecnico, che include anche il saldo dell'attività riassicurativa e l'attribuzione degli utili degli investimenti di pertinenza, pari a Euro 63,0 milioni, in aumento del 67,6% rispetto all'esercizio precedente (Euro 37,6 milioni nell'esercizio 2016);
- saldo delle altre partite ordinarie e straordinarie negativo per Euro 0,8 milioni (-Euro 2,3 milioni nell'esercizio 2016), legati principalmente al venir meno di oneri derivanti da operazioni di titoli iscritti al comparto delle immobilizzazioni finanziarie registrati nell'esercizio 2016 (circa Euro 2,1 milioni) a fronte di maggiori accantonamenti a fondo rischi e oneri nell'esercizio 2017;
- riserve tecniche del lavoro diretto al termine dell'esercizio 2017 pari a Euro 7.487,1 milioni, in aumento di circa il 3% rispetto agli Euro 7.278,1 milioni dell'esercizio 2016: l'effetto è principalmente riconducibile all'aumento delle riserve tecniche il cui rischio di investimento è sopportato dagli assicurati, passate da Euro 460,2 milioni dell'esercizio 2016 ad Euro 695,9 milioni nell'esercizio 2017, alla luce dei summenzionati interventi volti al riequilibrio del mix di portafoglio prodotti;
- investimenti e disponibilità liquide sostanzialmente in linea con l'esercizio precedente. In linea con l'esercizio 2016 il portafoglio di Arca Vita al 31 dicembre 2017 risulta prevalentemente investito nel comparto obbligazionario.

Il patrimonio netto di Arca Vita al 31 dicembre 2017, comprensivo del risultato d'esercizio, è pari a Euro 351,8 milioni. Arca Vita prevede di distribuire un dividendo sull'utile 2017 pari ad Euro 45,5 milioni.

## 6. Descrizione di Arca Vita International

Nata nel 1999, Arca Vita International è una compagnia vita con sede a Dublino, specializzata in prodotti Unit Linked, che opera in libera prestazione di servizi esclusivamente nel territorio italiano.

Arca Vita International rivolge la sua offerta alla clientela affluent e private delle banche distributrici.

Oltre agli accordi in essere con BPER e BP Sondrio, Arca Vita International ha in essere alla data dell'1 gennaio 2018 altri 12 accordi di distribuzione.

Al 31 dicembre 2017 il personale di Arca Vita International è composto di 7 unità, in linea con l'esercizio precedente.

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali di AVI al 31 dicembre 2016 e al 31 dicembre 2017.

<b>Dati economico-patrimoniali</b> (Euro mln, valori arrotondati)	<b>31/12/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>Var. %</b>
Commissioni attive	10,6	10,9	(3,0%)
Commissioni passive	(5,1)	(5,4)	(4,1%)
Spese amministrative	(2,7)	(2,6)	3,4%
<b>Utile d'esercizio</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>(7,6%)</b>
Passività finanziarie	612,8	641,2	(4,4%)
Totale investimenti	617,3	649,7	(5,0%)
Totale Attivi	640,9	667,4	(4,0%)
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>24,7</b>	<b>22,4</b>	<b>10,3%</b>

Fonte: Bilancio Arca Vita International 2017 (Dati IAS).

L'andamento della gestione di AVI nell'esercizio 2017 ha registrato un utile pari a Euro 2,4 milioni contro gli Euro 2,6 milioni del 2016.

Le commissioni attive fanno interamente riferimento a "non-participating Unit Linked investment contracts", ovvero prodotti di Ramo III, collocati in Italia.

Le passività finanziarie fanno quasi esclusivamente riferimento alle riserve tecniche dei prodotti Unit Linked (Euro 603,2 milioni), interamente classificate a Fair Value; specularmente, il totale investimenti fa quasi interamente riferimento a fondi collettivi di investimento (Euro 606,7 milioni) interamente classificati a Fair Value.

Il patrimonio netto di AVI al 31 dicembre 2017, incluso il risultato d'esercizio è pari a Euro 24,7 milioni, in aumento del 10,3% rispetto all'esercizio 2016 grazie all'aumento della voce "Retained Earnings".

## 7. Descrizione di Arca Assicurazioni

Fondata nel 1995, Arca Assicurazioni è stata la prima compagnia assicurativa italiana ad offrire prodotti Auto attraverso gli sportelli bancari. La società ha ampliato successivamente la propria offerta estendendola all'area della protezione famiglia e del patrimonio.

La ripartizione del portafoglio fra i canali distributivi è quasi totalmente focalizzata sul canale bancario che, al 31 dicembre 2017, raccoglie il 98,4% dei premi danni complessivi.

Oltre agli accordi distributivi con BPER e BP Sondrio, Arca Assicurazioni ha in essere alla data del 1 gennaio 2018 altri 47 accordi di distribuzione, tra cui una partnership con ASSICRA Veneto S.r.l., agenzia di riferimento per le banche di credito cooperativo. I premi danni complessivamente distribuiti al 31 dicembre 2017 fanno riferimento per il 65% al gruppo BPER, per il 16% a BP Sondrio, per il 17% ad altre banche distributrici e per il residuo 2% a distributori diversi.

Al 31 dicembre 2017 il personale di Arca Assicurazioni è composto di 149 unità (150 unità nel 2016).

Di seguito si riportano i principali dati economici e patrimoniali di Arca Assicurazioni al 31 dicembre 2016 e al 31 dicembre 2017.

<b>Dati economico-patrimoniali</b> (Euro mln, valori arrotondati)	<b>31/12/17</b>	<b>31/12/16</b>	<b>Var. %</b>
<b>Premi lordi contabilizzati</b>	<b>110,3</b>	<b>104,4</b>	<b>5,6%</b>
di cui Infortuni	21,6	19,6	10,4%
di cui Malattia	13,9	13,2	5,1%
di cui Incendio e Rami Naturali	19,0	16,9	12,1%
di cui RCA	28,8	30,3	(4,8%)
Premi ceduti in riassicurazione	(23,4)	(21,5)	8,8%
<b>Premi netti contabilizzati</b>	<b>86,9</b>	<b>82,9</b>	<b>4,8%</b>
Oneri netti relativi ai sinistri	(30,3)	(31,8)	(4,7%)
Spese di gestione	(19,8)	(17,9)	10,5%
Risultato del conto tecnico	40,5	38,9	4,1%
Proventi finanziari netti	9,9	9,3	6,6%
Saldo altre partite ordinarie e straordinarie	(0,2)	0,1	n.s.
<b>Utile d'esercizio</b>	<b>30,2</b>	<b>28,0</b>	<b>8,1%</b>
Loss ratio	31,82%	34,15%	
Expense ratio	31,08%	29,59%	
Combined ratio (inclusi altri oneri tecnici)	64,06%	64,75%	
Investimenti	309,0	291,4	6,1%
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	19,4	19,0	1,7%
Totale Attivo	391,7	383,4	2,2%
Riserve tecniche	245,3	251,3	(2,4%)
<b>Patrimonio netto</b>	<b>123,9</b>	<b>116,1</b>	<b>6,7%</b>

Fonte: Progetto di bilancio dell'esercizio 2017 di Arca Assicurazioni.

L'andamento della gestione di Arca Assicurazioni nell'esercizio 2017 ha registrato un utile pari a Euro 30,2 milioni contro gli Euro 28,0 milioni del 2016. Gli aspetti che hanno contraddistinto l'andamento della gestione dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2017 sono i seguenti:

- incremento della raccolta premi complessiva pari al 5,6% rispetto all'esercizio precedente. I premi contabilizzati hanno raggiunto al 31 dicembre 2017 Euro 110,3 milioni (Euro 104,4 milioni al 31 dicembre 2016): a fronte di una sostanziale stabilità dei volumi collocati, nel 2017 il portafoglio di Arca Assicurazioni ha visto una ricomposizione del business mix a favore dei rami Non Auto, favoriti da un aumento del numero di contratti e del premio medio di portafoglio;
- incremento dei premi ceduti in riassicurazione da Euro 21,5 milioni nell'esercizio 2016 ad Euro 23,4 milioni nell'esercizio 2017 (+8,8%) con un'incidenza sui premi lordi contabilizzati salita dal 20,6% al 21,2%: la struttura riassicurativa di Arca Assicurazioni è costituita da trattati proporzionali in quota sui rami elementari e coperture non proporzionali in eccesso di sinistro, invariata rispetto al 2016;
- calo degli oneri relativi ai sinistri pari al 4,7% rispetto all'esercizio precedente (Euro 30,3 milioni nell'esercizio 2017 rispetto ad Euro 31,8 milioni nell'esercizio 2016): per l'esercizio 2017 Arca Assicurazioni ha registrato un calo delle frequenze dei sinistri gestiti sul ramo RC Auto;
- spese di gestione in aumento del 10,5% rispetto all'esercizio precedente, da Euro 17,9 milioni ad Euro 19,8 milioni; nel 2017 sono aumentate le provvigioni di acquisizione e di incasso (di circa Euro 1,0 milione), le altre spese di acquisizione (di circa Euro 1,2 milioni) e le altre spese di amministrazione (di circa Euro 0,6 milioni) comprensive dei costi per servizi addebitati da Arca Vita, Arca Inlinea S.c.a.r.l., Arca Sistemi S.c.a.r.l. e UnipolSai;
- risultato del conto tecnico, che include anche il saldo dell'attività riassicurativa e l'attribuzione degli utili degli investimenti di pertinenza, pari a Euro 40,5 milioni, in aumento del 4,1% rispetto all'esercizio precedente (Euro 38,9 milioni nell'esercizio 2016);
- riserve tecniche lorde accantonate al termine dell'esercizio 2017 pari ad Euro 245,3 milioni (Euro 251,3 milioni al 31 dicembre 2016);
- investimenti in aumento del 6,1% rispetto al 31 dicembre 2016: in linea con l'esercizio 2016 il portafoglio di Arca Assicurazioni al 31 dicembre 2017 risulta prevalentemente investito nel comparto obbligazionario.

Il patrimonio netto di Arca Assicurazioni al 31 dicembre 2017, incluso il risultato d'esercizio è pari a Euro 123,9 milioni. Arca Assicurazioni prevede di distribuire un dividendo sull'utile 2017 pari ad Euro 24,2 milioni.

## **8. Stima del valore della Partecipazione**

### **8.1 Scelta delle metodologie di valutazione**

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

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

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

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

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

- criteri analitici che forniscono una stima del valore di un'azienda sulla base dei suoi fondamentali attuali e prospettici; rientrano in tale categoria i metodi finanziari, i metodi reddituali, i metodi patrimoniali ed i metodi misti;

- criteri di mercato che, attraverso l'utilizzo di appositi multipli, confrontano il prezzo di mercato con alcune grandezze fondamentali come il fatturato, il risultato operativo, il patrimonio netto e gli utili con riferimento ad un campione di società comparabili con quella oggetto di valutazione; rientrano in tale categoria il metodo della retta di regressione, il metodo dei multipli di borsa e il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

Tenuto conto di quanto precede e delle caratteristiche delle compagnie oggetto di analisi, per la stima del valore della Partecipazione, si è utilizzato un approccio Somma delle Parti (SoP) attraverso la valutazione distinta di Arca Vita, Arca Vita International e Arca Assicurazioni sulla base delle seguenti metodologie.

- Arca Vita e Arca Vita International: ai fini della stima del valore di Arca Vita e AVI è stata considerata la metodologia Appraisal Value ampiamente diffusa nell'ambito della valutazione di una compagnia di assicurazione attiva nel business vita.
- Arca Assicurazioni: ai fini della stima del valore della compagnia è stata considerata la metodologia finanziaria Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (DDM) che stima il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche tenuto conto del livello di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza.

Infine quale metodo di controllo è stato utilizzato il metodo dei multipli di transazioni comparabili. Nella valutazione non è stato considerato il metodo dei multipli di borsa in quanto le compagnie oggetto di analisi per la natura e le caratteristiche del business svolto (accordo di bancassurance di durata limitata) sono caratterizzate da una vita utile "definita" non comparabile con le realtà quotate.

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

## **8.2 Arca Vita – Appraisal Value**

A fini della stima del valore di Arca Vita e AVI è stato considerata la metodologia Appraisal Value diffusa nell'ambito della valutazione del valore di una compagnia di assicurazione attiva nel business vita. Secondo il metodo dell'Appraisal Value il valore (W) di una compagnia operante nei rami vita è calcolato sulla base della seguente formula:

$$W = EV + Goodwill$$

dove:

EV = Embedded Value = Adjusted Net Asset Value (ANAV) + Value of business In-Force (VIF).

ANAV = valore del patrimonio netto della compagnia (local gaap) determinato in funzione delle differenze fra i valori di mercato/correnti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori di bilancio e degli elementi necessari per mantenere la coerenza con le ipotesi sottostanti la metodologia alla base del calcolo del VIF.

VIF = valore corrente degli utili futuri attesi distribuibili e generati dal portafoglio di contratti già sottoscritti alla data di valutazione.

Goodwill = valore corrente degli utili futuri attesi distribuibili e generati dal business ancora non sottoscritto alla data di valutazione, ma che si ipotizza di sottoscrivere in un predeterminato orizzonte temporale.

### **8.2.1 Arca Vita – Embedded Value**

Per la stima dell'Embedded Value di Arca Vita è stato adottato un approccio metodologico in linea con quanto previsto dai principi dell'European Insurance CFO Forum (organismo che include i Chief Financial Officer dei principali gruppi assicurativi europei), con particolare riferimento al Market Consistent European Embedded Value (MCEEV).

Di seguito si riportano le assunzioni e modalità di stima dell'EV di Arca Vita.

#### **ANAV**

Il patrimonio netto rettificato di Arca Vita è stato determinato apportando al patrimonio netto risultante dal bilancio civilistico al 31 dicembre 2017 tutte quelle rettifiche che consentono di allinearli ai valori di mercato o fair value alla data di valutazione.

Le rettifiche apportate al patrimonio netto di AV alla data di valutazione sono le seguenti:

- (-) proposta di dividendo sull'utile netto 2017 di Arca Vita;
- (+) proposta di dividendo sull'utile netto 2017 di Arca Assicurazioni (netto imposte);
- (-) partecipazione in Arca Assicurazioni (valore contabile);
- (-) partecipazione in AVI (valore contabile);
- (+) rettifiche a mercato (netto imposte) sul portafoglio titoli a fronte di investimenti i cui proventi finanziari sono di pertinenza degli azionisti;
- (+) rettifiche a mercato (netto imposte) sul portafoglio titoli a fronte di investimenti inclusi nelle gestioni separate ed in eccesso rispetto a quelle che vengono riconosciute nella componente del VIF (ovvero in eccesso rispetto alla differenza tra il valore di mercato e il valore di carico nella Gestione Separata);
- (+) rettifiche a mercato (netto imposte) sul portafoglio immobiliare;
- (-) rettifiche al fair value (netto imposte) del credito d'imposta iscritto a bilancio ai sensi del D.Lgs. 265/2002 e successivi emendamenti; tale rettifica è stata inoltre integrata con il costo figurativo derivante dai mancati proventi finanziari sui futuri accantonamenti previsti dallo stesso decreto sulla base dell'evoluzione delle riserve matematiche delle gestioni separate;
- (+) costi da capitalizzare relativi a investimenti sostenuti, al netto dell'imposizione fiscale.

## VIF

Il VIF rappresenta il valore corrente degli utili futuri distribuibili generati dal portafoglio assicurativo già sottoscritto. Gli utili futuri sono stimati sulla base dei flussi di cassa del portafoglio dalla data di valutazione fino alla scadenza delle polizze, considerato in un orizzonte temporale tra i 20 e 30 anni in funzione della tipologia di prodotto. I fattori che in via principale determinano i flussi futuri sono:

- l'anagrafica del portafoglio polizze in essere;
- le caratteristiche tecniche dei prodotti a cui tali polizze sono riconducibili;
- il portafoglio di attività finanziarie a copertura delle riserve matematiche per i prodotti a partecipazione;
- le ipotesi di proiezione che riflettono gli indicatori statistici osservati sul portafoglio polizze, eventualmente integrati da aggiustamenti nel caso l'esperienza statistica non sia sufficientemente robusta o non rappresenti i più recenti trend del portafoglio o mercato di riferimento;
- il contesto economico alla data di valutazione.

Le riserve tecniche di bilancio delle polizze in portafoglio al 31 dicembre 2017 di Arca Vita sono riassunte nella seguente tabella:

<b>Voci di bilancio</b> (Euro mln, valori arrotondati)	
Classe C	
II.1 Riserve matematiche	6.696,4
II.2 Riserva complementari	2,6
II.3 Somme da pagare	65,2
II.4 Partecipazione utili	-
II.5 Altre riserve tecniche	27,0
<b>TOTALE Classe C</b>	<b>6.791,2</b>
Classe D	
I Riserve fondi/indici	695,9
<b>TOTALE C+D</b>	<b>7.487,1</b>

Le ipotesi operative necessarie per lo sviluppo dei flussi di cassa di un portafoglio assicurativo vita sono le seguenti:

- frequenza di accadimento degli eventi assicurati, tipicamente decesso o sopravvivenza;
- frequenza di uscita anticipata prima della scadenza;
- frequenza di pagamento e importo dei premi ricorrenti successivi alla prima annualità nei contratti dove tali premi sono previsti;

- frequenza di esercizio delle opzioni contrattuali, quali ad esempio il differimento della scadenza, l'eventuale conversione della prestazione in rendita o in capitale nelle forme rispettivamente di capitale e rendita;
- ammontare delle spese di gestione da allocare ai singoli contratti ovvero le modalità attraverso le quali le spese fisse dell'impresa vengono ripartite sui contratti o sulle tipologie di contratti;
- rendimenti prospettici delle gestioni separate a cui sono collegate le prestazioni delle polizze vita rivalutabili. Tali rendimenti futuri sono stimati sulla base delle caratteristiche del portafoglio di investimenti posti a copertura delle riserve matematiche delle gestioni, tenendo conto dei flussi in entrata ed in uscita e delle strategie di gestione.

Il contesto economico alla data di valutazione viene rappresentato con la curva dei tassi di interesse di riferimento ("reference curve"), che viene utilizzata per:

- definire la struttura a termine dei tassi di interesse da usare per valutare i prezzi (rendimenti) degli strumenti finanziari nell'ambito della proiezione dei flussi di cassa;
- costruire i fattori di sconto da utilizzare nel processo di attualizzazione dei flussi futuri.

La reference curve utilizzata per la valutazione del VIF di Arca Vita è stata ottenuta dalla curva dei tassi SWAP per la valuta Euro, al netto del credit risk adjustment, corrispondente a quella distribuita da EIOPA ai fini Solvency II, prevedendo per il portafoglio di contratti rivalutabili, uno spread additivo implicito ("z spread") pari a 100 bps, che consente di ottenere i prezzi di mercato dei titoli a reddito fisso scontando i flussi di tali titoli alla curva ottenuta sommando lo z spread alla curva EIOPA.

Il valore attuale degli utili futuri distribuibili proiettati secondo le ipotesi sopra esposte viene definito PVFP (Present Value of Future Profits). Per ottenere il VIF di Arca Vita sono stati considerati i seguenti aggiustamenti:

- (-) il valore (time value) delle garanzie di rendimento minimo sulle polizze rivalutabili che la prevedono;
- (+) il rilascio della riserva aggiuntiva per insufficienza tassi di cui all'ex Provvedimento IVASS 1801;
- (-) il costo dell'immobilizzazione del capitale richiesto per la copertura dei rischi non-hedgeable.

In dettaglio:

- la garanzia di rendimento inclusa in una polizza rivalutabile è assimilabile ad un'opzione di tipo "put" venduta dalla compagnia. Il valore di un'opzione put si compone del valore intrinseco e del valore temporale (time value); il valore intrinseco è la differenza, se positiva, tra il prezzo di esercizio e il valore del sottostante l'opzione. Il valore intrinseco della garanzia di rendimento è già incluso nel PVFP in quanto la proiezione già riflette eventuali costi per la compagnia derivanti da rendimenti delle gestioni separate proiettati secondo lo scenario di riferimento inferiori al livello della garanzia. Il time value dell'opzione riflette la possibilità che il valore del sottostante possa essere inferiore al prezzo d'esercizio quando si consideri la volatilità del sottostante intorno al suo valore atteso. Il time value è stato stimato con l'applicazione di un modello probabilistico di pricing delle opzioni finanziarie. A tal fine sono state considerate come ipotesi economiche aggiuntive le volatilità di mercato implicite nelle opzioni quotate sul mercato con caratteristiche assimilabili a quelle contenute nei contratti di assicurazione;
- la riserva aggiuntiva accantonata ai sensi dell'ex Provvedimento 1801, diventa una pertinenza dell'azionista per effetto della modalità diretta di attribuzione del costo della garanzia di rendimento di cui al punto precedente. Il suo rilascio, al netto dell'imposizione fiscale, è dunque un aggiustamento positivo del PVFP;
- con il trasferimento del business nell'ambito di una transazione vengono trasferiti tutti i rischi, inclusi rischi per i quali non esiste un mercato liquido di strumenti a copertura. Tali rischi includono per esempio i rischi operativi, i rischi di riscatto, il rischio di costi di gestione superiori a quelli stimati eccetera. Una valutazione market consistent prevede che per tali rischi sia necessario considerare un costo figurativo per l'immobilizzazione del capitale regolamentare previsto dal regime di vigilanza prudenziale. A questo scopo, è stato utilizzato il valore del Risk Margin del bilancio Solvency II.

Ai fini della stima del VIF di Arca Vita sono state effettuate le seguenti sensitivity:

- aumento di 50 bps degli spread sui titoli governativi italiani;
- aumento/diminuzione di 50 bps della curva EIOPA;
- aumento/diminuzione del 15% delle ipotesi di riscatto;
- aumento/diminuzione del 15% delle ipotesi di mortalità;
- capitale allocato pari al 150% del SCR (anziché 100%).

Ai fini della stima dell'intervallo di valori, gli scenari alternativi sono stati utilizzati come segue.

- valore minimo VIF:
  - aumento di 50 bps dello spread dei titoli governativi per le Gestioni Separate;
  - aumento del 15% delle ipotesi di riscatto per le Unit Linked;
  - aumento del 15% delle ipotesi di mortalità per le TCM.
- Valore massimo VIF:
  - aumento di 50 bps della curva EIOPA per la valutazione del VIF delle Gestioni Separate;
  - diminuzione 15% delle ipotesi di riscatto per le Unit Linked;
  - diminuzione 15% delle ipotesi di mortalità per le TCM.

Sulla base di quanto precede è stato stimato un intervallo di valori dell'Embedded Value di Arca Vita come di seguito riportato.

<b>Embedded Value</b> (Euro mln, valori arrotondati)	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>ANAV</b>	<b>216,5</b>	
<b>VIF</b>	<b>173,4</b>	<b>219,0</b>
Value of in-force business Gestioni Separate	98,3	130,0
Value of in-force business Unit Linked	21,9	26,2
Value of in-force business TCM	53,2	62,8
<b>Embedded Value</b>	<b>389,9</b>	<b>435,5</b>

### 8.2.2 Arca Vita – Goodwill

Il Goodwill è la stima del valore degli utili futuri attesi distribuibili e generati dal business ancora non sottoscritto alla data di valutazione, ma che si ipotizza di sottoscrivere in un predeterminato orizzonte temporale. Ai fini della stima del Goodwill è stato considerato il volume di premi previsto dal Business Plan AV, che tiene conto degli accordi di distribuzione recentemente rinnovati con BPER e BP Sondrio.

A tal fine è stato utilizzato il dettaglio della raccolta premi suddivisa per tipologia di prodotto, tariffa e canale distributivo. Tali premi, per ottenere il valore corrente dei cinque anni di nuova raccolta, sono stati attualizzati ad un tasso di sconto pari al ritorno atteso degli azionisti, stimato pari all'8,2% attraverso il Capital Asset Pricing Model – CAPM (per maggiori dettagli riguardanti la metodologia CAPM si rimanda al successivo paragrafo 8.4), sulla base dei seguenti parametri:

- un tasso risk free pari al 2,08% (fonte Bloomberg);
- un Beta pari a 1,09 (fonte Bloomberg) stimato sulla base del valore medio dei beta di un panel di compagnie quotate internazionali operanti nel settore vita<sup>2</sup>;
- premio per il rischio richiesto dal mercato, stimato in linea con la prassi valutativa, pari al 5,60%.

Il valore del Goodwill è stato stimato applicando a tale valore attuale dei premi l'indicatore di profittabilità New Business Margin (NBM), che rappresenta il valore atteso degli utili distribuibili per unità monetaria di premio. Il NBM di Arca Vita è stato stimato per ogni tipologia di prodotto incluso nel Business Plan AV, attraverso la seguente metodologia:

- sono stati proiettati i flussi di cassa relativi ad una generazione di contratti emessi nell'anno 2017 per tipologia di prodotto oggetto di valutazione;
- a partire dai flussi di cassa proiettati, è stato calcolato il valore attuale degli utili futuri, al netto dell'imposizione fiscale e il valore attuale dei premi futuri che caratterizzano la generazione di contratti considerata;
- sono stati determinati eventuali aggiustamenti che correggono il valore degli utili futuri, come ad esempio il time value delle garanzie di rendimento e il costo per rischi non hedgeable;

<sup>2</sup> Panel considerato nella stima del beta: AEGON NV, AGEAS, Aviva PLC, CNP Assurances, AXA SA, Assicurazioni Generali, Helvetia Holding AG REG, NN Group NV, Prudential Plc.

- è stato stimato il NBM come rapporto tra il valore attuale degli utili, al netto degli aggiustamenti previsti e il valore attuale dei premi.

Ai fini della proiezione dei flussi di cassa, sono state utilizzate le seguenti ipotesi:

- le caratteristiche degli assicurati (età, sesso, capitale assicurato,..), relativamente ai prodotti inclusi nel Business Plan AV, sono state ipotizzate simili a quelle degli assicurati appartenenti alla generazione di contratti emessi nel corso del 2017;
- le caratteristiche tecniche dei prodotti a cui tali polizze sono riconducibili;
- per i prodotti rivalutabili, un portafoglio di attività finanziarie analogo per caratteristiche a quello delle gestioni separate alla data di valutazione; sono state tuttavia neutralizzate le plus-minusvalenze latenti derivanti dalla differenza tra valore di mercato e valore di carico in gestione, in quanto già valorizzate nel VIF;
- le medesime ipotesi "best estimate" di proiezione del business già in-force alla data di valutazione;
- il contesto economico alla data di valutazione pari alla curva di riferimento già utilizzata per la stima del VIF.

Per quanto riguarda gli aggiustamenti previsti, oltre ai già citati time value delle garanzie di rendimento (non materiale per il business futuro per le caratteristiche della garanzia) e il costo per i rischi non hedgeable, è stato previsto un aggiustamento per tener conto dell'effetto diluizione che verrà indotto sul VIF di Arca Vita dalla nuova produzione.

Poiché, infatti, il livello attuale dei tassi di mercato è inferiore al tasso inerziale della gestione, l'inserimento di nuova liquidità in una gestione separata esistente produce un effetto "diluitivo" del rendimento della stessa; questo effetto si riverbera su tutto il volume della gestione separata, andando a comprimerne i margini. Questa diminuzione dei margini, non materiale in molti casi, diventa non trascurabile per Arca Vita il cui business plan prevede volumi di premio di nuova produzione significativi rispetto al volume iniziale.

Ai fini della stima del Goodwill sono state effettuate le seguenti sensitivity:

- aumento/diminuzione di 25 bps del NBM;
- diminuzione del 10% dei premi previsti nel Business Plan AV;
- aumento/diminuzione del 10% delle ipotesi di mortalità.

Ai fini della stima dell'intervallo di valori, gli scenari alternativi sono stati utilizzati come segue.

- valore minimo Goodwill:
  - diminuzione di 25 bps del NBM per le Gestioni Separate;
  - aumento del 10% delle ipotesi di mortalità per le TCM;
  - diminuzione del 10% dei premi previsti nel Business Plan AV per le polizze Unit Linked.
- valore massimo Goodwill:
  - aumento di 25 bps del NBM per le Gestioni Separate;
  - diminuzione del 10% delle ipotesi di mortalità per le TCM.

Sulla base di quanto precede è stato stimato un intervallo di valori di Appraisal Value di Arca Vita come di seguito riportato.

<b>Appraisal Value</b> (Euro mln, valori arrotondati)	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>ANAV</b>		<b>216,5</b>
<b>VIF</b>	<b>173,4</b>	<b>219,0</b>
<b>Goodwill</b>	<b>82,3</b>	<b>107,1</b>
<i>Goodwill Gestioni Separate</i>	35,6	49,9
<i>Goodwill Unit Linked</i>	35,2	39,5
<i>Goodwill TCM</i>	11,5	17,7
<b>Appraisal Value</b>	<b>472,2</b>	<b>542,6</b>

### 8.3 Arca Vita International – Appraisal Value

#### 8.3.1 AVI - Embedded Value

La metodologia per la valutazione dell'Embedded Value di Arca Vita è replicabile per la stima dell'EV di AVI, tuttavia valgono le seguenti considerazioni:

- AVI sottoscrive solo business Unit Linked; per questo tipo di business, i flussi futuri vengono proiettati con le stesse ipotesi previste per Solvency II. Anche gli aggiustamenti, previsti solo per i rischi non-hedgeable, coincidono con quelli sulle BEL di Solvency II (ovvero il risk margin). In questa situazione, il valore dei fondi propri ("Own Funds") che risultano dal bilancio Solvency II esprime una quantità pari al valore economico del patrimonio e del surplus distribuibile agli azionisti, rappresentando quindi una stima dell'Embedded Value di AVI;
- l'approccio descritto al punto precedente viene detto "indiretto", rispetto a quello diretto di stima del patrimonio netto rettificato e dei flussi di cassa futuri distribuibili. Si dimostra che a parità di assunzioni, in particolare economiche, i due metodi convergono verso lo stesso risultato. In questo caso i requisiti e la materialità di AVI rispetto a quella di AV è tale da poter accettare eventuali differenze derivanti dai due metodi di calcolo.

#### 8.3.2 AVI - Goodwill

Il Goodwill di AVI è stato stimato sulla base della metodologia descritta per Arca Vita.

Ai fini della stima dell'intervallo di valori del Goodwill è stata effettuata una sensitivity considerando una diminuzione del 10% dei premi previsti nel Business Plan AVI.

Sulla base di quanto precede è stato stimato un intervallo di valori di Appraisal Value di Arca Vita International come di seguito riportato.

<b>Appraisal Value</b> (Euro mln, valori arrotondati)	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Own Funds		34,6
Goodwill	5,0	6,5
<b>Appraisal Value</b>	<b>39,6</b>	<b>41,1</b>

### 8.4 Arca Assicurazioni - Dividend Discount Model

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

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

dove:

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

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

$VT$  = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine ( $g$ ). Nel caso specifico, tenuto conto della natura e caratteristiche del business svolto da Arca Assicurazioni, rappresentato nella sostanza da un accordo di bancassurance di durata limitata, il Terminal Value è stato stimato ipotizzando il run off del portafoglio.

Per la stima dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento:

- per il periodo 2018-2022 al Business Plan AA;
- post 2022, come precedentemente riportato, i flussi sono stati stimati ipotizzando un run off del portafoglio in essere;
- ad un requisito di capitale target in termini di SCR pari al 150%, tenuto conto di quanto previsto dal Risk Appetite Statement 2018 di Arca Assicurazioni.

Per l'attualizzazione dei flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato pari al 7,9% attraverso il CAPM, secondo la seguente formula:

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

dove:

$R_f$  = risk free pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, pari al 2,08% (fonte Bloomberg).

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento, pari a 1,05 (fonte Bloomberg) stimato sulla base del valore medio dei beta di un panel di compagnie quotate internazionali operanti nel settore danni<sup>3</sup>.

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

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

- tasso di attualizzazione (+/- 0,50%);
- Combined Ratio previsto nel Business Plan AA (+/- 2%);
- variazione dei volumi di premi e degli utili di Arca Assicurazioni previsti nell'orizzonte di piano.

Di seguito si riporta l'intervallo di valori di Arca Assicurazioni stimato sulla base di quanto sopra descritto.

(Euro mln, valori arrotondati)	Min	Max
Valore Arca Assicurazioni (100%)	200,9	222,1
<b>Valore Arca Assicurazioni (98,12%)</b>	<b>197,1</b>	<b>217,9</b>

### 8.5 Metodo principale – Sintesi dei risultati

Di seguito si riportano i valori di Arca Vita e della Partecipazione stimati tenuto conto delle metodologie considerate per la valutazione delle singole "componenti" Arca Vita, AVI e Arca Assicurazioni.

Somma delle Parti (Euro mln, valori arrotondati)	Min	Max
<b>Arca Vita</b>		
ANAV	216,5	
VIF	173,4	219,0
<b>Embedded Value</b>	<b>389,9</b>	<b>435,5</b>
Goodwill	82,3	107,1
<b>Appraisal Value (A)</b>	<b>472,2</b>	<b>542,6</b>
<b>Arca Vita International</b>		
Own Funds	34,6	
Goodwill	5,0	6,5
<b>Appraisal Value (B)</b>	<b>39,6</b>	<b>41,1</b>
<b>Arca Assicurazioni</b>		
DDM (100%)	200,9	222,1
<b>DDM (98,12%) (C)</b>	<b>197,1</b>	<b>217,9</b>
<b>Valore complessivo Arca Vita (A) + (B) + (C)</b>	<b>708,9</b>	<b>801,6</b>
<b>Valore Partecipazione (63,39%)</b>	<b>449,4</b>	<b>508,1</b>

Le analisi condotte si sono basate, tra l'altro, sui Business Plan di AVI, AV e AA che, sulla base degli accordi distributivi in essere, non prevedono volumi garantiti di premi nell'orizzonte di piano. Nella stima degli intervalli sono comunque state effettuate, come già ricordato, delle analisi di sensitivity in relazione ad una diminuzione dei premi previsti.

<sup>3</sup> Panel considerato per la stima del beta: RSA Insurance Group, Unipol Gruppo, Vienna Insurance Group, Mapfre SA, Zurich Insurance Group.

### 8.6 Metodo di controllo: Multipli di transazioni comparabili

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

Tenuto conto delle suddette considerazioni sono stati analizzati i multipli impliciti nei prezzi di transazioni avvenute in Italia di quote di maggioranza (o di quote che portassero alla maggioranza) di società attive nella bancassurance nei rami vita e danni.

Per ciascuna transazione analizzata sono stati considerati i multipli Price/Earnings (P/E) e Price/Book Value (P/BV). I multipli sono stati stimati con riferimento ai dati della società target più prossimi alla data di annuncio dell'operazione.

Business	Target	Acquirente	Venditore
Vita	Popolare vita S.p.A.	Cattolica Assicurazioni	Banco BPM
Vita	C.B.A. Vita S.p.A.	HDI Assicurazioni	Banca Sella
Vita	Aviva Assicurazioni Vita S.p.A.	Aviva Plc	UBI Banca
Vita	Aviva Vita S.p.A.	Aviva Plc	UBI Banca
Vita	Chiara Vita S.p.A.	Helvetia Holding AG	Banco di Desio e della Brianza
Vita	Bipiemme Vita S.p.A.	Covea	BPM
Vita	Bnl vita S.p.A.	Cardif Assicurazioni	Unipol Gruppo
Vita	Bipiemme Vita S.p.A.	BPM	Milano Assicurazioni
Vita	Intesa Vita S.p.A.	Intesa Sanpaolo	Alleanza Assicurazioni
Vita	BCC Vita S.p.a	Cattolica Assicurazioni	Istituto Centrale Credito Cooperativo
Vita	Chiara Vita S.p.A.	Helvetia Holding AG	Banco di Desio e della Brianza
Vita	Quadrifoglio Vita S.p.A.	Banca MPS	Unipol Gruppo
Vita	Aviva assicurazioni Vita S.p.A.	AVIVA PLC	UBI Banca
Vita	Credem vita S.p.A.	Credem	Assurances Mutuelles de France
Vita – Unit	Old Mutual Wealth Italy	ERGO Italia S.p.A.	Old Mutual Plc
Vita – Unit	Sella Life Ltd	HDI Assicurazioni	Banca Sella
Danni	Chiara Assicurazioni S.p.A.	Helvetia Holding AG	Banco di Desio e della Brianza
Danni	InChiaro Assicurazioni S.p.A.	HDI Assicurazioni	Banca Sella
Danni	Cargeas Assicurazioni S.p.A.	Ageas NV BNP Paribas Cardif SA	UBI Banca
Danni	Chiara Assicurazioni S.p.A.	Helvetia Holding AG	Banco di Desio e della Brianza
Danni	UBI Assicurazioni S.p.A.	Ageas Insurance BNP Cardif	UBI Banca
Danni	Credem Assicurazioni S.p.A.	Reale Mutua Assicurazioni	Credem
Danni	Credem Assicurazioni S.p.A.	Credem	Assurances Mutuelles de France
Danni	Chiara Assicurazioni S.p.A.	Helvetia Holding AG	Banco di Desio e della Brianza

Fonte: documenti societari e comunicati stampa e Merger Market.

Sulla base dell'analisi delle transazioni sopra indicate sono stati identificati i seguenti multipli.

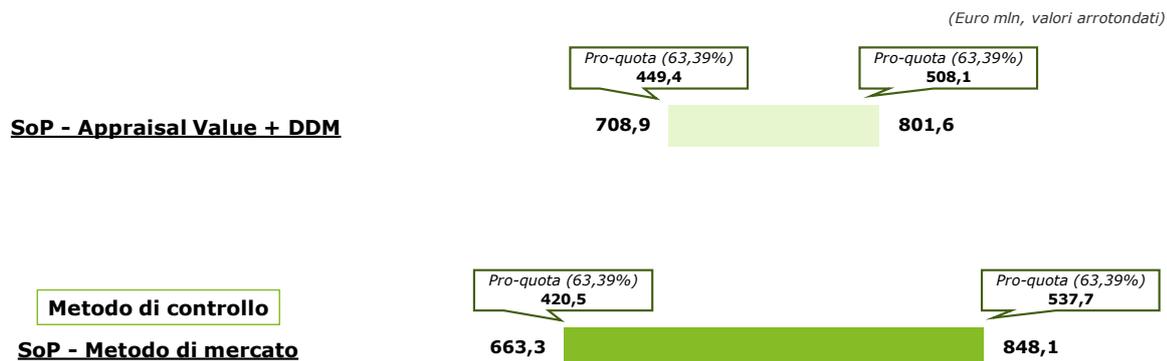
Multipli di transazioni	P/E	P/BV
<b>Media Vita</b>	<b>16,55x</b>	<b>1,65x</b>
<b>Media Vita con Unit</b>	<b>17,21x</b>	<b>1,71x</b>
<b>Media Danni</b>	<b>11,86x</b>	<b>2,20x</b>

Sulla base dei multipli sopraindicati e dei dati di patrimonio netto al 31 dicembre 2017 e di utile di budget 2018 di AA, Arca Vita e AVI è stato stimato il seguente intervallo di valori di Arca Vita e della Partecipazione.

(Euro mln, valori arrotondati)	Min	Max
<b>Valore complessivo Arca Vita</b>	<b>663,3</b>	<b>848,1</b>
<b>Valore Partecipazione (63,39%)</b>	<b>420,5</b>	<b>537,7</b>

## 9. Sintesi dei risultati

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



## 10. Conclusioni

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

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.

  
 Elisa Fabris  
 Partner

Milano, 21 marzo 2018

[PAGINA IN BIANCO]

Allegato B – Parere rilasciato dall'*advisor* finanziario JP Morgan al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai in merito alla congruità finanziaria del Prezzo Arca Vita

STRICTLY CONFIDENTIAL

March 22<sup>nd</sup>, 2018

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

Members of the Board of Directors:

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

Pursuant to the Sale and Purchase Agreement related to 63.39% of Arca Vita S.p.A. (including its annexes, the “**Agreement**”), between the Company and the Seller, the following will occur (collectively, the “**Transaction**”):

- (i) at closing of the Agreement, and subject to the conditions precedent indicated in that agreement, the Seller will sell to the Company 63.39% of the share capital of Arca Vita, representing the entire shareholding of the Seller in Arca Vita (the “**Arca Vita Shares**”); and
- (ii) the Company will pay to the Seller cash consideration of €475 million with respect to the acquisition of the Arca Vita Shares (the “**Consideration**”).

Please be advised that while certain provisions of the Transaction are summarised above, the terms of the Transaction are more fully described in the Agreement. As a result, the description of the Transaction and certain other information contained herein is qualified in

its entirety by reference to the more detailed information appearing or incorporated by reference in the Agreement.

In arriving at our opinion, we have:

- (i) reviewed a draft dated March 21<sup>st</sup>, 2018 of the Agreement, together with written confirmation of the Consideration provided by the Company on March 21<sup>st</sup>, 2018;
- (ii) reviewed certain publicly available business and financial information concerning the Subsidiary and the industries in which the Subsidiary operates and certain other companies engaged in businesses comparable to it;
- (iii) compared the proposed financial terms of the Transaction with the publicly available financial terms of certain transactions involving companies we deemed relevant and the consideration received for such companies;
- (iv) reviewed the audited financial statements of the Subsidiary for the fiscal year ended December 31<sup>st</sup>, 2016 and the unaudited preliminary financial data of the Subsidiary for the fiscal year ended December 31<sup>st</sup>, 2017;
- (v) reviewed certain internal, unaudited financial analyses, projections, assumptions and forecasts prepared on a standalone basis by or at the direction of the management of the Subsidiary relating to its business for the fiscal years 2018 to 2022;
- (vi) reviewed a report dated March 16<sup>th</sup>, 2018 prepared by Deloitte Financial Advisory S.r.l. on certain unaudited accounting and actuarial information and analyses in relation to (a) the estimated Adjusted Net Asset Value (“ANAV”) as of December 31<sup>st</sup>, 2017 of Arca Vita, (b) the estimated Value of In-Force (“VIF”) and Embedded Value (“EV”) as of December 31<sup>th</sup>, 2017 of Arca Vita and Arca Vita International DAC, and (c) the estimated New Business Margin (“NBM”) and new business value or goodwill (“Goodwill”) for the fiscal years 2018 to 2022 derived from projections prepared by or at the direction of the management of the Subsidiary (the “Report”); and
- (vii) performed such other financial studies and analyses and considered such other information as we deemed appropriate for the purposes of this opinion.

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

In giving our opinion, we have relied upon and assumed the accuracy and completeness of all information that was publicly available or was furnished to or discussed with us by the Seller, the Subsidiary and the Company or otherwise reviewed by or for us. We have not independently verified any such information or its accuracy or completeness and, pursuant to our engagement letter with the Company, we did not assume any obligation to undertake any such independent verification. In addition, we have relied on the Report and on the accounting and actuarial data and information included in the Report. We have not conducted any valuation or appraisal of any assets or liabilities, nor have we performed any actuarial analysis or evaluated the solvency of the Seller, the Subsidiary, or the Company under any laws relating to bankruptcy, insolvency or similar matters. In relying on financial and actuarial analyses, projections, assumptions and forecasts provided to us or derived therefrom, we have assumed that they have been reasonably prepared based on assumptions reflecting the best currently available estimates and judgments by management of the Company or the Subsidiary as applicable, as to the expected future results of operations and financial condition of the company or business to which such analyses, projections, assumptions and forecasts relate. We express no view as to such analyses, projections or forecasts or the assumptions on which they were based and the Company has confirmed that we may rely upon such analyses, projections, assumptions and forecasts in the delivery of this opinion. We have assumed that the Transaction will have the tax consequences described in discussions with, and materials furnished to us by, representatives and advisors of the Company, and will be consummated as described in the Agreement, that the definitive Agreement will not differ in any material respects from the draft thereof furnished to us, and that the Consideration will not differ from the amount confirmed to us. We have also assumed that (x) the Subsidiary will pay, before closing of the Transaction, a dividend of approximately €45.5 million and that the Company will therefore not receive a pro-rata share of such amount, and (y) the representations and warranties made by the Company, and the Seller in the Agreement are and will be true and correct in all respects material to our analysis. We are not legal, regulatory, accounting, actuarial or tax experts and have relied on the assessments made by advisors to the Company with respect to such issues. We have further assumed that all material governmental, regulatory or other consents and approvals necessary for the consummation of the Transaction will be obtained without any adverse effect on the Subsidiary or the Company or on the contemplated benefits of the Transaction. In giving our opinion, we have relied on the Company's commercial assessments of the Transaction. The decision as to whether or not the Company enters into a Transaction (and the terms on which it does so) is one that can only be taken by the Company.

\* \* \* \* \*

We have set out below an overview of the analyses and valuation methodologies that we have deemed necessary or appropriate for the purposes of this opinion. Such summary is not deemed to be nor represents a complete description of all detailed analyses carried out in the context of arriving at our opinion. The preparation of this opinion required a complex valuation process based on a number of elements and valuation methodologies which have

been adapted to the Subsidiary's specific business model and operations, in the context of and for the purposes of the Transaction. As a result, the valuation methodologies described below and the results derived from the application of such valuation methodologies cannot be considered on an individual basis and separate from each other since they are part of a complex and unitary valuation process.

In arriving at our opinion and to derive ranges of the equity value of the Seller's shareholding in Arca Vita we have considered an analytical valuation methodology based on a sum-of-the-parts approach ("**Fundamental Valuation**" as further described below) as the most relevant criteria and used as a reference the Transaction Multiples (as defined below) method.

Given the specific business model and operations of the Subsidiary, we have estimated its equity value as the sum of the standalone values of each of its main businesses. In particular:

- (i) 100% of the equity value of the Subsidiary, excluding its subsidiaries Arca Assicurazioni S.p.A. ("**Arca Assicurazioni**") and Arca Vita International DAC ("**Arca Vita International**"), which have been separately valued;
- (ii) 98.12% of the equity value of Arca Assicurazioni; and
- (iii) 100% of the equity value of Arca Vita International.

In arriving at our opinion, we have, with the Company's agreement, (i) not taken into account any potential synergies relating to the Transaction, (ii) assumed that approximately €45.5 million of dividends relating to the Subsidiary's 2017 fiscal year's net income are distributed by Arca Vita to its shareholders before completion of the Transaction and that the Company will therefore not receive a pro-rata share of such dividends, and (iii) only considered the fiscal years 2018 to 2022 for the purposes of estimating the value of the Goodwill for Arca Vita and Arca Vita International and for the purposes of the Dividend Discount Model projections for Arca Assicurazioni, consistent with the term of the Subsidiary's bancassurance distribution agreements with its main banking partners. In addition, we have taken into account all analyses and valuations carried out by us and we have not assigned relevance to any particular aspect or factor taken individually.

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

- (a) the Subsidiary is not listed on a stock exchange and there are no public *broker consensus* estimates available;
- (b) the Subsidiary is active in both the life and non-life insurance sectors, either directly or through its subsidiaries. In particular:
  - Arca Vita is active in the life insurance sector;

- Arca Assicurazioni is active in the non-life insurance sector;
  - Arca Vita International is active in the life insurance sector with a focus on unit-linked products;
- and such different sectors involve different valuation methodologies.
- (c) a number of forecasts, actuarial analysis, financial projections and other information used for the purposes of the valuation analyses have been prepared by or at the direction of the management of the Subsidiary or the Company;
- (d) the financial projections used for the purpose of the analyses and valuations carried out inherently present aspects of high risk and uncertainty as to the expected future operational and financial performance of the companies considered and may be subject to significant variance due to changes in the macroeconomic environment, financial markets conditions, regulatory framework or company-specific events; and
- (e) the relevance of the companies considered for the purposes of the Transaction Multiples analysis is impacted by the fact that each company is characterised by a different distribution agreement (for instance in terms of length of the agreement and commission structure) and that such companies present different business size, business model, growth and risk profile.

Standalone valuation methodologies and analyses

In arriving at our opinion, taking into account the specific characteristics of the Subsidiary, we selected a variety of valuation methodologies and criteria (analytical and empirical). Such methodologies should not be considered individually, but only as an integral part of a combined valuation process.

**A. Fundamental Valuation**

The Fundamental Valuation is based on an analytical sum-of-the-parts approach and includes different valuation methodologies for the life and non-life insurance businesses of the Subsidiary. In particular, Arca Vita and Arca Vita International have been valued according to the “**Appraisal Method**” (as further described below) and Arca Assicurazioni has been valued according to a Dividend Discount Model (as defined below).

**a) Appraisal Method**

The Appraisal Method estimates the equity value of the relevant company considered as the sum of the values attributable to (i) ANAV; (ii) VIF; and (iii) Goodwill.

## ANAV

The ANAV is calculated by adjusting, on a post-tax basis, the shareholders' equity of a company to align it to its market value at the relevant valuation date, mainly for unrealised capital gains / losses on financial investments and real estate portfolio. Moreover, in light of the aforementioned sum-of-the-parts approach, the shareholders' equity of Arca Vita has also been adjusted to exclude:

- the carrying value of the equity stakes in Arca Assicurazioni and Arca Vita International, which have been separately valued; and
- approximately €45.5 million of dividends to be distributed by Arca Vita to its shareholders before completion of the Transaction.

The definition, the inputs and the calculation of the ANAV for Arca Vita and Arca Vita International are set out in the Report.

## VIF

The VIF is the present value of the expected future shareholders' profits, on an estimated post-tax basis, which are expected to be generated by the life policies portfolio in-force at the valuation date, taking into account the residual duration of the portfolio and the cost of holding the capital required to support such in-force business (i.e. solvency level). In performing our valuation, we have used the VIF as defined and calculated and set out in the Report.

## Goodwill

The Goodwill represents the present value of the estimate of future profits generated by the business that has not been underwritten as at the reference date used for the ANAV and VIF. The value of the Goodwill has been estimated on the basis of new business volumes for the 2018-2022 period and NBM by product, which represents the amount of dividends that can be distributed for each unit of new business underwritten. Such future streams of dividends have been discounted using a cost of equity, calculated on the basis of a Capital Asset Pricing Model formula, which is included in a 8.3-10.3% range. In performing our assessment of the Goodwill, we used the new business volumes and NBM as calculated and set out in the Report and we applied the cost of equity calculated by J.P. Morgan to compute the present value of the Goodwill.

### b) **Dividend Discount Model or DDM valuation**

The Dividend Discount Model estimates the equity value of a company considered as the sum of the net present value of the future cash flows generated in a chosen period and theoretically distributable to shareholders taking into account (i) an appropriate level of solvency (i.e. regulatory capital required) and (ii) the *so-called* terminal value, estimated on the basis of a cash flow distributable in the long-term, while maintaining the company at an appropriate level of solvency. Given the specific business model of Arca Assicurazioni and

the expiry of the existing bancassurance distribution agreements with its main banking partners on December 31<sup>st</sup>, 2022, we have assumed the terminal value to be equal to the potential capital release at the end of 2022. A 125-175% range of solvency capital has been assumed. Such future streams of dividends have been discounted using a cost of equity, calculated on the basis of a Capital Asset Pricing Model formula, which is included in a 6.8-8.8% range.

## **B. Transaction Multiples**

The Transaction Multiples valuation derives an estimate of the implied value of the Subsidiary considered through the analysis of the publicly available financial terms of certain selected transactions involving companies operating in the same industries as the Subsidiary and the consideration paid for such companies. The relevance of the companies considered for the purposes of the Transaction Multiples analysis is impacted by the fact that each company is characterized by a different distribution agreement whose specific features are normally not publicly disclosed and that may have a substantial impact on valuation. As a result, Transaction Multiples are solely used as a reference methodology.

### Summary results

Without prejudice to the factors, hypotheses and limitations described in the preceding paragraphs, the table below summarises the results obtained by applying the Fundamental Valuation and Transaction Multiples methodologies to determine the ranges of the equity value of the Seller's 63.39% shareholding in Arca Vita.

#### **Ranges of the equity value of the Seller's 63.39% shareholding in Arca Vita**

(€ million)

<b>Fundamental Valuation</b>	452 – 522
<b>Transaction Multiples (for reference only)</b>	455 – 493

\* \* \* \* \*

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

Our opinion is limited to the fairness, from a financial point of view, of the consideration to be paid by the Company for the Arca Vita Shares in the proposed Transaction and we

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

In addition, we were not requested to and did not provide advice concerning the structure, the specific amount of the Consideration, or any other aspects of the Transaction, or to provide services other than the delivery of this opinion. We also note that we did not participate in negotiations with respect to the terms of the Transaction and related transactions. Consequently, we have assumed that such terms are the most beneficial terms from the Company's perspective that could under the circumstances be negotiated among the parties to such transactions.

We will receive a fee from the Company for the delivery of this opinion. In addition, the Company has agreed to indemnify us for certain liabilities arising out of our engagement. Please be advised that in the ordinary course of our businesses we and our affiliates within the JPMorgan Chase & Co. group have had, and continue to have, on-going investment banking and other commercial relationships with the Company Group, the Seller and their respective affiliates, for which we and our affiliates have received, and continue to receive, customary compensation, including acting as financial adviser to the Company in connection with its acquisition of Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. and UniSalute S.p.A. from the Seller in June 2017. In addition, J.P. Morgan and its affiliates hold, on a proprietary basis, less than 1% of the outstanding common stock of the Seller. In the ordinary course of J.P. Morgan's businesses, J.P. Morgan and its affiliates may actively trade the debt and equity securities of the Company or the Seller for their own account or for the accounts of customers and, accordingly, may at any time hold long or short positions in such securities.

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

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

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

Very truly yours,

J.P. MORGAN SECURITIES PLC

*J.P. Morgan Securities plc*

Allegato C – Parere rilasciato al Consiglio di Amministrazione di UnipolSai e al Comitato OPC dallo Studio Laghi in merito alla congruità dei principi, dei metodi di stima e all'adeguatezza dei criteri applicativi adottati da Deloitte e JP Morgan

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

Alla c.a. del Direttore Generale

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

**Indice:**

1. PREMESSA .....	2
2. I PRESUPPOSTI E I LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO .....	6
3. I PRINCIPI, I METODI DI STIMA E I CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI.....	8
3.1. Il metodo dell' <i>Appraisal Value</i> .....	8
3.2. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. <i>excess capital</i> .....	10
3.3. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili .....	11
4. OSSERVAZIONI IN MERITO AI PRINCIPI, AI METODI E AI CRITERI APPLICATIVI ADOTTATI DAGLI ADVISOR FINANZIARI .....	14
4.1. Il metodo della Somma delle Parti.....	14
4.2. Il metodo dell' <i>Appraisal Value</i> .....	14
4.3. Il Dividend Discount Model nella versione c.d. <i>excess capital</i> .....	15
4.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili .....	17
5. CONCLUSIONI.....	20

## 1. PREMESSA

---

In data 29 giugno 2017 i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo S.p.A. ("Unipol") e della controllata UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("UnipolSai" o la "Società") hanno approvato un progetto che mira alla definitiva razionalizzazione del comparto assicurativo del Gruppo Unipol (il "Progetto"), mediante la cessione a UnipolSai delle partecipazioni detenute da Unipol in:

- Unisalute S.p.A. ("Unisalute"), pari al 98,53% del capitale sociale;
- Linear Assicurazioni S.p.A. ("Linear"), pari al 100% del capitale sociale.

Nell'ambito del Progetto è stato previsto anche che, qualora ne ricorrano le condizioni e i presupposti, la partecipazione di controllo detenuta da Unipol in Arca Vita S.p.A. ("Arca Vita" o "AV") e pari al 63,39% del capitale sociale di quest'ultima (la "Partecipazione Arca"), possa essere trasferita a UnipolSai.

La prima fase del Progetto si è conclusa nel mese di novembre 2017, quando Unipol ha provveduto alla cessione ad UnipolSai delle partecipazioni detenute in Unisalute e Linear (la "Fase 1").

La seconda fase del Progetto, che prevedeva tra l'altro come condizione necessaria l'avvenuta rinegoziazione degli accordi di *bancassurance* in essere con BPER Banca S.p.A. e con Banca Popolare di Sondrio S.p.A., consiste nella cessione da parte di Unipol in favore di UnipolSai della Partecipazione Arca (la "Fase 2" o l'"Operazione").

Con riguardo alla Fase 2, la Società ha informato lo Studio Laghi (lo "Studio") che:

- il Consiglio di Amministrazione della Società, ai fini delle deliberazioni di propria competenza, intende avvalersi dei seguenti esperti indipendenti:
  - i) un *advisor* finanziario, con il compito di: (a) supportare l'organo amministrativo nella individuazione di un prezzo per la compravendita delle Partecipazione Arca ritenuto congruo, da determinarsi sulla base di *range* di valori calcolati applicando le metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana e internazionale; e (b) rilasciare apposite *fairness opinion* sul prezzo finale individuato, ove quest'ultimo ricada all'interno dei *range* individuati ai sensi del precedente punto (a). Tale *advisor* è stato individuato in JP Morgan Limited ("JP Morgan" o "JPM");
  - ii) un ulteriore *advisor*, con il compito di verificare e confermare la congruità dei metodi di stima e delle metodologie valutative utilizzate nell'ambito dell'Operazione e, più in generale, dell'intero processo valutativo svolto, validando la correttezza metodologica dell'intero processo, anche in concreto alla luce dei risultati raggiunti; in particolare, a tale *advisor* viene richiesto di esprimersi sulla congruità dei principi e dei metodi di stima e sull'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli *advisor* finanziari nominati;

- in considerazione del rapporto di controllo in essere tra Unipol e UnipolSai, l'Operazione costituisce per UnipolSai un'operazione con parte correlata, ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010 (il "Regolamento OPC Consob") e della procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate adottata dalla Società (la "Procedura OPC"). Trattandosi di operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, la stessa dovrà essere deliberata dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai, previo parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate di UnipolSai (il "Comitato OPC").

Al fine di rendere il proprio parere, il Comitato OPC ha nominato quale esperto indipendente di propria scelta Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte", insieme a JP Morgan gli "Advisor Finanziari"), dando incarico al medesimo di: (i) individuare un intervallo di valori all'interno del quale appare ragionevole collocare il prezzo di compravendita della Partecipazione Arca, 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 dell'intervallo individuato ai sensi del precedente punto (i).

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

Ciò premesso, la Società ha inteso affidare allo Studio Laghi l'incarico di assistere il Consiglio di Amministrazione e il Comitato OPC nell'ambito dell'Operazione al fine di fornire un parere professionale (il "Parere") su:

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

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

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

Lo scrivente precisa: (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo

all'Operazione; (ii) di essere stato incaricato dal Consiglio di Amministrazione e dal Comitato OPC di rendere un parere circa l'Operazione; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali di Unipol né di UnipolSai o di soggetti che le controllano, né in alcuna delle società controllate o soggette a comune controllo con Unipol o UnipolSai; (iv) di non essere legato a Unipol, né ad UnipolSai, né ai soggetti che le controllano, né a coloro che hanno interesse all'Operazione da rapporti di natura personale o professionale tali da compromettere l'indipendenza del giudizio.

Ai fini della redazione del Parere sono stati oggetto di esame principalmente i seguenti documenti e informazioni:

- la relazione denominata "Project Lego II" redatta da JP Morgan in data 16 marzo 2018 (la "Relazione JPM");
- la relazione denominata "Progetto Lego 2" redatta da Deloitte in data 16 marzo 2018 (la "Relazione Deloitte" e, unitamente alla Relazione JPM, le "Relazioni");
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014 di, Arca Vita, Arca Vita International S.p.A. ("Arca Vita International" o "AVI") e Arca Assicurazioni S.p.A. ("Arca Assicurazione" o "AA");
- moduli di vigilanza al 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015 di Arca Vita e Arca Assicurazioni;
- schemi di bilancio al 31 dicembre 2017 civilistici e IAS di AV, AVI e AA;
- progetto di bilancio al 31 dicembre 2017 di AV e AA;
- accordi di distribuzione tra AV, AA, AVI e Banca Popolare Emilia Romagna S.p.A. e Banca Popolare di Sondrio S.p.A.;
- informazioni relative allo stato patrimoniale *market-consistent* Solvency II e al *Risk Margin* al 31 dicembre 2017 di AV e AVI;
- relazione ORSA sui dati dell'esercizio 2016 redatta da Unipol - estratto relativo il Gruppo Arca -;
- schemi relativi agli *Own Funds* e *Solvency Capital Requirement* ("SCR") al 31 dicembre 2017 di AV, AVI e AA;
- proiezioni 2018-2022 degli SCR di Arca Assicurazioni;
- relazione della funzione attuariale al 31 dicembre 2016, relazione della funzione attuariale sulle riserve tecniche al 31 dicembre 2017 e 31 dicembre 2016 e relazione dell'attuario incaricato revisore al 31 dicembre 2016 di Arca Vita;
- il "Business Plan 2018-2022" di AV approvato dal Consiglio di Amministrazione di Arca Vita in data 7 febbraio 2018 (il "Piano AV");
- il "Business Plan 2018-2022" di AVI approvato dal Consiglio di Amministrazione di Arca Vita International in data 7 febbraio 2018 (il "Piano AVI");

- il "Business Plan 2018-2022" di AA approvato dal Consiglio di Amministrazione di Arca Assicurazioni in data 7 febbraio 2018 (il "Piano AA" e, unitamente al Piano AV e al Piano AVI, i "Piani");
- *sensitivity* elaborate da Arca Assicurazioni sulla variazione dei volumi di premi previsti nel Piano AA nel periodo 2019-2022;
- dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario Bloomberg;
- altre informazioni ed elementi utili ai fini della redazione del Parere.

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

Nel seguito, dopo avere specificato i presupposti e i limiti di svolgimento dell'incarico (cap. 2), vengono descritti brevemente i principi, i metodi di stima e i criteri applicativi presi a riferimento dagli Advisor Finanziari ai fini della stima della Partecipazione Arca (cap. 3); successivamente, si riportano le risultanze delle analisi condotte al fine di verificare la congruità dei principi e dei metodi di stima e l'adeguatezza dei criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari (cap. 4); infine, nel cap. 5 sono illustrate le conclusioni raggiunte all'esito delle analisi effettuate.

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

Come precisato nelle rispettive Relazioni (la Relazione JPM e la Relazione Deloitte), entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno fare riferimento alle seguenti metodologie e analisi valutative:

- i) relativamente alla metodologia principale, la valutazione della Partecipazione Arca è stata effettuata mediante il ricorso al metodo della somma delle parti (*Sum of Parts*, o "SoP"), mediante la valutazione distinta di:
  - a) Arca Vita, per una quota pari al 63,39% del capitale sociale di quest'ultima. La stima di AV è stata effettuata mediante l'applicazione del metodo dell'*Appraisal Value*;
  - b) Arca Vita International, per una quota pari al 100% del capitale sociale di quest'ultima, corrispondente alla quota di partecipazione di Arca Vita in AVI. Arca Vita International è stata stimata mediante l'applicazione del metodo dell'*Appraisal Value*;
  - c) Arca Assicurazioni, per una quota pari al 98,12% del capitale sociale di quest'ultima, corrispondente alla quota di partecipazione di Arca Vita in AA. Arca Assicurazioni è stata stimata mediante l'applicazione del metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) nella versione c.d. "*excess capital*" (il "DDM").
- ii) relativamente alle metodologie di controllo, entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno verificare la ragionevolezza delle stime ottenute mediante il metodo principale applicando una metodologia di mercato basata sui multipli relativi a panieri di transazioni comparabili all'Operazione.

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

#### 3.1. Il metodo dell'*Appraisal Value*

Con riferimento al metodo dell'*Appraisal Value* - di cui ai punti *sub i.a)* e *i.b)* del precedente elenco -, si osserva che entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno applicare tale modello quale metodologia di stima principale di Arca Vita e di Arca Vita International sulla base dei valori economici, finanziari e patrimoniali attesi delle società riportati nei rispettivi *business plan* 2018-2022 (il Piano AV e il Piano AVI) e delle rispettive situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2017.

L'*Appraisal Value* è una metodologia di stima del capitale economico che rientra nell'ambito dei metodi di valutazione di tipo misto patrimoniale-reddituale, che

costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi fondati su grandezze flusso (segnatamente i metodi reddituali). La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore di un'attività economica ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

In particolare, il metodo dell'*Appraisal Value* eguaglia il valore economico di un complesso aziendale alla somma dei seguenti elementi:

- *Embedded Value*, calcolato quale somma:
  - del patrimonio netto rettificato, ovvero del patrimonio netto dell'impresa riespresso a valori correnti (ovvero pari alla somma del capitale netto e delle rettifiche positive e negative apportate ai singoli cespiti facenti parte del complesso aziendale);
  - della stima del valore intrinseco del portafoglio assicurativo già acquisito, denominato *Value of In-Force business* (VIF), determinato in misura pari al valore corrente degli utili futuri distribuibili che si prevede che verranno generati dal portafoglio assicurativo in essere. L'attualizzazione di tali flussi attesi è da effettuarsi sulla base di tassi di attualizzazione calcolati avendo riferimento ad una curva di sconto tale da riflettere le caratteristiche del portafoglio di attività finanziarie poste a copertura delle riserve tecniche;
- avviamento commerciale della compagnia, di valore positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*), posto pari al valore corrente degli utili futuri distribuibili che si prevede che l'impresa potrà conseguire in futuro mediante la generazione di un nuovo portafoglio di attività. Tale stima si sostanzia nella determinazione del *New Business Value* (NBV) della società sulla base dei dati economico-finanziari prospettici previsti nel relativo *business plan*.

In termini di formule, l'*Appraisal Value* è da determinarsi nel modo di seguito illustrato:

$$\begin{aligned} AV &= EV + G = \\ &= PNR + VIF + G \end{aligned}$$

dove:

- AV* è la stima dell'*Appraisal Value* della società;
- EV* è il valore stimato dell'*Embedded Value* della società, determinato quale somma del patrimonio netto rettificato (PNR) e del *Value In-Force business* (VIF) della compagnia;
- PNR* è il patrimonio netto rettificato della società;
- G* è l'avviamento commerciale (*goodwill/badwill*) della società.

Nel caso di specie il valore dell'EV è stato stimato dagli Advisor Finanziari sulla base del valore del Patrimonio Netto Contabile (*local gaap*) delle compagnie al 31 dicembre 2017, rettificato per tenere conto delle differenze fra i valori di mercato/correnti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori di bilancio e degli elementi necessari per mantenere la coerenza con le ipotesi sottostanti la metodologia alla base del calcolo del VIF.

Il valore del VIF rappresenta il valore corrente degli utili futuri distribuibili che si prevede possano essere generati dai flussi di cassa del portafoglio dalla data di riferimento fino alla data di estinzione delle polizze.

Si precisa infine che il patrimonio netto rettificato di Arca Vita è stato determinato dagli Advisor Finanziari al netto del valore di carico delle partecipazioni detenute da AV in Arca Vita International e in Arca Assicurazioni, che sono state stimate separatamente mediante le metodologie illustrate nel prosieguo del Parere.

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

Con riferimento al *Dividend Discount Model* nella versione c.d. *excess capital* – di cui al punto *sub i.c*) del precedente elenco –, si osserva che entrambi gli Advisor Finanziari hanno ritenuto opportuno applicare tale modello quale metodologia di stima principale di Arca Assicurazioni sulla base dei valori economici, finanziari e patrimoniali attesi della società riportati nel relativo *business plan* 2018-2022 (il Piano AA) e situazione patrimoniale al 31 dicembre 2017.

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

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

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

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

dove:

$W$  è il valore della società;

$\sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t}$  è la somma del valore attuale dei flussi di Dividendo Attesi ( $DIV_t$ ) per il periodo di previsione esplicita comprensivi dei flussi di *excess capital*

disponibili per ogni singolo esercizio che consentono alla società di rispettare valori *target* dei parametri relativi ai requisiti patrimoniali specifici del settore assicurativo, tenendo altresì conto dell'ipotizzato *run off* del portafoglio alla scadenza del periodo di previsione esplicita. Nell'ambito del comparto assicurativo, tali requisiti patrimoniali sono generalmente definiti in termini di requisiti previsti dalla disciplina specifica di Solvency II;

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

*i* è il costo del capitale proprio.

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

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

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

*i* è il costo del capitale proprio;

*i*<sub>1</sub> è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio;

*i*<sub>2</sub> è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (Capital Asset Pricing Model). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il coefficiente *beta* (che rappresenta una misura relativa del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale in oggetto rispetto alla media del proprio settore di riferimento) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - *R<sub>m</sub>* - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - *i*<sub>1</sub>). In formula:

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

### 3.3. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili

Con riferimento al metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili - di cui al punto *sub ii)* del precedente elenco -, entrambi gli Advisor Finanziari hanno optato per un approccio di tipo *equity*. In particolare, i moltiplicatori considerati ai fini della stima di ciascuna compagnia assicurativa in esame (Arca Vita, Arca Vita International e Arca Assicurazioni) sono il *Price/Book Value* (P/BV) e il *Price/Earnings* (P/E).

I metodi di mercato stimano il capitale economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione. Le metodologie in esame si distinguono in metodi fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la

formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

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

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

dove:

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

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

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

$VBA$  è il valore dei beni accessori<sup>(1)</sup>.

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

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

Nel caso di specie i valori dei multipli considerati dagli Advisor Finanziari ai fini delle analisi valutative sono stati determinati avendo riferimento a misure di tendenza centrale della distribuzione campionaria di due insiemi di transazioni comparabili all'Operazione

---

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

riferiti rispettivamente al segmento di *business* del ramo vita, per quanto concerne Arca Vita e Arca Vita International, e a quello del ramo non vita, per quanto concerne Arca Assicurazioni.



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

---

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

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

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

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

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

##### 4.1. Il metodo della Somma delle Parti

Con riferimento alla metodologia valutazione principale adottata dagli Advisor Finanziari, si osserva che la scelta di valutare la Partecipazione Arca Vita con il metodo della Somma delle Parti, tenuto conto della diversità delle attività svolte dalle società che compongono il Gruppo Arca, risulta coerente con la prassi professionale.

Rileva infatti osservare come il metodo SoP sia finalizzato alla determinazione del valore di una società mediante l'applicazione di differenti metodi valutativi, selezionati in funzione dell'attività svolta da ciascuna area di *business* o partecipazione societaria dell'impresa oggetto di valutazione.

##### 4.2. Il metodo dell'*Appraisal Value*

Con riferimento al metodo dell'*Appraisal Value*, rileva osservare che la scelta di adottare tale metodologia valutativa con riferimento ad Arca Vita e ad Arca Vita International appare coerente con la prassi professionale in materia di valutazione di

azienda, tenuto conto anche del settore merceologico nel quale operano tali società (*bancassurance* con *focus* sul comparto assicurativo vita).

°\_°\_°

Con riferimento ai profili applicativi, appare condivisibile la scelta degli Advisor Finanziari di effettuare, tramite *team* interni specializzati in tematiche attuariali, analisi volte alla determinazione, tra l'altro, delle grandezze relative al *Value In-Force business* e al *New Business Value*, le quali, unitamente al patrimonio netto rettificato, costituiscono le principali componenti del valore economico di Arca Vita e Arca Vita International stimato mediante la metodologia in esame.

Relativamente al tasso di attualizzazione considerato ai fini della stima del NBV, si osserva che, sebbene si riscontrino differenze dovute, in parte, ad inevitabili elementi di soggettività a livello di scelte tecnico-applicative operate rispettivamente da JP Morgan e da Deloitte, gli Advisor Finanziari sono giunti alla determinazione di valori del costo del capitale proprio di AV e di AVI sostanzialmente allineati tra loro e coerenti con le attuali evidenze di mercato e le caratteristiche di ciascuna società. Tali stime risultano condivisibili anche a livello metodologico, atteso che sono state determinate sulla base di metodi consolidati in dottrina e ampiamente utilizzati nella prassi professionale.

Si ritiene inoltre ragionevole la scelta di limitare la previsione di ripetibilità del *New Business Value* a cinque anni, tenuto conto delle scadenze degli accordi di *bancassurance* sottoscritti dalle compagnie in esame.

Rileva infine osservare che le stime intervallari del metodo dell'Appraisal Value sono state determinate dagli Advisor Finanziari mediante lo svolgimento di analisi di sensitività sui valori della curva EIOPA, del costo del capitale proprio, del *New Business Margin*, dei volumi di premi previsti nei rispettivi Piani (AV e AVI), sulle ipotesi di riscatto e sulle ipotesi di mortalità considerati ai fini delle stime. Tale *iter* appare condivisibile sia da un punto di vista metodologico, in quanto basato su scenari di valore relativi ai principali parametri del metodo in oggetto, sia da un punto di vista applicativo, atteso che risulta congrua l'entità delle oscillazioni ipotizzate per ciascun parametro.

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

Con riferimento al Dividend Discount Model nella versione c.d. *excess capital*, si osserva che entrambi gli Advisor Finanziari hanno individuato il valore di Arca Assicurazioni - che opera nel ramo danni - avendo riferimento a una configurazione di valore che tende a replicarne il valore fondamentale di lungo termine nella prospettiva di realizzo del relativo Piano AA, tenendo peraltro conto anche della necessità di adeguata patrimonializzazione di tale società oltre ai livelli minimi regolamentari, nonché, almeno in parte, delle dinamiche di mercato del settore assicurativo.

L'adozione di una metodologia fondamentale - quale il DDM - risulta condivisibile alla luce della circostanza che tali metodiche valutative costituiscono le metodologie

maggiormente utilizzate nella prassi professionale per la stima di valori di compagnie assicurative operanti nel ramo danni – oltre che di banche e intermediari finanziari – in operazioni straordinarie sul capitale delle società. Ciò in quanto tali metodologie valutative consentono di esprimere il valore di una impresa assicurativa operante nel ramo danni in funzione della sua capacità di generare flussi di cassa prospettici attesi dall'implementazione dei piani e programmi definiti dal *management*. Si tratta pertanto di metodologie di stima razionali, di generale applicazione e affidabili nella misura in cui il piano aziendale rifletta assunzioni realistiche sulle prospettive di *business* dell'attività assicurativa.

Inoltre, stante la disponibilità delle informazioni e dei dati previsionali necessari per l'applicazione di un metodo valutativo di tipo fondamentale (quale il DDM) per Arca Assicurazioni, risulta condivisibile, oltre che coerente, la scelta degli Advisor Finanziari di applicare il DDM sulla base delle previsioni contenute, tra l'altro, nel Piano AA, nonché di limitare l'orizzonte temporale a cinque anni o fino al 2022, in considerazione della scadenza degli accordi di *banassurance* della compagnia in esame, prevedendo il *run off* del portafoglio a partire da tale scadenza.

°\_°\_°

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

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

Relativamente al tasso di attualizzazione considerato ai fini dell'applicazione del DDM – in linea con quanto osservato in precedenza con riferimento alla stima del costo del capitale proprio di AV e di AVI –, si osserva che, sebbene si riscontrino differenze dovute, in parte, ad inevitabili elementi di soggettività a livello di scelte tecnico-applicative operate rispettivamente da JP Morgan e da Deloitte, gli Advisor Finanziari sono giunti alla determinazione di valori del costo del capitale proprio di AA sostanzialmente allineati tra loro e coerenti con le attuali evidenze di mercato e le caratteristiche di tale compagnia. Tali stime risultano condivisibili anche a livello metodologico, atteso che sono state determinate sulla base di metodi consolidati in dottrina e ampiamente utilizzati nella prassi professionale.

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

“Coefficiente SCR”) superiore all’unità e coerente con le valutazioni manageriali di *risk appetite framework*.

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

Rileva infine osservare che le stime intervallari del metodo DDM sono state determinate dagli Advisor Finanziari mediante lo svolgimento di analisi di sensitività sui valori del costo del capitale proprio, del *Combined Ratio*, dei volumi di premi e degli utili nell’orizzonte nel Piano AA e/o del Coefficiente SCR. Tale *iter* appare condivisibile sia da un punto di vista metodologico, in quanto basato su scenari di valore relativi ai principali parametri del metodo in oggetto, sia da un punto di vista applicativo, atteso che risulta congrua l’entità delle oscillazioni ipotizzate per ciascun parametro.

#### 4.4. Il metodo diretto basato sui multipli di transazioni comparabili

Il Progetto e, in particolare, la Fase 2, presenta caratteristiche peculiari in termini, tra l’altro, di settore merceologico delle compagnie assicurative coinvolte tali per cui non appare agevole identificare un campione di transazioni altamente comparabili all’Operazione che siano state realizzate nel periodo recente e nel contesto socio-economico di riferimento delle società in esame.

Gli Advisor Finanziari hanno applicato la metodologia in oggetto a titolo di controllo del metodo fondamentale, riscontrando valori sostanzialmente in linea rispetto a quelli risultanti dall’applicazione rispettivamente del metodo dell’*Appraisal Value* e del DDM.

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

In primo luogo, da un punto di vista economico-valutativo è condivisibile la scelta di non escludere la metodologia in oggetto, sebbene le relative risultanze siano da valutarsi in considerazione, tra l’altro, del livello di comparabilità delle transazioni identificate a tale fine. Ciò in quanto, essendo una metodologia di controllo – e non la metodologia principale –, è ragionevole ritenere che le risultanze derivanti dalla sua applicazione, sebbene siano da valutarsi alla luce delle limitazioni dianzi esposte, possano costituire un elemento informativo utile ai fini di una valutazione d’insieme dei termini economici dell’Operazione.

In secondo luogo, con riferimento al tema della *compliance* alle disposizioni delle Autorità competenti, tale scelta appare in linea con le previsioni di Consob di cui alla Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e ss.mm.ii. (il “Regolamento Operazioni con Parti Correlate”) secondo cui “[n]ei casi in cui le società con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (...) pongano in essere

operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, il documento informativo previsto dall'articolo 5 deve riportare", tra l'altro, informazioni in merito alle "[m]odalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari" (cfr. Regolamento Operazioni con Parti Correlate, allegato 4, p. 1).

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

Relativamente ai metodi diretti di mercato rileva notare che la scelta degli Advisor Finanziari di fare riferimento unicamente a campioni di transazioni comparabili all'Operazione e non anche ai multipli di borsa appare condivisibile alla luce della circostanza che, tenuto conto dello specifico segmento di *business* nel quale operano le compagnie in esame (ovvero il segmento *bancassurance*), non risulta possibile individuare gruppi di imprese operanti in tale settore quotate su mercati azionari regolamentati che possano essere ritenuti idonei ai fini dell'applicazione di tale metodologia valutativa.

Va inoltre precisato che il mancato riferimento ai dati di quotazione delle compagnie assicurative in questione risulta motivato dalla circostanza che tali società non presentano propri titoli azionari quotati su mercato regolamentati ufficiali.

°\_°\_°

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

Nell'ambito dei metodi basati sui multipli di mercato appare condivisibile la scelta di entrambi gli Advisor Finanziari di adottare un approccio di tipo *equity* utilizzando i multipli *Price/Book Value* (P/BV) e *Price/Earnings* (P/E).

Ciò in quanto, oltre ad un ampio consenso a livello dottrinale, in ambito professionale si riscontra un utilizzo frequente di tali moltiplicatori per effettuare valutazioni di entità analoghe a quelle in oggetto.

In particolare, la scelta di utilizzare il multiplo P/BV appare in linea con la dottrina e con le prassi professionali che attengono all'applicazione dei metodi diretti di mercato per la valutazione di imprese che operano nel settore finanziario o assicurativo.

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

Infine, appare condivisibile la scelta degli Advisor Finanziari di selezionare due insiemi distinti di transazioni comparabili all'Operazione riferiti rispettivamente al segmento di *business* del ramo vita, per quanto concerne Arca Vita e Arca Vita International, e a quello del ramo non vita, per quanto concerne Arca Assicurazioni. I due campioni così individuati risultano inoltre coerenti con le caratteristiche di tali compagnie assicurative in termini, tra l'altro, di area geografica di riferimento e settore merceologico dei soggetti coinvolti nelle transazioni individuate.

## 5. CONCLUSIONI

---

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

◦\_◦\_◦

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

Roma, 21 marzo 2018

Studio Laghi S.r.l.  


[PAGINA IN BIANCO]

**UnipolSai Assicurazioni S.p.A.**

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

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

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

**unipolsai.com**  
**unipolsai.it**



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

[unipolsai.com](http://unipolsai.com)  
[unipolsai.it](http://unipolsai.it)