

# INFORMATION DOCUMENT CONCERNING RELATED-PARTY TRANSACTIONS OF GREATER RELEVANCE

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

## **ACQUISITION**

by **UnipolSai Assicurazioni S.p.A**  
of the stakes held by **Unipol Gruppo S.p.A.**  
in **Arca Vita S.p.A.**

29 March 2018

**INFORMATION DOCUMENT**  
**ON MATERIAL TRANSACTIONS**  
**WITH RELATED PARTIES**

prepared pursuant to Article 5 of CONSOB Regulation adopted with Resolution  
No. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended

**PURCHASE BY UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. OF THE SHARES**  
**HELD BY UNIPOL GRUPPO S.P.A.**  
**IN ARCA VITA S.P.A.**

This information document has been made available to the public at the headquarters of UnipolSai Assicurazioni S.p.A., on the authorized storage mechanism eMarket Storage ([www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com)), and on the website of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ([www.unipolsai.com](http://www.unipolsai.com)) under the section *Governance/Related Parties Operations*

### ***Disclaimer to the English Translation***

*This Information Document contains an unofficial and courtesy English language translation (the "Translation") of substantially all of the official Information Document concerning related-party transactions of greater relevance prepared in the Italian language for the purposes of the acquisition by Unipolsai Assicurazioni S.p.A. of the stakes held by Unipol Gruppo S.p.A. in Arca Vita S.p.A., which was published on respective website of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ([www.unipolsai.com](http://www.unipolsai.com)) under the Governance/Related-Party Transaction section on March 29, 2018. This document does not include the translation of the documents listed in the Annexes - except from the Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai Assicurazioni S.p.A. by the financial advisor JP Morgan regarding the financial fairness of Arca Vita S.p.A. price, being the original text of the same in the English language - which are included in the original Italian version of the Information Document.*

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

# CONTENTS

<b>DEFINITIONS</b>	<b>Page 5</b>
<b>INTRODUCTION</b>	<b>Page 16</b>
<b>1. WARNINGS</b>	<b>Page 17</b>
1.1. Risks related to potential conflicts of interest arising from the Transaction	Page 17
<b>2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION</b>	<b>Page 19</b>
2.1. Characteristics, procedures, terms and conditions of the Transaction	Page 19
2.2. Related parties involved in the Transaction, nature of the correlation, nature and extent of the interests of the related parties in the Transaction	Page 22
2.3. Economic reasons and convenience of the Transaction for the Company	Page 24
2.4. Method for determining the Arca Vita Price and evaluation of fairness in relation to the market values of similar transactions	Page 25
2.5. Illustration of the economic and financial effects of the Transaction	Page 29
2.6. Impact of the Transaction on the remuneration of the Board of Directors of the Company and/or its subsidiaries	Page 32
2.7. Members of the administrative and control bodies, general managers and executives of the Company involved in the Transaction	Page 32
2.8. Procedure for the approval of the Transaction	Page 32
<b>3. STATEMENT OF THE MANAGER IN CHARGE OF FINANCIAL REPORTING</b>	<b>Page 35</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>Page 35</b>

## DEFINITIONS

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

**Framework Agreement**      The framework agreement signed on 30 June 2017 between Unipol and UnipolSai, aimed at governing the main terms and conditions for the implementation of the Project.

**Arca Assicurazioni**      Arca Assicurazioni S.p.A., joint venture operating in the non-life bancassurance segment, with headquarters in Verona, Via Del Fante 21, enrolled in the Business Register of Verona, registration number, tax identification number and VAT number 02655770234, enrolled in the Register of Insurance and Reinsurance Companies Sec. I under number 1.00123, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.

**Arca Direct**      Arca Direct Assicurazioni S.r.l., with headquarters in Verona, Via Del Fante 21, enrolled in the Business Register of Verona, registration number, tax identification number and VAT number 02306790235, belonging to the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol, mainly carries out direct remote sales of MV TPL policies to non-banking customers.

**Arca Inlinea**      Arca Inlinea Soc. Cons. a r.l., with headquarters in Verona, Via Del Fante 21, enrolled in the Business Register of Verona, registration number, tax identification number and VAT number 03867620233, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol, offers customers telephone assistance for policies issued by Arca Vita and Arca Assicurazioni.

**Arca Sistemi**      Arca Sistemi Soc. Cons. a r.l., with headquarters in Verona, Via Del Fante 21, enrolled in the Business

Register of Verona, registration number, tax identification number and VAT number 03867620233, belonging to the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol, provides its members IT services and services relating to telecommunications and telephony systems.

**Arca Vita**

Arca Vita S.p.A., joint venture operating in the life bancassurance segment and, through Arca Assicurazioni, in the non-life bancassurance segment, with the distributor banks of the group headed by BPER and with BPS, with headquarters in Verona, Via Del Fante 21, enrolled in the Business Register of Verona, registration number, tax identification number and VAT number 01947090237, enrolled in the Register of Insurance and Reinsurance Companies Sec. I under number 1.00082, belonging to the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.

**Outsourced Activities**

The essential or important functions and activities carried out by UnipolSai on behalf of Arca Vita and the Subsidiaries in execution of specific service contracts signed by the latter with UnipolSai relating to the following business areas of Arca Vita and its Subsidiaries: Financial Resource Management, Staff Administration, Anti-Money Laundering Anti-Terrorism Financing, Governance (Audit - Risk Management - Compliance) and the Actuarial Function.

**AVI**

Arca Vita International DAC, Irish insurance company with headquarters in Dublin (Ireland), 33 Sir John Rogerson's Quay, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol, specialised in the issue of unit-linked life policies.

**BonelliErede or Legal Advisor**

The BonelliErede law firm, appointed as independent legal advisor in order to assist the Board of Directors of the Company and the RPT Committee in the analysis of the legal aspects of the Transaction and the drafting of

the related agreements, under terms and conditions in line with the characteristics and details of the Transaction and, in particular, with the applicable IVASS and CONSOB regulations, issuing a Legal opinion.

**BPER**

BPER Banca S.p.A., with headquarters in Modena, Via San Carlo 8/20, enrolled in the Business Register of Modena, tax identification number and VAT number 01153230360, head of the BPER Banca S.p.A. Banking Group, enrolled in the Register of Banking Groups under number 5387.6.

**BPS**

Banca Popolare di Sondrio S.c.p.a., with headquarters in Sondrio, Piazza Giuseppe Garibaldi 16, enrolled in the Business Register of Sondrio, tax identification number and VAT number 00053810149, head of the “Banca Popolare di Sondrio” Banking Group enrolled in the Register of Banking Groups under number 5696.0.

**RPT Committee**

The Related-Party Transaction Committee of UnipolSai.

**Purchase Agreement**

The purchase agreement signed on 23 March 2018, between Unipol and UnipolSai, which – in implementation of the Project and the Framework Agreement – governs the terms and conditions of the purchase by UnipolSai of the Arca Vita Shares, held by Unipol.

**Pro-Forma Data**

The main consolidated economic, equity and financial *pro-forma* indicators of UnipolSai at 31 December 2017, prepared in order to simulate, according to valuation criteria consistent with the time series, the effects of the Transaction on the consolidated financial position of the Company, as if the Transaction virtually took place on 31 December 2017 and, with regard to economic performance, on 1 January 2017, as better described in paragraph 2.5 below.

**Deloitte**

Deloitte Financial Advisory S.r.l., appointed as

independent financial expert to support the RPT Committee and to issue a specific opinion on the financial fairness – also in relation to similar transactions on the insurance market – of the Arca Vita Price, prepared in accordance with the best national and international standards.

<b>Independent Experts</b>	Jointly, Deloitte, JP Morgan and Studio Laghi.
<b>Arca Group</b>	Arca Vita and its subsidiaries pursuant to Article 2359 of the Italian Civil Code.
<b>Unipol Group</b>	Unipol and its subsidiaries pursuant to Article 93 of Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 as subsequently amended and supplemented.
<b>UnipolSai Group</b>	UnipolSai and its subsidiaries pursuant to Article 93 of Legislative Decree No. 58 of 24 February 1998 as subsequently amended and supplemented.
<b>Fairness Opinions</b>	Jointly, the Deloitte Fairness Opinion, the JP Morgan Fairness Opinion and the Laghi Fairness Opinion.
<b>Deloitte Fairness Opinion</b>	The fairness opinion issued by Deloitte to support the RPT Committee, on the financial fairness – also in relation to similar transactions on the insurance market – of the Arca Vita Price, prepared in accordance with the best national and international standards.
<b>JP Morgan Fairness Opinion</b>	The fairness opinion issued by JP Morgan to support the Board of Directors of UnipolSai, on the financial fairness of the Arca Vita Price, prepared in accordance with the best national and international standards.
<b>Laghi Fairness Opinion</b>	The professional opinion issued by Studio Laghi on: (i) the fairness of the valuation principles and methods applied in the context of the Transaction by Deloitte and JP Morgan in relation to the standards used in

practice for similar transactions; and (ii) the adequacy of the basic application criteria adopted for the estimates by Deloitte and JP Morgan, in relation to standard practice.

**IVASS**

Italian Institute for the Supervision of Insurance.

**JP Morgan**

JP Morgan appointed as independent financial expert to support the Board of Directors of UnipolSai and to issue a specific opinion on the financial fairness of the Arca Vita Price.

**Legal Opinion**

The professional opinion issued by the Legal Advisor.

**Linear**

Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A., with headquarters in Bologna, Via Larga 8, enrolled in the Business Register of Bologna, registration number and tax identification number 04260280377, enrolled in the Register of Insurance and Reinsurance Companies Sec. I under number 1.00122, belonging to the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.

**New Bancassurance Agreements**

Jointly,

- (a) the agreement signed on 8 November 2017, whereby Unipol, Arca Vita and the Partner Banks confirmed the continuation of the bancassurance relationship in place since 2009 through Arca Vita and Arca Assicurazioni, and the related commitments undertaken, for a period of 5 (five) years, further renewable by prior written agreement between the parties;
- (b) the amendment of certain provisions of the purchase agreement signed between Unipol and the Partner Banks on 24 December 2009, as subsequently amended, concerning the purchase by Unipol, inter alia, of the majority of the Arca Vita share capital;

- (c) the conclusion, between Arca Vita/Arca Assicurazioni, on the one hand, and the Partner Banks, on the other, of new distribution contracts, effective as of 1 January 2018;
- (d) the signing by Unipol and the Partner Banks of a new supplementary agreement aimed at governing the concession and the conditions of mutual purchase option rights in relation to the shares held by Unipol, BPER and BPS in Arca Vita, which may be exercised upon the occurrence of certain circumstances specified therein; and
- (e) the signing of the New Shareholders' Agreement, following the mutual resolution, effective as of 1 January 2018, superseding the previous shareholders' agreement regarding Arca Vita and Arca Assicurazioni signed on 22 June 2010.

**New Shareholders' Agreement**

The shareholders' agreement signed by Unipol, BPER, BPS, effective as of 1 January 2018, concerning the corporate governance of Arca Vita and Arca Assicurazioni and the transfer of the shares held by each party in Arca Vita.

**Transaction**

The purchase by UnipolSai of the Arca Vita Shares and, indirectly, of the Arca Shares and Arca Minority Shares.

**Opinion of the RPT Committee**

The reasoned favourable opinion issued by the RPT Committee pursuant to Article 8.1.c) of the RPT Regulation and Article 9.2 of the RPT Procedure, concerning the interest of the Company in concluding the Transaction as well as the convenience and substantial correctness of the conditions.

**Forecast Opinion**

The opinion issued by Prometeia concerning the independent verification of the assumptions underlying the economic and financial forecasts for Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI for the period 2018-2022,

approved by the respective Boards of Directors in February 2018, and the reasonableness of the same.

**Arca Assicurazioni Shares**

The investment held by Arca Vita, equal to 14,478,732 (fourteen million four hundred and seventy eight thousand seven hundred and thirty two) ordinary shares with a nominal value of Euro 3.44 (three point forty four) each, representing 98.12% (ninety eight point twelve per cent) of the share capital of Arca Assicurazioni.

**Arca Direct Shares**

The investment held by Arca Vita, worth a nominal value of Euro 103,300 (one hundred and three thousand three hundred) representing the entire share capital of Arca Direct.

**Arca Inlinea Shares**

The investment held by Arca Vita, worth a nominal value of Euro 63,227 (sixty three thousand two hundred and twenty seven) representing 60.22% (sixty point twenty two per cent) of the share capital of Arca Inlinea. The remaining 39.78% (thirty nine point seventy eight per cent) of the share capital of Arca Inlinea is held by Arca Assicurazioni.

**Arca Sistemi Shares**

The investment held by Arca Vita, worth a nominal value of Euro 82,030 (eighty two thousand and thirty) representing 82.03% (eighty two point zero three per cent) of the share capital of Arca Sistemi. The remaining share capital of Arca Sistemi is held by Arca Assicurazioni for 16.97% (sixteen point ninety seven per cent) and by Arca Inlinea (as defined below) for the remaining 1% (one per cent).

**Arca Vita Shares**

The investment held by Unipol, equal to 22,005,690 (twenty two million five thousand six hundred and ninety) ordinary shares with a nominal value of Euro 6.00 (six point zero) each, representing 63.39% (sixty three point thirty nine per cent) of the share capital of Arca Vita.

<b>AVI Shares</b>	The investment held by Arca Vita, equal to 1,634,870 (one million six and hundred thirty four thousand eight hundred and seventy) ordinary shares with a nominal value of Euro 1.00 (one point zero) each, representing the entire share capital of AVI.
<b>Linear Shares</b>	The investment transferred from Unipol to UnipolSai on 16 November 2017, in implementation of the Framework Agreement and after signing the specific purchase agreement, equal to 19,300,000 ordinary shares with a nominal value of Euro 1.00 (one point zero) each, representing the entire share capital of Linear.
<b>PAS Shares</b>	The investment held by Arca Assicurazioni, worth a nominal value of Euro 516 (five hundred and sixteen) representing 0.10% (zero point ten per cent) of the share capital of PAS.
<b>UCI Shares</b>	The investment held by Arca Assicurazioni, worth a nominal value of Euro 51 (fifty one) representing 0.01% (zero point zero one per cent) of the share capital of UCI.
<b>UniSalute Shares</b>	The investment transferred from Unipol to UnipolSai, on 16 November 2017, in implementation of the Framework Agreement and after signing the specific purchase agreement, equal to 17,242,993 ordinary shares with a nominal value of Euro 1.00 (one point zero) each, representing 98.53% (ninety eight point fifty three per cent) of the share capital of UniSalute.
<b>USC Shares</b>	The investment held by Arca Vita, worth a nominal value of Euro 10,400 (ten thousand four hundred) representing 0.20% (zero point two per cent) of the share capital of USC.
<b>Arca Shares</b>	Jointly, the Arca Assicurazioni Shares, the Arca Direct Shares, the Arca Inlinea Shares, the Arca Sistemi Shares

and the AVI Shares.

<b>Minority Arca Shares</b>	Jointly, the PAS Shares, the UCI Shares and the USC Shares.
<b>Partner Banks</b>	Jointly, BPER and BPS.
<b>PAS</b>	Pronto Assistance Servizi Soc. Cons. a r.l., with headquarters in Turin, Via Carlo Marengo, 25; company dealing with the management and provision of technical assistance services in the MV sector.
<b>UnipolSai Strategic Plan</b>	The 2016-2018 Strategic Plan of UnipolSai, approved by the Board of Directors of the Company on 13 May 2016.
<b>Arca Vita Price</b>	Euro 475 million (four hundred seventy five million).
<b>RPT Procedure</b>	The “ <i>Procedure for carrying out related-party transactions</i> ”, adopted pursuant to Article 4 of the RPT Regulation issued by the Board of Directors of UnipolSai, as last approved on 6 October 2016 (available on the website <a href="http://www.unipolsai.com/it/Governance/operazioni-con-parti-correlate">http://www.unipolsai.com/it/Governance/operazioni-con-parti-correlate</a> ).
<b>Project</b>	The streamlining project for the insurance business of the Unipol Group - approved to the extent of their competence by the Boards of Directors of Unipol and UnipolSai on 29 June 2017 - aimed at concentrating all investments in insurance companies currently held by Unipol under UnipolSai, in one or more steps, provided that the terms and conditions are met, through the purchase of the same.
<b>Prometeia</b>	Prometeia S.p.A., appointed as independent expert for the purpose of issuing a Forecast Opinion to the Board of Directors of UnipolSai.

<b>Issuers' Regulation</b>	The regulation adopted by CONSOB with resolution No. 11971 of 14 May 1999, as subsequently amended and supplemented.
<b>RPT Regulation</b>	The regulation adopted by CONSOB with resolution No. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended and supplemented, containing provisions on related-party transactions.
<b>Subsidiaries</b>	Jointly, Arca Assicurazioni, Arca Direct, Arca Inlinea, Arca Sistemi and AVI.
<b>Studio Laghi</b>	Studio Laghi S.r.l., appointed as independent expert for the purpose of providing the Board of Directors of UnipolSai and the RPT Committee a professional opinion regarding (i) the fairness of the valuation principles and methods applied by Deloitte and JP Morgan in the carrying out of the Transaction, in relation to the standards used in practice for similar transactions; and (ii) the adequacy of the basic application criteria adopted for the estimates of Deloitte and JP Morgan, in relation to standard practice.
<b>UCI</b>	Ufficio Centrale Italiano Soc. Cons. a r.l., with headquarters in Milan, Corso Sempione 39, consortium company responsible for issuing international insurance certificates and handling claims in Italy caused by foreign vehicles with this certificate.
<b>Unipol or the Seller</b>	Unipol Gruppo S.p.A., with headquarters in Bologna, Via Stalingrado 45, share capital of Euro 3,365,292,408.03 fully paid-in, enrolled in the Business Register of Bologna, registration number, tax identification number and VAT number 00284160371, Head of the Unipol Insurance Group enrolled in the Register of Insurance Groups under number 046, Head of the Unipol Banking Group enrolled in the Register of Banking Groups under number 20052.

<b>UnipolSai</b> or the <b>Buyer</b> or the <b>Company</b>	UnipolSai Assicurazioni S.p.A., with headquarters in Bologna, Via Stalingrado 45, share capital of Euro 2,031,456,338.00 fully paid.in, enrolled in the Business Register of Bologna, registration number, tax identification number and VAT number 00818570012, insurance company enrolled in the Register of Insurance and Reinsurance Companies Sec I under number 1.00006, member of the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.
<b>UniSalute</b>	UniSalute Servizi S.p.A., with headquarters in Bologna, Via Larga 8, enrolled in the Business Register of Bologna, registration number and tax identification number 03843680376, enrolled in the Register of Insurance and Reinsurance Companies Sec. I under number 1.00084, belonging to the Unipol Insurance Group and subject to management and coordination by Unipol.
<b>USC</b>	UnipolSai Servizi Consortili Soc. Cons. a r.l., with headquarters in Bologna, via Stalingrado 37, of which UnipolSai holds 98.23% (ninety eight point twenty three per cent) of the share capital and Arca Vita a stake equal to 0.20% (zero point twenty per cent) of the share capital, a company providing logistics/technological services to the companies of the Unipol Insurance Group, belonging to the Unipol Group and subject to management and coordination by Unipol.

## INTRODUCTION

This Information Document concerns the Transaction, i.e. the purchase by UnipolSai of the Arca Vita Shares and, indirectly, the Arca Shares and the Minority Arca Shares held by the parent company Unipol, and was prepared by UnipolSai since the purchase is considered a material transaction pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure (for further details on the relevance indexes applied for the purposes of this classification, please refer to paragraph 2.2 below).

The Transaction is part of a broader project between Unipol and UnipolSai - approved, to the extent of their competences, by the Boards of Directors of the two companies on 29 June 2017 - that pursues the streamlining of the Unipol Group's insurance business, through the concentration under UnipolSai, in one or more steps, provided that the conditions and assumptions are met, of all investments in insurance companies held by Unipol, through the purchase of the same (for further details on the Transaction, the Project and the related parties involved - i.e. UnipolSai and Unipol - please refer to paragraph 2.2 below).

The Board of Directors of the Company approved the Transaction on 22 March 2018, based on the Opinion of the RPT Committee issued on 21 March 2018, pursuant to Article 9.1 of the RPT Procedure (for further details on the procedure for the approval of the Transaction, please refer to paragraph 2.8 below).

This Information Document, published on 29 March 2018, has been made available to the public at the registered office of the Company in Bologna, Via Stalingrado 45, on the website of the Company under the section "*Governance/Related Parties Operations*" at [www.unipolsai.com](http://www.unipolsai.com).

The following documents are enclosed herewith: *(i)* the Opinion of the RPT Committee, including the Deloitte Fairness Opinion issued to the RPT Committee of UnipolSai on the financial fairness of the Arca Vita Price also in relation to market values; *(ii)* the JP Morgan Fairness Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai on the financial fairness of the Arca Vita Price; and *(iii)* the Laghi Fairness Opinion issued to the Board of Directors and the RPT Committee of UnipolSai on the fairness of the valuation principles and method, as well as the consistency of the basic application criteria adopted for the estimates by Deloitte and JP Morgan with standard practice.

## 1. WARNINGS

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

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

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

#### UnipolSai

NAME	OFFICE
<b>Cimbri Carlo</b> (*)	Chairman
Cerchiai Fabio	Deputy Chairman
<b>Stefanini Pierluigi</b> (*)	Deputy Chairman
<b>Berardini Francesco</b> (*)	Director
De Benetti Cristina (**)	Director
<b>Cattabiani Paolo</b> (*)	Director
Cottignoli Lorenzo	Director
<b>Dalle Rive Ernesto</b> (*)	Director
Chiglieno Giorgio (**)	Director
Giovetti Vittorio	Director
Masotti Massimo (**)	Director
Maugeri Maria Rosaria (**)	Director
Montagnani Maria Lilla (**)	Director
Picchi Nicla (**)	Director
Recchi Giuseppe (**)	Director
Righini Elisabetta (**)	Director
Tadolini Barbara (**)	Director
Vella Francesco (**)	Director

(\*) Also member of the Board of Directors of Unipol

(\*\*) Independent

#### Unipol

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

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

(\*) Also member of the Board of Directors of UnipolSai

(\*\*) Independent

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

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

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

Without prejudice to the foregoing, taking into account the characteristics of the Transaction, UnipolSai considers there to be no particular risks related to potential conflicts of interest other than those typically inherent in related-party transactions. The activities related to the determination of the Arca Vita Price and the additional terms and conditions set forth in the Purchase Agreement were carried out in accordance with the

RPT Regulation and the RPT Procedure.

## 2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION

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

The Transaction consists in the sale of the Arca Vita Shares and, indirectly, the Arca Shares and the Minority Arca Shares.

Arca Vita controls the following subsidiaries:

- Arca Assicurazioni, a joint venture operating in the non-life bancassurance channel;
- Arca Direct, a company specialised in direct remote sales of MV TPL policies to non-banking customers, and in the management of specific portfolios;
- Arca Inlinea, a consortium company that provides telephone assistance to the customers of Arca Vita and Arca Assicurazioni in relation to policies issued by the same;
- Arca Sistemi, a consortium company that provides members with services and products for the design, creation and management of IT applications, operational processes and related organizational structures, data assets and services relating to telecommunications and telephony systems; and
- AVI, Irish insurance company specialized in the issue of unit-linked life policies.

In execution and within the scope of the Project, and in order to govern, *inter alia*, the Transaction, Unipol in its capacity as seller, and UnipolSai in its capacity as buyer, signed a Framework Agreement on 30 June 2017, which envisaged:

- the sale by Unipol to UnipolSai of the shares held by Unipol in (i) UniSalute (equal to 98.53% of the share capital of UniSalute) and in (ii) Linear (equal to 100% of the share capital of Linear), at the terms and conditions set forth in the purchase agreements signed with the Framework Agreement, in a transaction completed on 16 November 2017; and
- with regard to Arca Vita, the sale by Unipol to UnipolSai of the Arca Vita Shares, providing that the terms and conditions are met, also based on the outcome of negotiations for the amendment and renewal of the bancassurance agreements with the Partner Banks, concluded on 8 November 2017 with the signing of the New Bancassurance Agreements.

Taking into account the outcome of the aforementioned negotiations and the signing of the New Bancassurance Agreements on 8 November 2017, confirming the mutual interest

in the completion of the Project through the conclusion of the Transaction, Unipol and UnipolSai, each with the support of their respective advisors and consultants, negotiated the terms and conditions of the Transaction and carried out the necessary internal and intercompany procedures for the approval of the Transaction itself.

It should also be noted that, although concluded in execution of the Framework Agreement and within the scope of the Project, the sale of the Linear Shares and the UniSalute Shares and the Purchase Agreement are independent and neither functionally or causally connected; therefore, the delay or failed execution – as well as the breach of obligations – or one or both of the former two contracts will not affect the execution – or fulfilment of obligations – of the Purchase Agreement and vice-versa.

The Arca Vita Price, equal to Euro 475 million, was negotiated by UnipolSai and Unipol within the price range determined by independent experts of proven expertise, appointed by each of the parties, by applying the valuation methods generally used in best Italian and international valuation practice. For further details, please refer to paragraph 2.4 below.

As per practice for similar types of transactions, the Purchase Agreement states that the completion of the sale (so-called “closing”) is subject to the fulfilment of the following conditions: (i) obtainment of the necessary authorization and/or clearance from IVASS; (ii) obtainment of the necessary authorization from the Central Bank of Ireland (as provided for by applicable law) for the indirect acquisition of the AVI Shares <sup>(1)</sup>; by UnipolSai. The conclusion of the Purchase Agreement is expected by the end of the current year.

Additionally, as per practice, the Purchase Agreement provides for:

- (a) an interim agreement, whereby, during the period from the date of signing to the date of completion of the sale, the Seller undertakes to ensure that Arca Vita operates in line with the current management, without carrying out any acts of extraordinary administration, except for those expressly envisaged by its strategic plan;
- (b) the issue by the Seller of representations and warranties, and related indemnity obligations, standard or equivalent to those used from similar transactions between non-related parties or reasonable and appropriate considering the characteristics and details of the sale of the Arca Vita Shares and, in any case, suitable for properly managing the risks associated with the execution thereof. For the purposes of defining the Purchase Agreement and, in particular, the aforementioned

---

<sup>1</sup> In particular, since AVI is an Irish insurance company specialized in the issue of unit-linked life policies, and since the Purchase Agreement provides for the indirect transfer of the AVI Shares held by Arca Vita, the Transaction is also subject to the condition precedent, to be met within the same deadline of 31 December 2018, of the adoption in any form, by the Central Bank of Ireland, of a decision that authorizes the indirect transfer, or that does not oppose the same.

representations and warranties issued by the Seller, it was deemed significant that UnipolSai already has adequate knowledge of the organization and activities of Arca Vita and the Subsidiaries since:

- certain members of the Board of Directors of the above companies hold managerial positions in UnipolSai;
- the competent departments of UnipolSai carry out “essential or important functions or activities” within the corporate organization of the aforementioned companies in relation to the Outsourced Activities.

In particular, in relation to the activities carried out by Arca Vita and its Subsidiaries, as well as the Outsourced Activities, there is an “indemnity obligation” for the Seller regarding any contingent liabilities deriving from claims by third parties or authorities, without prejudice to the non-reimbursement of any damages caused by the Buyer as a result of its failure to fulfil the respective service contracts.

The Purchase Agreement also provides that UnipolSai will take over the New Bancassurance Agreements, including the New Shareholders’ Agreement, by signing a written act of adhesion in accordance with the procedures contained and regulated therein.

In particular, following the adhesion of UnipolSai to the New Shareholders’ Agreement with the other shareholders of Arca Vita, Unipol will remain in any case jointly and severally liable for the obligations imposed on UnipolSai. In this regard, the Purchase Agreement provides for an indemnity obligation for UnipolSai in favour of Unipol for liability and damages, as well as any related costs, charges and liabilities arising from the same, unless deriving from acts or facts attributable to Unipol.

Again with regard to the aforementioned joint liability, the Purchase Agreement also provides for an indemnity obligation for Unipol in favour of UnipolSai for any damage suffered by UnipolSai resulting from the direct violation by Unipol of any obligations falling under its sole liability (and, therefore, directly attributable to Unipol in its own right and not jointly with the respective company subject to the Purchase Agreement) pursuant to the New Bancassurance Agreements and deriving from acts or conduct prior or subsequent to the effective date of the Purchase Agreement.

On the basis of the Purchase Agreement the transfer of the Arca Vita Shares is contingent, effective *ex nunc*, on the loss - within the date of the termination or expiry of the effectiveness of the New Shareholders’ Agreement for any reason - of the control relationship between Unipol and UnipolSai. In this case, the Arca Vita Shares must be transferred back at a price calculated, on the date of occurrence of the resolutive condition, according to the same valuation criteria and methods applied for the calculation of the Arca Vita Price, unless referred to an independent expert in case of disagreement between the parties.

Finally, the Purchase Agreement contains an arbitration clause, which provides that all disputes arising from the Purchase Agreement must be resolved by arbitration according to the Regulations of the National and International Arbitration Chamber of Milan.

## **2.2. Related parties involved in the Transaction, nature of the correlation, nature and extent of the interests of the related parties in the Transaction**

The Transaction is a transaction between related parties pursuant to Article 3 of the RPT Procedure and Annex 1 to the RPT Regulation, since, at the date of the Information Document, UnipolSai is a subsidiary of Unipol pursuant to Article 2359, Paragraph 1, No. 1, of the Italian Civil Code.

More precisely, Unipol holds an investment in the Company equal to 73.17% of its share capital (of which 53.179% directly and the remaining 19.991% indirectly through its subsidiaries Unipol Finance S.r.l. and Unipol Investments S.p.A.). UnipolSai is also subject to management and coordination by Unipol, pursuant to and in accordance with Articles 2497 et. seq. of the Italian Civil Code.

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

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

The Transaction is considered a “material” transaction pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Annex 3 to the RPT Regulation, since the acquisition of the Arca Vita Shares, considered individually, exceeds the threshold of 2.5%, pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Article 1.2 of Annex 3 to the RPT Regulation.

In particular, (i) pursuant to Article 2 of the RPT Procedure and Article 1.2 of Annex 3 to the RPT Regulation, transactions – such as in this case – between a listed company and its listed parent company are material when even one of the relevance indexes, applicable on

the basis of each specific transaction, exceeds the threshold of 2.5%; (ii) pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, referred to in the RPT Procedure, the relevance indexes are: the *equivalent value relevance ratio* <sup>(2)</sup>; the *asset relevance ratio* <sup>(3)</sup>; and the *liabilities relevance ratio* <sup>(4)</sup>. In this case, the *equivalent-value ratio* and the *asset relevance ratio* were considered significant. Specifically, the equivalent value for the purchase of the Arca Vita Shares, i.e. the Arca Vita Price, is equal to Euro 475 million, while the consolidated capital and reserves of UnipolSai obtained from the consolidated balance sheet at 31 December 2017, is equal to Euro 5,869 million <sup>(5)</sup>. The equivalent value relevance ratio for the purchase of the Arca Vita Shares is thus equal to 8.09%, exceeding the threshold of 2.5%. The asset relevance ratio, equal to 11.68%, also exceeded the threshold of 2.5%.

It should also be noted that at the publication date of this Information Document, the

---

<sup>(2)</sup> Pursuant to Annex 3 of the RPT Regulation, the *equivalent value relevance ratio* is the ratio between the equivalent value of the transaction and the net equity drawn from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company, or, for listed companies, if greater, the capitalisation of the acquired firm at the end of the last trading day included in the period covered by the last accounts published (annual, semi-annual, or interim financial report). For banks, it is the ratio between the equivalent value of the transaction and the regulatory capital drawn from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared).

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

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

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

<sup>(3)</sup> Pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, the *asset relevance ratio* is the ratio between the total assets of the entity involved in the transaction and the total assets of the company. The data used must be obtained from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company; where possible, similar data should be used to determine the total assets of the entity involved in the transaction. For transactions involving the acquisition and disposal of shares that affected the scope of consolidation, the value of the numerator is given by the total assets of the investee, regardless of the percentage of share capital available for disposal.

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

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

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

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

<sup>(4)</sup> Pursuant to Annex 3 to the RPT Regulation, the *liabilities relevance ratio* is the ratio between the total liabilities of the entity acquired and the total assets of the company. The data used must be obtained from the most recent balance sheet published (consolidated, if so prepared) by the company; where possible similar data should be used to determine the total liabilities of the company or of the business unit acquired.

<sup>(5)</sup> It should be noted that the consolidated capital and reserves parameter is used, in accordance with the provisions of Annex 3 to the RPT Regulation, since this index is greater than the capitalisation of UnipolSai at 31 December 2017, equal to Euro 5,509,000,000.

purchase of the Arca Vita Shares, also considered jointly with the aforementioned purchase of the Linear Shares and the UniSalute Shares, does not represent a significant acquisition for UnipolSai, pursuant to and in accordance with Article 71 of the Issuers' Regulation.

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

The Transaction will complete the broader Project launched by the Unipol Group aimed at the definitive streamlining of the insurance segment of the Unipol Group through the aggregation of the entire insurance business under the control of UnipolSai.

In particular, the Project envisages:

- a first phase, involving the sale of the Linear Shares and the UniSalute Shares by Unipol to UnipolSai, in a transaction concluded on 16 November 2017; and
- a second phase, involving the Transaction, launched as a result of negotiations for the amendment and renewal of the bancassurance agreements, concluded on 8 November 2017 with the subscription of the New Bancassurance Agreements.

The Transaction and, more generally, the Project launched by the Unipol Group, aim to redesign the Group's structure in relation to the insurance business, changing the corporate and ownership structure built over time in line with a strategic plan that favoured specialisation by product line and distribution channel. This design was consistently pursued over time through the establishment and acquisition of independent and separate insurance companies, each with an individual distribution strategy. The evolution of consumer demands and behaviour, also linked to technological developments and new ways of accessing services in general, recently led to a rethinking of the corporate distribution model, resulting in the need to integrate the different channels, at a business level, in a so-called multichannel approach, while maintaining the identity and autonomy of the individual companies.

Upon the completion of the Project, UnipolSai will become the *de facto* "head" of the insurance business of the Unipol Group, gaining complete access to all distribution channels, instruments and insurance products and, thus, levers to obtain potential benefits in terms of greater competitiveness on the reference market, as also envisaged by the UnipolSai Strategic Plan.

The Project, in addition to the purchase of the UniSalute and Linear Shares, completed on 16 November 2017, envisages the eventual transfer to UnipolSai, if the terms and conditions are met, of the shares held by Unipol in Arca Vita (and those held in its subsidiaries, with specific reference to the insurance companies AVI and Arca Assicurazioni).

These conditions, as mentioned above, were met with the early renewal of the strategic

partnership in the bancassurance segment in the life and non-life business between Unipol, BPER and BPS and the signing, on 8 November 2017, of a new five-year agreement expiring on 31 December 2022 and renewable upon agreement between the parties.

Specifically, the Transaction - following the sale of the majority shareholding (50% of the share capital plus one share) held by the Company in Popolare Vita S.p.A. in favor of Banco BPM S.p.A. closed today - will make it possible to improve UnipolSai's offer in the bancassurance channel, reaffirming its presence as a leading operator in the life bancassurance business and extending the offer to non-life business.

Finally, this ownership structure will:

- optimize the Group's operations in the insurance business with positive impacts on the value of each component of the aforementioned business; and
- facilitate the development process aimed at ensuring the constant adequacy of the products offered by Arca Vita and Arca Assicurazioni, also given the possibilities offered by technological innovation and considering the evolution of the reference market.

In light of the above, the Board of Directors of UnipolSai - taking into account the preliminary documentation received and, in particular, the unanimous favourable opinion of the RPT Committee, the JP Morgan Fairness Opinion on the financial fairness of Arca Vita Price, as well as the Laghi Fairness Opinion - approved the Transaction, having verified the interest of the Company in concluding the same, along with the convenience and substantial correctness of the related conditions.

#### **2.4. Method for determining the Arca Vita Price and assessment of fairness in relation to market values for similar transactions**

For the purposes of assessing the interest of UnipolSai in purchasing the Arca Vita Shares and the convenience and substantial correctness of the related conditions, the RPT Committee took into account the Deloitte Fairness Opinion and the Laghi Fairness Opinion, also examining the summary aspects of the JP Morgan Fairness Opinion. The RPT Committee also examined the Forecast Opinion issued by Prometeia on the reasonableness of the assumptions underlying the 2018-2022 financial projections for Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI, used by the advisors for the preparation of their respective Fairness Opinions.

Each of the Independent Experts was selected on the basis of their experience, professionalism and expertise with regard to the Transaction, also taking into account the activities carried out previously for the purchase of the Linear Shares and the UniSalute Shares. The RPT Committee and the Board of Directors of UnipolSai took these elements into consideration to support their assessments with regard to the selection of the

Independent Experts. Each of the Independent Experts, and Prometeia, formally certified their independence, non-correlation and absence of conflicts of interest as described in paragraph 2.8.1 below.

The overall consideration to be paid by UnipolSai to the Seller for the purchase of the Arca Vita Shares amounts to Euro 475 million.

In particular, both Deloitte and JP Morgan considered the Arca Vita Price fair from a financial standpoint, taking into account the price ranges obtained by the advisors as a result of the respective analyses, as illustrated below.

Deloitte also certified the consistency of the Arca Vita Price with market values.

In order to verify the fairness of the Arca Vita Price, Deloitte and JP Morgan used valuation methods in line with national and international practice, applying those considered most appropriate given the purpose of the analyses, the specific characteristics of the Arca Vita Shares, as well as the type of transaction and the purpose of the valuation itself.

The values examined were assumed on a going-concern basis and in light of the 2018-2022 financial projections for Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI approved by the respective Boards of Directors in February 2018, assuming the non-occurrence of extraordinary events. Prometeia, appointed for the purpose by UnipolSai, verified and considered the assumptions and forecast data of the financial projections used by the advisors for the preparation of the Fairness Opinions reasonable. In particular, the valuation analyses were based on the information, market and regulatory conditions known at the date the same were carried out.

#### Valuation methods adopted by Deloitte and JP Morgan

For the valuation process underlying the identification of the range of values for 100% of the economic capital of Arca Vita and for the Arca Vita Shares, Deloitte and JP Morgan chose to use the “Sum of the Parts” (or “**SOP**”) model as the main method, which determines the value of the company as the sum of the components relating to the insurance companies Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI (jointly, the “**Targets**”), net of the carrying amount of the investments held by Arca Vita in Arca Assicurazioni and AVI.

As part of the application of the main method, the Appraisal Value method was chosen for the valuation of the companies operating in the Life business (i.e. Arca Vita and AVI), which gives the estimated market value of these companies, also taking into account their ability to generate profits through the sale of new insurance contracts.

In this regard, it should be noted that, in relation to the main components of the Appraisal Value of the insurance companies Arca Vita and AVI, JP Morgan based its valuation on the

results of the actuarial calculations carried out by Deloitte, the financial advisor appointed by RPT Committee, independently performing sensitivity analyses on the New Business Value.

As regards Arca Assicurazioni, company operating in the non-life business, Deloitte and JP Morgan used an analytical financial model as the main method, namely the “Excess Capital” version of the Dividend Discount Model (or, “**DDM**”).

For each of the Targets, Deloitte and JP Morgan also used the Comparable Transactions method as the control method.

The aforementioned advisors did not deem it necessary to carry out an independent valuation of the Arca Direct, Arca Inlinea and Arca Sistemi Shares, given the nature of the business carried out by the same and the non-materiality of the relative carrying value for Arca Vita.

#### Appraisal Value Method

The Appraisal Value method, applicable to the insurance companies operating in life business, consists of the determination of two main components:

- (a) the Embedded Value of the company, in turn calculated as the sum of the Adjusted Net Asset Value (or ANAV) of the company, and the Value in Force (or VIF) of the policies portfolio, that is the expected value, for shareholders, of the profits that will be generated over the entire contractual life, net of the cost of the solvency capital requirement and net of acquisition costs;
- (b) Goodwill, understood as the estimated value of profits that will be generated over the contractual life, also net of the cost of the solvency capital requirement and net of acquisition costs, by future new business over a timeframe of 5 years, in line with the duration of the New Bancassurance Agreements, signed on 8 November 2017, whereby Unipol, BPER and BPS renewed the bancassurance partnership until 31 December 2022.

#### Dividend Discount Model

In the “*excess capital*” version, the DDM determines the value of a company on the basis of the financial flows potentially distributable to shareholders, maintaining a target level of capitalization in terms of the capital requirement. These flows are based on:

- (a) the business plan of the company;
- (b) the solvency capital requirement of the company;

(c) the capital requirements of the targets;

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

In this case, for the determination of 100% of the economic capital of Arca Assicurazioni using this method, reference was made to the duration of the bancassurance partnership recently renewed between Unipol, BPER and BPS, assuming that the company operating in the non-life business, at the end of 2022, does not take on new business and that the portfolio existing at the end of such year is not renewed (so-called run-off).

#### Price range calculated using the SOP method

In application of the SOP method, as described above, the price range for the economic capital of Arca Vita, net of the proposed distribution of dividends approved by the Board of Directors of Arca Vita on 16 March 2018, which falls under the competence of Unipol (the “**Dividend**”), in relation to the Arca Vita Shares (equal to 63.39% of share capital), is between:

- Euro 449 million and Euro 508 million as regards the Deloitte valuation;
- Euro 452 million and Euro 522 million as regards the JP Morgan valuation.

#### Comparable Transactions

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

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

For the purposes of the valuation of the Targets, distinct samples of transactions deemed comparable were identified, in consideration of the specific operating sector of the companies under analysis and in particular two samples with regard to the life business, one comparable with Arca Vita and the other comparable with AVI, in order to account for the specific business of the latter, and a sample for Arca Assicurazioni, operating in the non-life business.

In application of the Comparable Transactions method as described above, the range of

values for the economic capital of Arca Vita, net of the proposed Dividend, for the Arca Vita Shares (equal to 63.39% of share capital), is between:

- Euro 420 million and Euro 538 million as regards the Deloitte valuation;
- Euro 455 million and Euro 493 million as regards the JP Morgan valuation.

Finally, the concluding remarks expressed in the Laghi Fairness Opinion are shown below: *“In conclusion, in light of the foregoing and as a result of the analyses carried out, it is reasonable to assume that, at the date of the Opinion, the principles and the estimation methods applied by the Financial Advisors are adequate and that the basic application criteria adopted for the estimates, considering the information available, are adequate with respect to standard practice.”*

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

The Board of Directors of UnipolSai approved the Arca Vita Price, taking into account that it fell within the overlap of the price ranges identified using the main method.

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

As mentioned, the purchase of the Arca Vita Shares represents a material transaction pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure. For illustration of the indexes of relevance and calculation methods used to verify the excess thereof, please refer to paragraph 2.2 above.

As noted above, the Transaction, even considered jointly with the purchase of the Linear Shares and the UniSalute Shares, concluded on 16 November 2017, does not represent - based on the accounting data of UnipolSai at 31 December 2017 - a significant acquisition pursuant to Article 71 of the Issuers' Regulation.

### *2.5.1. Pro-forma financial information*

#### Introduction

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

The Pro-Forma Data was prepared in order to simulate, in accordance with valuation criteria consistent with the time series, the effects of the Transaction on the financial position of the UnipolSai Group, as if the same had virtually occurred on 31 December 2017 and, with regard to economic performance, on 1 January 2017. Nevertheless, it should be noted that the information contained in the Pro-Forma Data represents, as previously indicated, a simulation provided of illustrative purposes only, of the possible effects that may arise from the prospective purchase. In particular, since the pro-forma

information is elaborated to retroactively reflect the effects of subsequent transactions, despite compliance with commonly accepted rules and the use of reasonable assumptions, there are limits related to the nature of pro-forma information. Therefore, it should be noted that had the Transaction actually taken place on the assumed dates, the Pro-Forma Data might not have necessarily been obtained.

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

#### Preparation of the Pro-Forma Data

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

- the balance sheet and income statement from the Consolidated Financial Statements of the UnipolSai Group at 31 December 2017, approved by the Board of Directors on 22 March 2018;
- the consolidated balance sheet and income statement of the Arca Group, prepared in accordance with the IAS/IFRS accounting standards for the purposes of drafting the Consolidated Financial Statements of the Unipol Group at 31 December 2017 (so-called reporting package), approved by the Board of Directors of Arca Vita on 7 February 2018;
- statements for determining the capital adequacy of Arca Vita, Arca Assicurazioni, AVI and UnipolSai at 31 December 2017;
- pro-forma adjustments made to take into account the effects of the completion of the Transaction.

The Pro-Forma Data was elaborated on the basis of the same accounting principles adopted for the drafting of the consolidated financial statements for the year ended on 31 December 2017 of the UnipolSai Group, drawn up in accordance with the International Financial Reporting Standards adopted by the European Union (IAS/IFRS).

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

Business combination under common control is expressly excluded from the scope of IFRS 3 and at present is not specifically governed by other international accounting standards or interpretations. In line with other similar transactions recorded in the past, it was considered that the Transaction could be adequately represented in the consolidated financial statements of UnipolSai, recording the values of assets and liabilities acquired on the basis of the amounts shown in the consolidated financial statements of the group both

parties belong to.

The Pro-Forma Data was thus elaborated in line with the values shown in the consolidated financial statements of the Unipol Group. As a result of this accounting method, the pro-forma capital and reserves pertaining the UnipolSai Group at 31 December 2017 was Euro 98 million less than the corresponding amount shown in the consolidated financial statements at the same date. This reduction is exclusively due to the recognition of the assets and liabilities subject to the acquisition, including goodwill, at values other than the current estimated amounts used for the determination of the Arca Vita Price. In fact, the reduction is equal to the difference between:

- (a) the consideration paid by UnipolSai to Unipol for the purchase of the Arca Vita Shares, equal to Euro 475 million;
- (b) the net assets of the Arca Group pertaining to the Unipol Group, including goodwill, as stated in the consolidated financial statements of the Unipol Group, equal to Euro 377 million <sup>(6)</sup>.

With regard to the negative impact of the pro-forma adjustments on the individual solvency ratio (calculated according to the Partial Internal Model) and the consolidated solvency ratio (in terms of Economic Capital) of UnipolSai, it should be noted that such impact is mainly attributable to the negative difference between the Arca Vita Price paid by UnipolSai to Unipol and the value attributed to the overall assets and liabilities of Arca Vita <sup>(7)</sup> in accordance with the Solvency II valuation criteria.

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

<i>amounts in millions of Euro</i>	Figures at 31/12/2017	Effects of pro- forma adjustments	Total pro- forma figures at 31/12/2017
Consolidated direct insurance income	11,068	822	11,889
<i>Non-Life direct insurance income</i>	<i>7,355</i>	<i>110</i>	<i>7,465</i>
<i>Life direct insurance income</i>	<i>3,713</i>	<i>711</i>	<i>4,424</i>
Consolidated non-Life combined ratio - direct business (*)	95.9%	-0.5%	95.4%
Consolidated non-Life combined ratio – net of reinsurance (**)	97.2%	-0.5%	96.8%
Consolidated net income	537	58	594
Consolidated investments and liquid assets (***)	51,971	8,810	60,781
Capital and reserves pertaining to the Group	5,869	-98	5,771
Consolidated solvency ratio - Economic Capital Model (****)	206%	-13%	193%
Individual solvency ratio - Partial Internal Model	241%	-8%	233%

<sup>(6)</sup> It should be noted that the figure was determined net of the dividends to be distributed by the Arca Group based on the 2017 profit, which remain under the competence of Unipol.

<sup>(7)</sup> It should be noted that, in line with the elaboration of the Pro-Forma Data relating to the consolidated financial statements of UnipolSai, the total value of Arca Vita assets and liabilities at 31 December 2017 were calculated net of the dividends to be distributed by the Arca Group based on the 2017 profit, which remain under the competence of Unipol.

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

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

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

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

## **2.6. Impact of the Transaction on the remuneration of the Board of Directors of the Company and/or of its subsidiaries**

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

## **2.7. Members of the management and control bodies, general managers and executives of the Company involved in the Transaction**

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

## **2.8. Procedure for the approval of the transaction**

Pursuant to Article 8 of the RPT Regulation and Article 9 of the RPT Procedure, material related-party transactions are approved by the Board of Directors of UnipolSai based on the reasoned favourable opinion of the RPT Committee, called to evaluate the interest of the Company in concluding the Transaction, as well as the convenience and substantial correctness of the related conditions. The aforementioned provisions require the involvement of the RPT Committee, also via one or more of its members, in the negotiations and the preliminary phase through the reception of complete and timely information flows, with the right to request information and make observations.

### *2.8.1. Activities of the RPT Committee*

The RPT Committee has been involved since the start of the preliminary phase of the Transaction, with the competent functions guaranteeing a complete and timely information flow.

Taking into account that the Transaction is a “material” related-party transaction, the procedure envisaged by the RPT Committee and the RPT Procedure was initiated, which requires the timely activation and involvement of the RPT Committee in order to issue its favourable opinion for the approval of the Transaction by the Board of Directors of UnipolSai.

In particular, the RPT Committee was promptly involved throughout the negotiation

phase, receiving a complete and adequate information flow on the various aspects of the purchase of the Arca Vita Shares, meeting on four occasions, namely, 27 February, 6 March, 19 March and 21 March 2018, to examine the Transaction and issue its opinion.

In addition, following the initial information sent by the General Manager of UnipolSai, through the competent function, to the Chairman of the RPT Committee, the latter started the selection process for its independent advisors.

On 27 February 2018, the RPT Committee was provided information on the reasons, timing, terms and conditions of the Transaction. The RPT Committee, after completing the aforementioned selection process, appointed Deloitte as independent financial advisor, in light of its experience, professionalism and expertise regarding the Transaction - also considering the similar engagement performed, in the context of the Project, for the purchase of the Linear Shares and the UniSalute Shares - upon written confirmation of its independence, non-correlation and absence of conflicts of interest with reference to the Transaction. The RPT Committee entrusted the same with the tasks of: *(i)* supporting the RPT Committee in the assessment of the fairness of the price negotiated between Unipol and UnipolSai for the sale of the Arca Vita Shares, through the elaboration of a price range determined using the estimation methods generally used in best Italian and international valuation practice, and *(ii)* issuing a specific fairness opinion, also with reference to market values, on the fairness of such price, provided it falls within the identified range.

Deloitte's independence was formally certified in a specific statement confirming, *inter alia*, the absence of any existing economic and financial relationships with: *(i)* UnipolSai, *(ii)* the parent company of UnipolSai, the subsidiaries of UnipolSai or companies jointly controlled by UnipolSai, and *(iii)* the directors of UnipolSai and the companies mentioned in point *(ii)* above, having qualitative or quantitative characteristics such as to compromise independence and autonomous judgement <sup>(8)</sup>.

At the same meeting the RPT Committee was also informed of the decision by the Board of Directors to rely, in the context of the Transaction, on the support of JP Morgan, Studio Laghi and Prometeia, as well as BonelliErede, the legal advisor called to support the Company in the analysis of the legal aspects of the Transaction and the drafting of the related contractual agreements, under terms and conditions consistent with the characteristics and specific nature of the Transaction and, in particular, with applicable IVASS and CONSOB regulations, as well as standards equivalent to those used for similar

---

<sup>(8)</sup> This statement was accompanied by a summary table of the activities carried out by Deloitte over the 2015-2017 period for companies of the Unipol Group, containing a description of: *(i)* the subject of the individual engagements performed; *(ii)* the companies of the Unipol Group for which these engagements were performed; and *(iii)* the related fees paid to Deloitte, as well as the incidence of these fees in relation to the total annual turnover of the latter. This allowed the RPT Committee to assess, on the basis of these figures, the non-materiality of the relationships and the corresponding fees and, thus, on the inability of the same, qualitatively and quantitatively speaking, to compromise the independence and autonomous judgement of Deloitte.

transactions between unrelated parties or in any case reasonable or appropriate considering the characteristics and details of the Transaction, and suitable for governing the risks linked to the execution thereof, issuing its professional opinion.

The RPT Committee thus decided: *(i)* in turn, to rely, for legal aspects, on the support of the consultant appointed by the Company, BonelliErede, whose role consequently included the provision of specific assistance to the RPT Committee, and *(ii)* to request that the Laghi Fairness Opinion also be addressed to the Committee, with the extension of verification activities to the adequacy of the estimation and valuation methods used by Deloitte; and *(iii)* to inspect the Forecast Opinion issued by Prometeia.

Subsequent to the meeting on 27 February 2018, the Committee verified the independence of Studio Laghi and BonelliErede, also considering it advisable to carry out the same verification in relation to Prometeia, obtaining specific independence statements prepared by the advisors for this purpose <sup>(9)</sup>.

On 6 March 2018, the RPT Committee received updates from the competent functions and legal advisor regarding the structure and outline of the Purchase Agreement, and from Deloitte regarding the estimation methods adopted and the status of the valuation of the Arca Vita Shares.

On 17 March 2018, Deloitte announced the price range of the Arca Vita Shares to the RPT Committee, calculated using the so-called “Sum of the parts” method through the separate valuation of Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI (the “**Deloitte Valuation**”).

On 19 March 2018, the RPT Committee was shown the complete clauses of the Purchase Agreement, and examined the Deloitte Valuation, in comparison with the results of the JP Morgan valuation, with indication of the price ranges calculated by the advisors. The RPT Committee was also informed of the results of the analyses carried out by Prometeia on the consistency of the 2018-2022 financial projections for Arca Vita, Arca Assicurazioni and AVI approved by the respective Boards of Directors in February 2018, as well as on the reasonableness of the same.

In addition, on the same date a meeting was held between UnipolSai and Unipol and their respective legal advisors, which was also attended by the members of the RPT Committee, Massimo Masotti (Chairman), Giorgio Ghiglieno and Elisabetta Righini and by the Chairman of the RPT Committee of Unipol, Pierluigi Morara, along with the other member of the committee, Massimo Desiderio. During this meeting, the final solutions identified by the legal advisors for the definition of a share contractual text were evaluated.

---

<sup>(9)</sup> These statements were also accompanied by tables containing a description of the activities carried out (or still underway) for the companies of the Unipol Group during the last three years (2015-2017) by the advisors and the related fees and incidence of the same on annual turnover.

UnipolSai and Unipol thus went on to negotiate the consideration for the Arca Vita Shares, reaching an agreement on the Arca Vita Price.

On 21 March 2018, the RPT Committee examined (i) the Deloitte Fairness Opinion, (ii) the Laghi Fairness Opinion, (iii) the Legal Opinion, (iv) the Purchase Agreement, and (v) the Forecast Opinion.

On the same date, in light of the foregoing, the RPT Committee unanimously issued its favourable motivated opinion on: (i) the interest of UnipolSai in concluding the Transaction and (ii) the convenience and substantial correctness of the terms and conditions thereof.

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

#### *2.8.2. Approval of the Transaction by the Board of Directors*

On 22 March 2018, on the basis of the preparatory documentation received and the Opinion of the RPT Committee, the JP Morgan Fairness opinion, the Laghi Fairness Opinion and the Forecast Opinion, the Board of Directors of UnipolSai - agreeing with the reasons and grounds underlying the Transaction and having ascertained the interest of the Company in concluding the Transaction and the convenience of the related conditions - approved the purchase of the Arca Vita Shares and, consequently, the signing of the Purchase Agreement.

### **3. STATEMENT OF THE MANAGER IN CHARGE OF FINANCIAL REPORTING**

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

### **ANNEXES**

- Annex A - Opinion of the RPT Committee, including the opinion issued to the Committee by financial advisor Deloitte on the financial fairness of the Arca Vita Price also in relation to market values.
- Annex B - Opinion issued by financial advisor JP Morgan to the Board of Directors of UnipolSai on the financial fairness of the Arca Vita Price.
- Annex C - Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai and to the RPT Committee by Studio Laghi on the fairness of the principles, estimation methods and adequacy of the application criteria adopted by Deloitte and JP Morgan.

Annex A – Opinion of the RPT Committee, including the opinion issued to the Committee by financial advisor Deloitte on the financial fairness of the Arca Vita Price also in relation to market values.

**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, stipulino 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, si 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
<u>Valore Partecipazione Arca Vita (*)</u>		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.

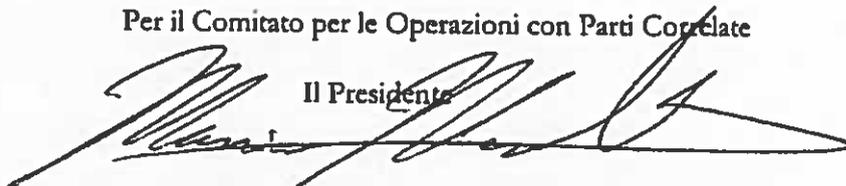
## 6. Conclusioni

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 probabilitizzati.
  - 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:

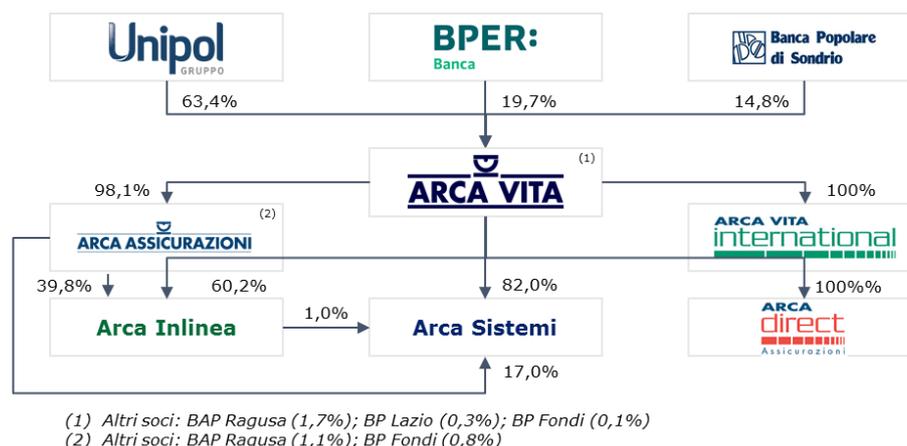
- lettura ed analisi della documentazione di cui al paragrafo 3;
- incontri con la Direzione di Arca Vita, Arca Assicurazioni e AVI durante i quali ci sono state rappresentate le principali caratteristiche delle compagnie, le attività svolte e il mercato di riferimento nonché le linee guida e le assunzioni 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:

$EV = \text{Embedded Value} = \text{Adjusted Net Asset Value (ANAV)} + \text{Value of business In-Force (VIF)}$ .

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.

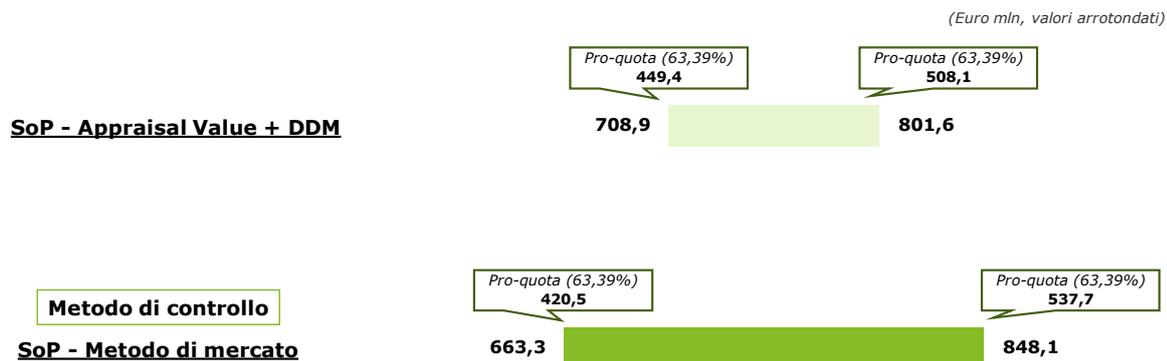
Multipli di transazioni	P/E	P/BV
<b>Media Vita</b>	<b>16,55x</b>	<b>1,65x</b>
<b>Media Vita con Unit</b>	<b>17,21x</b>	<b>1,71x</b>
<b>Media Danni</b>	<b>11,86x</b>	<b>2,20x</b>

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

Annex B – Opinion issued by financial advisor JP Morgan to the Board of Directors of UnipolSai on the financial fairness of the Arca Vita Price.

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*

Annex C – Opinion issued to the Board of Directors of UnipolSai and to the RPT Committee by Studio Laghi on the fairness of the principles, estimation methods and adequacy of the application criteria adopted by Deloitte and 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 verificano successivamente alla data di riferimento delle analisi potrebbero influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo Studio Laghi non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;
- le conclusioni alle quali si è pervenuti all'esito delle analisi valutative sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nel Parere e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- i dati, le informazioni, le stime e le proiezioni considerate nel Parere non potranno essere utilizzati per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- ai fini dello svolgimento delle attività di cui all'Offerta non si risponde delle attività di consulenza svolte da altri consulenti o altri soggetti;
- le analisi valutative sono state effettuate nel presupposto che l'Operazione sarà perfezionata secondo i termini e le condizioni comunicate allo Studio Laghi all'epoca di redazione del Parere, assumendo parimenti che le eventuali

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

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

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

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

---

Nel presente paragrafo si riepilogano i principi, i metodi e i criteri applicativi adottati dagli Advisor Finanziari ai fini della stima del valore economico 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

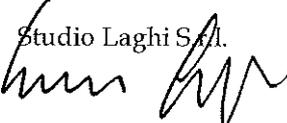
---

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.  


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

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

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

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

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



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

Registered office  
Via Stalingrado, 45  
40128 Bologna (Italy)

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