

**RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
SUL PROGETTO DI FUSIONE
DI
LIGURIA - SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI - S.P.A.
E
LIGURIA VITA S.P.A.
IN
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.**

(redatta su base volontaria in conformità all'art. 2501-*quinquies* del codice civile e dell'art. 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato)

UnipolSai Assicurazioni S.p.A.
Sede Legale in Bologna, Via Stalingrado 45 - Capitale sociale Euro 1.996.129.451,62 i.v.
Codice Fiscale e Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna 00818570012
Società iscritta all'Albo delle imprese assicurative al n. 1.00006
Soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.
e appartenente al Gruppo Assicurativo Unipol, iscritto al n. 046 dell'Albo dei Gruppi Assicurativi

La presente Relazione Illustrativa è stata redatta su base volontaria ai sensi della normativa italiana e non potrà essere, né in tutto o in parte, né in originale o in copia, diffusa, direttamente o indirettamente, in altre giurisdizioni e, in particolare, Australia, Giappone, Canada o Stati Uniti d'America e/o comunicata ad un investitore residente in tali Paesi. La diffusione della presente Relazione Illustrativa in qualsiasi giurisdizione (esclusa l'Italia), compresi Australia, Giappone, Canada o Stati Uniti d'America, può essere soggetta a specifiche normative e restrizioni. Ogni soggetto che entri in possesso della presente Relazione Illustrativa dovrà preventivamente verificare l'esistenza di tali normative e restrizioni ed in ogni caso attenersi alle stesse. Il mancato rispetto tali normative e restrizioni potrebbe costituire un reato in tale giurisdizione.

Inoltre, la presente relazione Illustrativa è stata predisposta da UnipolSai Assicurazioni S.p.A. esclusivamente con finalità informative nel contesto dell'operazione di Fusione infragruppo ivi descritta e, pertanto, il contenuto del presente documento non costituisce una raccomandazione in relazione a strumenti finanziari emessi dalla Società o da altre società del Gruppo, né si riferisce ad un'offerta ovvero ad una sollecitazione alla vendita o all'acquisto di strumenti finanziari emessi dalla Società o da altre società del Gruppo, né potrà in qualsiasi modo costituire la base di alcuna decisione di investimento da parte dei relativi destinatari

* * * * *

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. SUL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI LIGURIA - SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI - S.P.A. E DI LIGURIA VITA S.P.A. IN UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.

La presente relazione illustrativa (la “**Relazione Illustrativa**”) è redatta, su base volontaria (per quanto *infra* precisato), dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (di seguito, “**UnipolSai**” o l’“**Incorporante**” o la “**Società**”) e descrive, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione per incorporazione (di seguito, il “**Progetto di Fusione**”) di Liguria - Società di Assicurazioni - S.p.A. (di seguito, “**Liguria**”) e di Liguria Vita S.p.A. (di seguito, “**Liguria Vita**” e, insieme a Liguria, le “**Incorporande**”, nonché, insieme all’Incorporante, le “**Società Partecipanti alla Fusione**”) in UnipolSai (di seguito, la “**Fusione**” o l’“**Operazione**”).

Considerato che UnipolSai detiene alla data della presente Relazione Illustrativa il – e deterrà alla data di stipula dell’atto di Fusione non meno del – 99,97% del capitale sociale di Liguria (che, a sua volta, detiene il 100% del capitale sociale di Liguria Vita), la Fusione avrà luogo in forma semplificata ai sensi e per gli effetti degli artt. 2505 e 2505-*bis* del codice civile, e pertanto (*i*) sarà approvata dal Consiglio di Amministrazione dell’Incorporante con deliberazione risultante da atto pubblico, in coerenza con quanto previsto dall’art. 2365, comma 2, del codice civile e dall’art. 17 dello statuto sociale di UnipolSai, fermo restando quanto previsto dagli artt. 2505, comma 3, e 2505-*bis*, comma 3, del codice civile (al riguardo, si veda il successivo paragrafo 8 della Relazione Illustrativa), e (*ii*) non richiede la relazione degli esperti ai sensi dell’art. 2501-*sexies* del codice civile, considerato che nel caso di specie – come consentito dall’art. 2505-*bis*, comma 1, del codice civile – agli azionisti di Liguria, diversi da UnipolSai, i quali non intendessero partecipare alla Fusione verrà riconosciuto il diritto di far acquistare le loro azioni dall’Incorporante (di seguito, il “**Diritto di Vendita**”) per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso (al riguardo, si veda il successivo paragrafo 4 della Relazione Illustrativa).

Ancorché il richiamato art. 2505-*bis* del codice civile consenta, subordinatamente al riconoscimento del Diritto di Vendita, di non applicare l'art. 2501-*quinquies* del codice civile (*“Relazione dell'organo amministrativo”*), tuttavia i Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Liguria hanno ritenuto – su base, come detto, volontaria – di redigere le rispettive relazioni illustrative.

La procedura semplificata anzidetta rappresenta un'opzione percorribile in quanto nel caso di specie non trova applicazione l'art. 2501-*bis* del codice civile (*“Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”*).

1. SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

1.1. UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

1.1.1. Dati societari

UnipolSai Assicurazioni S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Bologna, via Stalingrado n. 45, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna 00818570012, è iscritta all'Albo delle Imprese di Assicurazione e Riassicurazione tenuto dall'IVASS (Sezione I) al n. 100006.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, UnipolSai (*aa*) è controllata di diritto (ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359, comma 1, n. 1, del codice civile; dell'art. 72, comma 1, del d.lgs. 7 settembre 2005 n. 209 e dell'art. 93, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) e in via diretta da Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (*“UGF”*), con una partecipazione pari al 63,41% del capitale sociale ordinario; (*bb*) è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e seguenti del codice civile; e (*cc*) fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol, facente capo a UGF e iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi tenuto dall'IVASS al n. 046.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, il capitale sociale di UnipolSai, sottoscritto e interamente versato, è pari ad Euro 1.996.129.451,62, suddiviso in complessive n. 2.654.102.017 azioni, senza indicazione del valore nominale e quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., di cui n. 2.275.632.026 azioni ordinarie, n. 1.276.836 azioni di risparmio di categoria A (le *“Azioni di Risparmio A”*) e n. 377.193.155 azioni di risparmio di categoria B (le *“Azioni di Risparmio B”* e, insieme alle Azioni di Risparmio A, le *“Azioni di Risparmio”*).

Si rammenta che l'Assemblea Straordinaria di UnipolSai, riunitasi in data 26 gennaio 2015, ha approvato la conversione obbligatoria delle Azioni di Risparmio in azioni ordinarie UnipolSai (la *“Conversione”*), sulla base dei seguenti rapporti di conversione:

- (i) n. 100 azioni ordinarie di nuova emissione, aventi godimento regolare, per ciascuna Azione di Risparmio A, senza pagamento di alcun conguaglio;
- (ii) n. 1 azione ordinaria di nuova emissione, avente godimento regolare, per ciascuna Azione di Risparmio B, senza pagamento di alcun conguaglio.

La Conversione è stata approvata anche dalle assemblee speciali dei possessori di Azioni di Risparmio in data 27 gennaio 2015.

Essendosi altresì verificate, alla data della presente Relazione Illustrativa, tutte le altre condizioni sospensive all'efficacia della Conversione, è previsto che quest'ultima trovi esecuzione e divenga pertanto efficace

prima della data di stipula dell'atto di Fusione e, quindi, prima della relativa Data di Efficacia (come *infra* definita).

Si rammenta, inoltre, che il Consiglio di Amministrazione di UnipolSai del 7 maggio 2015 ha approvato la proposta di introduzione nello statuto sociale di modifiche inerenti alla competenza dell'Assemblea degli azionisti e del Consiglio di Amministrazione in coerenza con la nuova Procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate, deliberata dal presente organo amministrativo in data 15 maggio 2015 ai sensi del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato. L'adozione di tali modifiche statutarie è subordinata *(i)* all'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria dei Soci, convocata al proposito per il 17 giugno 2015 e *(ii)* all'approvazione, da parte dell'IVASS, ai sensi e per gli effetti dell'art. 196 del d.lgs. n. 209 del 7 settembre 2005 e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008, come successivamente modificato (le "**Modifiche Statutarie OPC**").

È previsto che, al pari della Conversione, anche l'introduzione delle Modifiche Statutarie OPC assuma efficacia prima della data di stipula dell'atto di Fusione e, quindi, prima della Data di Efficacia.

1.1.2. Oggetto sociale

Ai sensi dell'art. 3 dello statuto sociale, UnipolSai ha per oggetto l'esercizio, sia in Italia sia all'estero, di tutti i rami di assicurazione, di riassicurazione e di capitalizzazione consentiti dalla legge.

La Società può inoltre gestire le forme di previdenza complementare di cui alla normativa vigente e successive modificazioni ed integrazioni, nonché istituire, costituire e gestire fondi pensione aperti e svolgere attività accessorie o funzionali alla gestione dei fondi medesimi.

La Società può compiere le operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, di investimento e di disinvestimento, connesse con lo scopo anzidetto.

UnipolSai può altresì prestare fidejussioni ed altre garanzie sotto qualsiasi forma; assumere interessenze e partecipazioni in altre imprese aventi oggetto analogo od affine al proprio; assumerne la rappresentanza o la gestione.

A scopo di investimento e nei limiti stabiliti dalla legge, la Società può altresì assumere interessenze e partecipazioni in imprese aventi fini diversi.

1.2. Liguria - Società di Assicurazioni - S.p.A.

1.2.1. Dati societari

Liguria - Società di Assicurazioni - S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Milano, Via Senigallia n. 18/2; codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 00436950109, è iscritta all'Albo delle Imprese di Assicurazione e Riassicurazione tenuto dall'IVASS (Sezione I) al n. 100009.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, Liguria *(aa)* è controllata di diritto (ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359, comma 1, n. 1, del codice civile; dell'art. 72, comma 1, del d.lgs. 7 settembre 2005 n. 209 e dell'art. 93, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) in via diretta da UnipolSai, con una partecipazione pari al 99,97% del capitale sociale; *(bb)* è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e seguenti del codice civile; e *(cc)* fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol, facente capo a UGF e iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi tenuto dall'IVASS al n. 046.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, il capitale sociale di Liguria, sottoscritto e interamente versato, è pari ad Euro 36.800.000,00, suddiviso in complessive n. 36.800.000 azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Le azioni di Liguria non sono quotate.

1.2.2. Oggetto sociale

Ai sensi dell'art. 3 dello statuto sociale, Liguria ha per oggetto l'esercizio, sia in Italia che all'estero, dell'assicurazione e della riassicurazione in tutti i rami indicati nel comma 3, dell'art. 2 del d.lgs. n. 209 del 7 settembre 2005, e successive modificazioni ed integrazioni.

Ai fini di cui sopra, Liguria può compiere operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, di investimento e di disinvestimento, consentite dalla vigente normativa, ivi compreso il rilascio di fidejussioni e altre garanzie sotto qualsiasi forma, nonché – anche a scopo di investimento – l'assunzione di interessenze e partecipazioni in altre società o enti.

1.3. Liguria Vita S.p.A.

1.3.1. Dati societari

Liguria Vita S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Milano, Via Senigallia n. 18/2; codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 02062090267, è iscritta all'Albo delle Imprese di Assicurazione e Riassicurazione tenuto dall'IVASS (Sezione I) al n. 100089.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, Liguria Vita (*aa*) è interamente controllata (ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359, comma 1, n. 1, del codice civile; dell'art. 72, comma 1, del d.lgs. 7 settembre 2005 n. 209 e dell'art. 93, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) in via diretta da Liguria, e quindi in via indiretta da UnipolSai; (*bb*) è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF ai sensi e per gli effetti degli artt. 2497 e seguenti del codice civile; e (*cc*) fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol, facente capo a UGF e iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi tenuto dall'IVASS al n. 046.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, il capitale sociale di Liguria Vita, sottoscritto e interamente versato, è pari ad Euro 6.000.000,00, suddiviso in complessive n. 1.200.000 azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 5,00 ciascuna.

Le azioni di Liguria Vita non sono quotate.

1.3.2. Oggetto sociale

Ai sensi dell'art. 3 dello statuto sociale, Liguria Vita ha per oggetto l'esercizio delle attività indicate nel comma 1, dell'art. 2 del d.lgs. n. 209 del 7 settembre 2005, e successive modificazioni ed integrazioni, della relativa riassicurazione e delle operazioni connesse a tali attività, nonché l'esercizio delle assicurazioni rientranti nei rami 1 (infortuni) e 2 (malattia) indicati nel comma 3 dell'art. 2 del d.lgs. n. 209 del 7 settembre 2005, della relativa riassicurazione e delle operazioni connesse.

Liguria Vita può – con i contratti relativi alle assicurazioni sulla durata della vita umana, di nuzialità e di natalità anche connessi con fondi di investimento – garantire, in via complementare, i rischi di danno alla persona.

Liguria Vita può inoltre gestire le forme di previdenza complementare di cui alla normativa di volta in volta vigente, nonché costituire e gestire fondi pensione aperti e compiere per gli stessi quanto consentito dalla legge.

Ai fini di cui sopra, Liguria Vita può compiere operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, di investimento e di disinvestimento, consentite dalla vigente normativa, ivi compresi il rilascio di fidejussioni ed altre garanzie sotto qualsiasi forma, nonché – anche a scopo di investimento – l’assunzione di interessenze e partecipazioni in altre società o enti.

2. MOTIVAZIONI INDUSTRIALI E SOCIETARIE DELLA FUSIONE

Come noto, nel 2012 le Incorporande sono entrate a far parte del Gruppo Unipol per effetto dell’acquisto del controllo, da parte di UGF, sull’allora gruppo Premafin-Fondiarria-Sai.

Successivamente, in data 6 gennaio 2014, è divenuta efficace la fusione per incorporazione di Unipol Assicurazioni S.p.A., Premafin HP S.p.A. e Milano Assicurazioni S.p.A. in FONDIARIA-SAI S.p.A. e, per l’effetto, quest’ultima (che ha modificato la propria denominazione sociale in “UnipolSai Assicurazioni S.p.A.”) è divenuta titolare diretta del 99,97% del capitale sociale di Liguria (che a sua volta, come detto, detiene l’intero capitale sociale di Liguria Vita).

L’integrazione che ha portato alla nascita di UnipolSai ha avviato il processo di riorganizzazione societaria del Gruppo Unipol – in coerenza con gli obiettivi di efficienza operativa e di contenimento dei costi di struttura previsti dal Piano Industriale di Gruppo 2013-2015 – che è articolato in una serie di operazioni di efficientamento e razionalizzazione, in gran parte portate a compimento e, per la restante parte, ancora in corso di esecuzione e completamento.

La Fusione si inserisce, pertanto, nel contesto anzidetto, perseguendo l’obiettivo *(i)* di semplificare ed efficientare la gestione e l’organizzazione amministrativa, patrimoniale e finanziaria del Gruppo medesimo e *(ii)* di eliminare duplicazioni di strutture e competenze.

In particolare, la realizzazione della Fusione contribuirà a una maggiore efficienza nella gestione operativa delle attività afferenti al Gruppo Unipol, razionalizzando ed ottimizzando le risorse ad oggi impiegate nelle Società Partecipanti alla Fusione, tenuto conto che:

- (aa)* Liguria è una compagnia assicurativa tradizionale multiramo, che opera nei rami Danni per il tramite di una rete di circa 270 agenti, per lo più plurimandatari (nell’esercizio 2014 Liguria ha raccolto premi per circa Euro 146 milioni, con un *combined ratio* del 107,1%, registrando un risultato economico positivo per circa 1 milione di Euro); e
- (bb)* Liguria Vita è una compagnia assicurativa tradizionale, che opera nei rami Vita mediante una rete di circa 232 agenti, quasi interamente con mandato “Liguria Assicurazioni” (nell’esercizio 2014 Liguria Vita ha raccolto premi per circa Euro 27 milioni, registrando un risultato economico positivo per circa Euro 353.000).

Inoltre, la Fusione consentirà agli azionisti di Liguria diversi dall’Incorporante *(x)* di divenire azionisti di una società quotata (UnipolSai), ricevendo in concambio titoli molto più liquidi di quelli attualmente detenuti in Liguria oppure *(y)* qualora non intendessero partecipare alla Fusione, di vedersi riconosciuto il Diritto di Vendita, per il corrispettivo indicato al paragrafo 4 che segue, determinato sulla base dei medesimi criteri

utilizzati per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso dall'art. 2437-ter, comma 2, del codice civile.

A ciò si aggiunga che il perfezionamento della Fusione consente altresì di adempiere alle misure impartite dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ("AGCM") a UGF e a UnipolSai, a seguito dell'acquisto, da parte di UGF, del controllo dell'ex gruppo Premafin/Fondiaria-Sai.

3. RAPPORTO DI CAMBIO E CRITERI SEGUITI PER LA SUA DETERMINAZIONE

3.1. Premessa.

La Fusione verrà deliberata sulla base delle situazioni patrimoniali di UnipolSai, di Liguria e di Liguria Vita al 31 dicembre 2014, utilizzate ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del codice civile e costituite:

- per quanto concerne UnipolSai, dal progetto di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014, approvato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai medesima nella riunione del 19 marzo 2015 e sottoposto all'approvazione dell'assemblea ordinaria degli azionisti della stessa convocata per il 17 giugno 2015 (e quindi in data successiva a quella della presente Relazione Illustrativa); e
- relativamente a Liguria e Liguria Vita, dal bilancio dell'esercizio al 31 dicembre 2014, approvato dalle rispettive assemblee dei soci in data 22 aprile 2015.

Si rammenta che, mediante la Fusione:

- (i) saranno assegnate agli azionisti di Liguria diversi da UnipolSai – che non eserciteranno il Diritto di Vendita – azioni ordinarie dell'Incorporante, secondo il Rapporto di Cambio più oltre indicato;
- (ii) saranno annullate senza concambio le azioni Liguria detenute dal socio UnipolSai (anche ad esito del completamento della procedura concernente il Diritto di Vendita), in esecuzione e nel rispetto di quanto disposto dall'art. 2504-*ter* del codice civile; e
- (iii) saranno annullate senza concambio tutte le azioni Liguria Vita attualmente detenute dall'unico socio Liguria e confluite nel patrimonio di UnipolSai, in conseguenza dell'incorporazione di Liguria nell'Incorporante, in un momento giuridico immediatamente precedente al perfezionamento dell'incorporazione di Liguria Vita in UnipolSai.

Difatti, pur essendo la Fusione un'operazione unitaria avente un'unica e contestuale Data di Efficacia (come *infra* definita), sotto un profilo logico e giuridico l'incorporazione di Liguria in UnipolSai – e la conseguente acquisizione da parte di quest'ultima dell'intero capitale sociale di Liguria Vita – sarà perfezionata in un momento immediatamente antecedente a quello di perfezionamento dell'incorporazione di Liguria Vita in UnipolSai.

Ciò premesso, ai fini della determinazione del rapporto di cambio previsto nell'ambito della Fusione (di seguito, il "**Rapporto di Cambio**"), indicato al successivo paragrafo 3.6, i Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Liguria sono stati supportati da un consulente finanziario di comprovata professionalità e indipendenza, identificato in KPMG Advisory S.p.A. (di seguito anche "**KPMG**" o l'**"Advisor"**), che ha rilasciato apposita *fairness opinion* in ordine alla congruità delle condizioni finanziarie della Fusione (la "**Fairness Opinion**").

3.2. Approccio metodologico

Il valore del capitale economico dell’Incorporante e delle Incorporande è stato determinato dai Consigli di Amministrazione di UnipolSai e Liguria, con il supporto dell’*Advisor*, adottando metodologie comunemente utilizzate dalla prassi professionale, e segnatamente, quale metodologia principale il cosiddetto metodo *Sum of the Parts* (anche “**SOP**”) e quali metodologie di controllo i cosiddetti metodi di mercato.

Con riferimento all’approccio metodologico utilizzato, anche col supporto dell’*Advisor* – il quale, ai propri fini, ha condiviso ed utilizzato le medesime metodologie applicate per le valutazioni interne dagli Organi direzionali competenti delle Società Partecipanti alla Fusione (le “**Valutazioni interne**”) – si segnala che l’obiettivo delle analisi condotte è stato quello di ottenere valori ragionevolmente raffrontabili ai fini della determinazione dei rapporti di cambio (i “**Valori Relativi**”). In termini generali, infatti, l’obiettivo della raffrontabilità dei valori, finalizzato in ultima analisi alla determinazione di rapporti relativi ragionevolmente attendibili, può essere perseguito anche selezionando una pluralità di metodi di valutazione che consentano di esprimere il valore delle società incluse nel perimetro dell’operazione di fusione, ben avendo presente il fatto che società diverse possono essere caratterizzate da componenti di valore differenti per origine e che quindi richiedono una interpretazione adeguata alle circostanze.

Inoltre, relativamente alla scelta dei metodi valutativi adottati, anche col supporto dell’*Advisor*, per la definizione di un intervallo di Rapporto di Cambio, si segnala che:

- le Società Partecipanti alla Fusione sono state considerate ed analizzate in base al criterio dell’autonomia (*stand-alone*), vale a dire nella loro condizione attuale, come se fossero destinate a rimanere autonome, con la stessa struttura economico-patrimoniale attualmente esistente. Di conseguenza non si è tenuto conto di alcun effetto derivante dall’aggregazione (sinergie). Le eventuali sinergie, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non hanno influenzato la definizione dei Valori Relativi dell’Incorporante e delle Incorporande ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- sono stati applicati metodi di valutazione, comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale, ritenuti idonei a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie delle Società Partecipanti alla Fusione;
- le metodologie valutative prescelte sono state applicate in modo omogeneo, tenendo comunque conto delle rispettive caratteristiche distintive;
- le analisi valutative sono state condotte sulla base di un approccio c.d. “*ex dividend*”, riducendo il valore economico stimato nelle metodologie individuate dell’importo del dividendo delle Società Partecipanti alla Fusione che sarà oggetto di distribuzione. In particolare, nella determinazione del valore economico di UnipolSai non è stato valorizzato il dividendo relativo all’utile netto di esercizio 2014, pari ad Euro 483,5 milioni, la cui proposta di distribuzione, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 19 marzo 2015, sarà sottoposta all’approvazione da parte dell’Assemblea dei soci che si terrà in data 17 giugno 2015 (il “**Dividendo 2014 UnipolSai**”). Tale approccio è stato adottato sulla base delle tempistiche legate al perfezionamento dell’Operazione, che si verificherà, subordinatamente all’ottenimento delle necessarie autorizzazioni, in data successiva alla distribuzione del Dividendo 2014 UnipolSai.

Come anticipato, pertanto, ai fini della determinazione dei Valori Relativi delle Incorporande e dell’Incorporante, è stato utilizzato, col supporto dell’*Advisor*, il metodo *Sum of the Parts*, quale metodologia principale, e i metodi di mercato, quali metodologie di controllo.

3.2.1. Descrizione della metodologia principale

La scelta di una metodologia analitica quale il SOP è stata motivata dal fatto che tale metodologia permette di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche.

L'approccio *Sum of the Parts* calcola il valore economico di una società o di un ramo di essa come somma dei valori di capitale economico attribuibili alle diverse linee di *business* presenti nell'ambito della medesima struttura societaria.

Tale approccio si applica sia nel caso di *holding* che detengono partecipazioni in società operative in *business* eterogenei, che con riferimento a società che svolgono *business* differenti nell'ambito della medesima struttura societaria. In quest'ultimo caso, il valore economico di una società è dato dalla somma dei valori attribuibili a ciascuna linea di *business* che la compone sulla base del profilo di rischio e del conseguente rendimento atteso nonché del capitale allocato alle medesime.

$$W = \sum K$$

dove:

W = valore del capitale economico della società;

K = valore del capitale economico delle singole linee di *business*.

Nell'ambito dell'applicazione del *Sum of the Parts*, tenuto conto delle considerazioni sopra esposte, si è fatto riferimento a metodologie ampiamente utilizzate dalla dottrina e dalla prassi valutativa in materia di valutazione di compagnie assicurative, caratterizzate dalla presenza nel mercato dei rami Danni e dei rami Vita.

In particolare, con riferimento alla valutazione delle attività del *business* Danni delle società coinvolte, si è fatto riferimento alla metodologia del *Dividend Discount Model* nella variante *excess capital* (“DDM”).

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

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

dove:

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

k_e = Costo del capitale proprio, in due differenti scenari: (i) uno scenario base (“**Scenario Base**”), basato su un k_e pari a 7,38%, stimato secondo la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (“**CAPM**”), come *infra* definita; (ii) uno scenario di sensitività (“**Scenario di Sensitività**”), basato su un k_e pari a 8,43%, stimato sulla base di un'analisi di *benchmark* relativa al costo del capitale implicito nelle valutazioni degli analisti con focus sul titolo UnipolSai rilasciate negli ultimi 6 mesi.

D_i = dividendi attesi in un periodo di proiezioni esplicite mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione, sulla base di un *Solvency I ratio target* pari a 120%, come da prassi valutativa.

n = Periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni), relativo all'orizzonte temporale 2015-2019.

TV = Valore residuo o *Terminal Value* assunto come valore attuale della rendita perpetua stimata sulla base del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Ai fini dell'applicazione del DDM, il costo del capitale proprio è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento; in particolare il k_e risulta dalla somma del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e di un premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività delle società oggetto di valutazione.

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio.

β = Coefficiente beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso.

$R_m - R_f$ = Premio, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 5,0%, come suggerito dalla prassi professionale, sulla base del differenziale di rendimento di lungo periodo tra titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali.

I parametri di mercato sono stati desunti da *information data provider*, alla data del 31 dicembre 2014.

Pertanto il costo del capitale adottato nello Scenario Base della metodologia del DDM è stato calcolato considerando:

- un tasso di riferimento *risk free* (R_f) identificato sulla base del rendimento lordo medio a 12 mesi del BTP Italia decennale, pari al 2,92%;
- un coefficiente beta (β) pari a 0,89, stimato considerando la media dei beta storici a 5 anni di un campione costituito da compagnie italiane ed europee quotate ed operanti prevalentemente nei Rami Danni.

Sulla base di quanto esposto, il costo del capitale proprio di UnipolSai e di Liguria è stato stimato pari a 7,38%.

Ai fini della determinazione del valore attribuibile alle attività nei rami Vita di UnipolSai e Liguria Vita, è stata adottata la metodologia dell'*Appraisal Value*.

Il metodo dell'*Appraisal Value* determina il valore di una compagnia assicurativa, definito come somma del Patrimonio Netto Rettificato ("PNR") ad essa attribuito, del valore stimato del portafoglio in essere ("VIF") e del *Goodwill* ("NBV") riconducibile alla futura nuova produzione. In particolare:

$$W = PNR + VIF + VNB$$

dove:

W = Valore del capitale economico del *business* oggetto di analisi.

PNR = **Patrimonio Netto Rettificato** alla data di riferimento della valutazione. Il Patrimonio Netto Rettificato risulta pertanto pari al Patrimonio Netto Contabile (“PNC”), rettificato in funzione delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell’attivo e del passivo patrimoniale ed i corrispondenti valori iscritti in bilancio. Nel caso specifico, ovvero di stima del PNR finalizzato alla determinazione dell’*Embedded Value*, le rettifiche da apportare in sede di determinazione del PNR devono risultare coerenti con quelle già riflesse nella stima del VIF al fine di evitare duplicazioni e per tenere in considerazione gli effetti attribuibili agli assicurati per quanto concerne i rami Vita.

VIF = Il *Value of In-force Business* è inteso come valore del portafoglio in essere alla data di riferimento della valutazione, determinato scontando gli utili netti generati in futuro dal portafoglio stesso, al netto della riassicurazione, delle tasse, dei costi operativi associati a tale portafoglio e degli oneri figurativi derivanti dal mantenimento dei livelli di capitalizzazione necessari per far fronte ai requisiti di vigilanza vigenti al momento della valutazione. Tali flussi sono solitamente attualizzati ad un costo del capitale inferiore rispetto al costo del capitale della società in quanto alcune delle componenti di rischio associate agli stessi sono già riflesse nelle ipotesi attuariali (i.e. *paid-up*, *lapse rate*, tassi, ecc.), oltre al limitato rischio di acquisizione. La somma del PNR e del VIF rappresenta l’*Embedded Value* (“EV”) della compagnia.

NBV = *Value of New Business* o *Goodwill* è stimato sulla base di metodologie finanziarie ed attuariali tenendo in considerazione i flussi futuri legati alla nuova produzione al netto dei costi di vendita (“*point of sale*”) e operativi, delle imposte, della riassicurazione ed al netto degli oneri figurativi derivanti dal mantenimento dei livelli di capitalizzazione necessari a far fronte ai requisiti di vigilanza vigenti al momento della valutazione.

3.2.2. Descrizione dei metodi di controllo

I metodi di mercato adottati nell’ambito delle analisi valutative fanno riferimento principalmente a due metodologie: (i) metodo di multipli di società quotate comparabili, adottando il multiplo medio *Price/Book Value* 2014 (P/BV), calcolato sulla base delle quotazioni medie dell’ultimo mese alla data del 27 aprile 2015 e i valori di Patrimonio Netto al 31 dicembre 2014; (ii) metodo delle quotazioni di mercato, con riferimento alla Incorporante UnipolSai, e dei prezzi evidenziati nell’ambito dell’acquisto perfezionato da UnipolSai, in data 14 novembre 2014, di n. 980 azioni di Liguria detenute da soci di minoranza diversi dall’Incorporante. Tali metodologie sono state applicate quali metodi di controllo dei risultati derivanti dall’applicazione delle metodologie analitiche, essendo questi ultimi espressivi sia della capacità reddituale prospettica sia delle consistenze patrimoniali delle società oggetto di valutazione. Inoltre, l’adozione di metodi empirici di mercato, presenta nella fattispecie un limite legato al differente profilo di liquidità dell’investimento nelle società coinvolte, trattandosi in un caso di società quotata (UnipolSai) e nell’altro di società private non quotate (Liguria e Liguria Vita).

In merito all’applicazione di multipli di società quotate ritenute comparabili, il campione adottato anche col supporto dell’*Advisor* è costituito da un campione di società italiane e assicurative europee, operanti prevalentemente nei rami Danni. Si evidenziano nel seguito il campione e i multipli P/BV presi a riferimento:

| Società | Mkt Cap LCUm ln | BV LCUm ln | P/BV 2014 |
|------------------------------|--------------------|---------------|--------------|
| RSA INSURANCE GROUP PLC | 4.348 | 3.825 | 1,14x |
| ADMIRAL GROUP PLC | 4.406 | 567 | n.s. |
| TRYG A/S | 48.370 | 11.119 | 4,35x |
| TOPDANMARK A/S | 24.053 | 5.135 | 4,68x |
| SAMPO OYJ-A SHS | 25.711 | 10.924 | 2,35x |
| ALLIANZ SE-REG | 74.778 | 60.747 | 1,23x |
| ASSICURAZIONI GENERALI | 28.242 | 23.204 | 1,22x |
| CATTOLICA ASSICURAZIONI SCRL | 1.430 | 1.963 | 0,73x |
| VITTORIA ASSICURAZIONI SPA | 665 | 615 | 1,08x |
| MAPFRE SA | 10.648 | 9.153 | 1,16x |
| GRUPO CATALANA OCCIDENTE SA | 3.366 | 2.438 | 1,38x |
| ZURICH INSURANCE GROUP AG | 46.363 | 34.954 | 1,33x |
| BALOISE HOLDING AG - REG | 6.424 | 5.791 | 1,11x |
| HELVETIA HOLDING AG-REG | 5.333 | 5.609 | 0,95x |
| Media | | | 1,75x |

Si riporta nel seguito una descrizione delle modalità di applicazione dei metodi descritti, con evidenza delle assunzioni e delle ipotesi adottate per ciascuna delle società coinvolte, nonché delle relative risultanze valutative.

3.3. Le Incorporande.

La stima del valore di Liguria da considerare ai fini della Fusione e del Rapporto di Cambio è stata effettuata col supporto dell'Advisor alla data di riferimento del 31 dicembre 2014, sulla base del bilancio di esercizio delle Incorporande e tenuto conto della seguente documentazione e delle assunzioni di seguito riportate:

- la stima del valore economico di Liguria è stata condotta adottando la metodologia del SOP, precedentemente descritta, quale somma dei seguenti elementi: (i) il valore economico delle attività di Liguria nei rami Danni, stimato sulla base del metodo del DDM; (ii) il valore economico della società Liguria Vita, stimato attraverso la metodologia dell'*Appraisal Value*; (iii) lo storno del valore contabile della partecipazione di Liguria in Liguria Vita alla data del 31 dicembre 2014;
- con riferimento alla stima del valore economico delle attività nei rami Danni di Liguria, in mancanza di previsioni elaborate dal *management* della società, si è adottato col supporto dell'Advisor, quale migliore approssimazione possibile per i flussi di dividendi attesi nel periodo di proiezione esplicita 2015-2019, il risultato netto al 31 dicembre 2014, normalizzato dell'impatto negativo degli accantonamenti straordinari a riserva sinistri effettuati al termine dell'esercizio 2014;

Tenuto conto delle metodologie, delle assunzioni e dei parametri descritti, si riportano nel seguito gli intervalli di valore economico e del valore per azione di Liguria, determinati col supporto dell'Advisor nei due scenari di valutazione descritti, al variare dei parametri valutativi adottati nei valori centrali:

| | Liguria - Intervalli di valore economico e di valore per azione della metodologia principale | | | | | |
|---------------------------------|--|---|--|--|--|--|
| | Intervallo 1 | | Intervallo 2 | | Intervallo 3 | |
| | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo |
| | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>CoR TV: +1%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>CoR TV: -1%</i> | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>Solvency I: +10%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>Solvency I: -10%</i> | <i>CoR: +1%;</i> <i>Solvency I: +10%;</i> <i>Yield Vita: -50 bps</i> | <i>CoR: -1%;</i> <i>Solvency I: -10%;</i> <i>Yield Vita: +50 bps</i> |
| Scenario Base: | | | | | | |
| Valore economico (€mln) | 132,1 | 171,0 | 137,2 | 163,9 | 135,8 | 164,3 |
| Valore per azione (€) | 3,59 | 4,65 | 3,73 | 4,45 | 3,69 | 4,46 |
| Scenario di Sensitività: | | | | | | |
| Valore economico (€mln) | 119,1 | 150,6 | 122,7 | 145,6 | 121,1 | 146,5 |
| Valore per azione (€) | 3,24 | 4,09 | 3,33 | 3,96 | 3,29 | 3,98 |

Relativamente ai metodi di mercato, col supporto dell'*Advisor* si è proceduto a calcolare i multipli P/BV, impliciti nei corsi azionari di borsa dell'ultimo mese alla data del 27 aprile 2015, del campione di società precedentemente descritto. Applicando il multiplo medio P/BV al Patrimonio Netto Contabile di Liguria al 31 dicembre 2014, si è stimato, col supporto dell'*Advisor*, un valore economico di Liguria pari a Euro 123,0 milioni, corrispondente a un valore per azione pari ad Euro 3,34.

Come detto, in data 14 novembre 2014, l'Incorporante ha perfezionato l'acquisto di un pacchetto azionario di n. 980 azioni ordinarie detenute da soci di minoranza di Liguria, per un valore complessivo pari ad Euro 3.695, corrispondente ad un valore per azione pari ad Euro 3,77. Tale valore, applicato al numero di azioni costituenti il capitale sociale di Liguria, corrisponde ad un valore economico totale pari ad Euro 138,7 milioni.

L'intervallo di valori individuato col supporto dell'*Advisor* nell'applicazione dei metodi di mercato risulta pertanto ricompreso tra Euro 123,0 milioni ed Euro 138,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione di Liguria compreso tra Euro 3,34 ed Euro 3,77.

3.4. L'Incorporante.

Al fine di determinare il numero di azioni ordinarie UnipolSai da assegnare agli azionisti di Liguria diversi dall'Incorporante, sono stati adottati i metodi di valutazione precedentemente descritti nell'ambito della sezione "Approccio metodologico". La stima del valore di UnipolSai da considerare ai fini della Fusione e del Rapporto di Cambio è stata effettuata col supporto dell'*Advisor* alla data di riferimento del 31 dicembre 2014, sulla base della situazione patrimoniale consolidata di UnipolSai, desunta dal Bilancio Consolidato di UnipolSai per l'esercizio 2014, e tenuto conto della seguente documentazione e delle assunzioni di seguito riportate:

- la stima del valore economico di UnipolSai è stata condotta sulla base dei dati economico-patrimoniali consolidati, consuntivi e prospettici, adottando la metodologia del SOP, precedentemente descritta, quale somma dei seguenti elementi: (i) il valore economico delle attività di UnipolSai nei rami Danni, stimato sulla base del metodo del DDM; (ii) il valore economico delle attività nei rami Vita di UnipolSai, stimato attraverso la metodologia dell'*Appraisal Value*;
- con riferimento alla stima del valore economico delle attività nei rami Danni di UnipolSai, non essendo disponibile un aggiornamento approvato dal Consiglio di Amministrazione del Piano Consolidato UnipolSai 2013-2015 presentato alla comunità finanziaria in data 20 dicembre 2012 (il "**Piano Consolidato**"), col supporto dell'*Advisor* si è adottata, per i flussi di dividendi attesi nel periodo di proiezione esplicita 2015-2019, la stima condotta sulla base della media algebrica di (i) il risultato netto consuntivo al 31 dicembre 2013, (ii) il risultato netto al 31 dicembre 2014 e (iii) il risultato netto atteso al 2015, sottostante il *Budget* consolidato UnipolSai 2015 (il "**Budget 2015**"). Tale stima, inclusiva dei flussi di reddito relativi alle società del Gruppo UnipolSai operanti nei settori immobiliare, diversificate e finanziario, risulta ad oggi la migliore approssimazione possibile per la redditività futura del comparto Danni di UnipolSai;
- nella stima del valore per azione di UnipolSai, il valore economico ottenuto dalla metodologia del SOP è stato rapportato ad un numero di azioni c.d. "*fully diluted*", calcolato a partire dall'attuale numero di azioni ordinarie costituenti il capitale sociale (n. 2.275.632.026), nettato del numero di azioni proprie e in capo alle società controllate (n. 53.549.686), e comprensivo sia degli effetti derivanti dall'operazione di Conversione in azioni ordinarie delle azioni di risparmio (n. 504.876.755), sia della conversione della quota rimanente in capo agli istituti finanziari di credito, per nominali Euro 134.300.000, del prestito obbligazionario a conversione obbligatoria (il "**Prestito**

Convertendo) deliberato dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai in data 15 gennaio 2014 ed emesso in data 24 aprile 2014 (n. 49.194.139).

Tenuto conto delle metodologie, delle assunzioni e dei parametri descritti, si riportano nel seguito gli intervalli di valore economico e del valore per azione di UnipolSai, determinati col supporto dell'*Advisor* nei due scenari di valutazione descritti, al variare dei parametri valutativi adottati nei valori centrali:

| UnipolSai - Intervalli di valore economico e di valore per azione della metodologia principale | | | | | | |
|--|---|---|--|--|--|--|
| | Intervallo 1 | | Intervallo 2 | | Intervallo 3 | |
| | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo |
| | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>CoR TV: +1%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>CoR TV: -1%</i> | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>Solvency I: +10%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>Solvency I: -10%</i> | <i>CoR: +1%,</i> <i>Solvency I: +10%,</i> <i>Yield Vita: -50 bps</i> | <i>CoR: -1%,</i> <i>Solvency I: -10%,</i> <i>Yield Vita: +50 bps</i> |
| Scenario Base: | | | | | | |
| Valore economico (€mln) | 8.822,0 | 11.651,9 | 9.290,5 | 11.008,4 | 9.048,2 | 11.120,5 |
| Valore per azione (€) | 3,18 | 4,20 | 3,35 | 3,97 | 3,26 | 4,01 |
| Scenario di Sensitività: | | | | | | |
| Valore economico (€mln) | 8.146,4 | 10.339,5 | 8.486,6 | 9.878,7 | 8.256,2 | 10.020,8 |
| Valore per azione (€) | 2,93 | 3,72 | 3,06 | 3,56 | 2,97 | 3,61 |

Relativamente ai metodi di mercato, l'*Advisor* ha proceduto a calcolare i multipli P/BV, impliciti nei corsi azionari di borsa dell'ultimo mese alla data del 27 aprile 2015, del campione di società precedentemente descritto. Applicando il multiplo medio P/BV al Patrimonio Netto Contabile consolidato di UnipolSai al 31 dicembre 2014, tenuto conto del Dividendo UnipolSai 2014, col supporto dell'*Advisor* è stato stimato un valore economico di UnipolSai pari a Euro 10.516 milioni, corrispondente a un valore per azione pari ad Euro 3,79.

Nell'ambito delle metodologie di mercato, col supporto dell'*Advisor* sono state inoltre prese in considerazione le quotazioni medie di mercato delle azioni ordinarie UnipolSai nel corso dell'ultimo mese a partire dalla data del 27 aprile 2015. Tale valore, pari ad Euro 2,70, è stato applicato al numero di azioni ordinarie *ante* conversione del Prestito Convertendo (n. 2.726.959.095). Il valore così ottenuto è stato rettificato del valore nominale di Euro 134,3 milioni del Prestito Convertendo e del Dividendo 2014 UnipolSai. Dall'applicazione di tale metodologia il valore economico della Incorporante risulta pari ad Euro 7.007 milioni, corrispondente ad un valore per azione pari ad Euro 2,52.

L'intervallo di valori individuato col supporto dell'*Advisor* nell'applicazione dei metodi di mercato risulta pertanto ricompreso tra Euro 7.007 milioni ed Euro 10.516 milioni, corrispondente ad un valore per azione di UnipolSai compreso tra Euro 2,52 ed Euro 3,79.

Tali metodologie, tuttavia, come ricordato nella sezione "Approccio metodologico", sono state utilizzate esclusivamente ai fini di controllo delle risultanze derivanti dai metodi principali, anche alla luce del differente profilo di liquidità dei titoli UnipolSai e Liguria, trattandosi la prima di società quotata e la seconda di società non quotata su mercati regolamentati.

3.5. Difficoltà di valutazione

L'analisi del valore economico di UnipolSai, Liguria e Liguria Vita, la definizione del Rapporto di Cambio e le conclusioni alle quali i Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Liguria sono giunti – e di cui il Consiglio di Amministrazione di Liguria Vita ha preso atto – anche sulla base delle analisi effettuate dall'*Advisor*, devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso delle analisi:

- nelle analisi condotte sono state applicate metodologie di natura diversa, analitiche ed empiriche, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento;
- l'applicazione delle metodologie prescelte ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macro-economico. Tale circostanza è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima;
- in relazione alle proiezioni economico-patrimoniali del *business* Danni di UnipolSai, non essendo disponibile alla data di riferimento delle analisi un aggiornamento approvato dal Consiglio di Amministrazione del Piano Consolidato, per gli anni 2016-2019, è stata utilizzata una stima di risultato netto prospettico sulla base della media del risultato netto degli ultimi due esercizi (2013 e 2014) e del risultato netto desunto dal *Budget* 2015. Tale stima rappresenta, ad oggi, la migliore approssimazione possibile di un risultato netto prospettico 2016-2019, che non riflette, per sua natura, azioni manageriali né mutamenti attesi del contesto di mercato di riferimento, che potrebbero essere incluse in un eventuale aggiornamento del Piano Consolidato;
- con riferimento alle analisi relative a Liguria, in mancanza di proiezioni elaborate dal *management*, è stato utilizzato quale migliore approssimazione possibile per le previsioni 2015-2019 il risultato netto 2014 normalizzato dell'impatto negativo degli accantonamenti straordinari a riserva sinistri effettuati al termine dell'esercizio 2014. Tale stima, per sua natura, non riflette eventuali azioni manageriali né mutamenti attesi del contesto di mercato di riferimento, che potrebbero essere considerate in eventuali previsioni elaborate dal *management* della società;
- nell'ambito dello svolgimento delle analisi, si è fatto riferimento alle più diffuse metodologie valutative accettate dalla migliore dottrina ed impiegate dalla prassi valutativa. Tuttavia, nella scelta dei metodi di valutazione per la definizione dei valori relativi sottostanti gli intervalli di rapporti di cambio, le metodologie di mercato sono state adottate esclusivamente quali metodi di controllo, a causa del limite nell'applicabilità degli stessi, derivante dal differente profilo di liquidità delle società oggetto di valutazione. Nel caso specifico, infatti, UnipolSai è quotata in un mercato regolamentato (Borsa valori di Milano), mentre Liguria è una società non quotata;
- le analisi sono state condotte sulla base dei margini di solvibilità delle società coinvolte, calcolati sulla base delle disposizioni contenute nell'attuale normativa vigente "Solvency I", e fornite dalle competenti strutture delle società.

3.6. Rapporto di Cambio

Sulla base delle valutazioni interne effettuate è risultato un intervallo di rapporti di cambio compreso tra:

- 0,905x e 1,398x azioni di nuova emissione di UnipolSai per ogni azione di Liguria, utilizzando la metodologia principale;
- 0,882x e 1,496x azioni di nuova emissione di UnipolSai per ogni azione di Liguria, utilizzando le metodologie di controllo.

Tali risultanze sono state confermate dall'*Advisor*, dalla cui valutazione è risultata la seguente sintesi degli intervalli di rapporti di cambio, relativamente alla metodologia principale:

| Intervalli di Rapporto di Cambio - Metodologia principale | | | | | | |
|---|---|---|--|--|--|--|
| | Intervallo 1 | | Intervallo 2 | | Intervallo 3 | |
| | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo | Minimo | Massimo |
| | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>CoR TV: +1%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>CoR TV: -1%</i> | <i>Ke/IDR: +50 bps;</i> <i>Solvency I: +10%</i> | <i>Ke/IDR: -50 bps;</i> <i>Solvency I: -10%</i> | <i>CoR: +1%,</i> <i>Solvency I: +10%,</i> <i>Yield Vita: -50 bps</i> | <i>CoR: -1%,</i> <i>Solvency I: -10%,</i> <i>Yield Vita: +50 bps</i> |
| Scenario Base | 0,855x | 1,462x | 0,940x | 1,331x | 0,922x | 1,370x |
| Scenario di Sensitività | 0,869x | 1,395x | 0,937x | 1,294x | 0,912x | 1,339x |

Nell'ambito dell'adozione dei metodi di mercato quale metodologia di controllo, l'intervallo dei rapporti di cambio risulterebbe compreso tra 0,882x e 1,494x.

L'*Advisor*, sulla base dei risultati esposti, avuto riguardo per le ipotesi e limiti adottati nel corso delle proprie analisi valutative, nonché delle difficoltà di valutazione come *infra* definite e riportate, ha ritenuto che il Rapporto di Cambio risultante dalle Valutazioni interne operate dagli Organi direzionali competenti dovesse ritenersi congruo da un punto di vista finanziario

Tenuto conto delle risultanze delle suddette Valutazioni interne e della Fairness Opinion, precedentemente descritte, i Consigli di Amministrazione di UnipolSai e di Liguria hanno determinato il seguente Rapporto di Cambio:

- n. 1,200 azioni ordinarie dell'Incorporante di nuova emissione, senza indicazione del valore nominale e aventi godimento regolare, per ciascuna azione Liguria, avente valore nominale di Euro 1,00, detenuta dagli azionisti di Liguria, diversi da UnipolSai, alla data di stipula dell'atto di Fusione.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

4. DIRITTO DI VENDITA

Il Consiglio di Amministrazione dell'Incorporante (e, per quanto di loro competenza, quelli di Liguria e di Liguria Vita), nell'approvare il Progetto di Fusione, ha deciso, ricorrendone i presupposti, di avvalersi del disposto dell'art. 2505-*bis*, comma 1, del codice civile, che consente – possedendo UnipolSai alla data del Progetto di Fusione ed a quella di stipula dell'atto di Fusione una quota di partecipazione al capitale di Liguria non inferiore al 99,97% – di non applicare, in particolare, le disposizioni di cui all'art. 2501-*sexies* (“*Relazione degli esperti*”) del codice civile, qualora venga concesso agli altri soci di Liguria il Diritto di Vendita, ossia il diritto di far acquistare le loro azioni dalla Incorporante ad un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell'art. 2437-*ter*, secondo comma, del codice civile.

È pertanto riconosciuto a ciascun azionista di Liguria diverso da UnipolSai, che non intendesse partecipare alla Fusione, il Diritto di Vendita per un corrispettivo unitario di Euro 3,77 per ogni azione Liguria posseduta (il “**Valore di Vendita**”).

Il Valore di Vendita delle azioni di Liguria per le quali sarà esercitato il Diritto di Vendita è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di Liguria, ai sensi dell'art. 2437-*ter*, secondo comma, del codice civile, in applicazione dei criteri di valutazione ivi menzionati, previo parere favorevole del Collegio Sindacale e della società di revisione della stessa Liguria.

Relativamente alla valorizzazione del Diritto di Vendita, l'*Advisor* ha rilasciato apposita *fairness opinion*, da cui si evince in particolare che il Valore di Vendita è stato determinato, alla stregua dei criteri previsti per il recesso, sulla base delle metodologie, dei parametri e delle assunzioni riportati al paragrafo 3.3. che precede. Tale prezzo tiene conto, oltre che della situazione patrimoniale di Liguria al 31 dicembre 2014 e delle difficoltà di valutazione già segnalate al paragrafo 3.5:

- del valore delle prospettive reddituali della società stimato dall'*Advisor* attraverso la metodologia principale del *Sum of the Parts*, compreso negli intervalli di valore selezionati (i) nello Scenario Base, pari ad Euro 132,1 milioni ed Euro 171,0 milioni, corrispondenti ad un valore per azione pari ad Euro 3,59 ed Euro 4,65, e (ii) nello Scenario di Sensitività, pari ad Euro 119,1 milioni ed Euro 150,6 milioni, corrispondenti ad un valore per azione pari ad Euro 3,24 ed Euro 4,09;
- del valore desumibile da metodologie di mercato basate su multipli di società quotate ritenute comparabili e sul valore osservato in recenti operazioni che hanno riguardato il capitale sociale di Liguria. Il valore stimato dall'*Advisor* sulla base di tali metodologie risulta compreso tra Euro 123,0 milioni ed Euro 138,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione pari ad Euro 3,34 ed Euro 3,77.

Sulla base delle considerazioni sopra riportate, il Consiglio di Amministrazione di Liguria ha ritenuto che il valore di Euro 3,77 per ciascuna azione di Liguria, che rappresenta l'ultimo riferimento di mercato circa la valorizzazione della Incorporanda, fosse da ritenersi congruo da un punto di vista finanziario, quale prezzo da offrire agli azionisti di minoranza che, in conseguenza dell'operazione di Fusione, intendessero esercitare il loro Diritto di Vendita. Detto Valore di Vendita risulta compreso sia nei *range* individuati nelle Valutazioni interne che nei *range* individuati dall'*Advisor* mediante l'utilizzo dei metodi del SOP, quale metodo principale, nonché negli intervalli evidenziati applicando i metodi di mercato, quale metodo di controllo.

Ai fini dell'esercizio del Diritto di Vendita, gli azionisti di Liguria dovranno inviare una lettera raccomandata al seguente indirizzo dell'Incorporante "UnipolSai Assicurazioni S.p.A. – Segreteria Generale – Ufficio Soci – Via Stalingrado 37, 40128 Bologna" entro il termine di quindici giorni di calendario dalla data di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano della delibera assembleare di Liguria di approvazione del Progetto di Fusione, con l'indicazione delle generalità del socio, del domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento e del numero delle azioni Liguria per le quali il Diritto di Vendita viene esercitato e provvedendo, altresì, al deposito presso la sede dell'Incorporante, all'indirizzo suindicato, delle suddette azioni entro i cinque giorni di calendario successivi all'invio della comunicazione di esercizio del Diritto di Vendita. L'azionista di Liguria che abbia esercitato il Diritto di Vendita non potrà cedere a terzi o disporre in alcun modo delle azioni Liguria per le quali ha esercitato tale Diritto sino alla conclusione della procedura di vendita.

Il trasferimento delle azioni Liguria per le quali è stato esercitato il Diritto di Vendita in favore di UnipolSai, e il contestuale pagamento del Valore di Vendita, avverrà prima della sottoscrizione dell'atto di Fusione.

L'efficacia della vendita è risolutivamente condizionata alla mancata stipula dell'atto di Fusione.

5. AUMENTO DI CAPITALE DELL'INCORPORANTE A SERVIZIO DEL RAPPORTO DI CAMBIO E MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE NUOVE AZIONI

Considerato che per effetto della Fusione, alla Data di Efficacia (come *infra* definita) della stessa,

- (i) le azioni Liguria detenute dal socio UnipolSai (anche ad esito del completamento della procedura concernente il Diritto di Vendita) saranno annullate senza concambio, in esecuzione e nel rispetto di quanto disposto dall'art. 2504-ter del codice civile, e
- (ii) tutte le azioni Liguria Vita attualmente detenute dall'unico socio Liguria e confluite nel patrimonio di UnipolSai in conseguenza dell'incorporazione di Liguria nell'Incorporante, che sarà perfezionata in un momento giuridico immediatamente precedente al perfezionamento dell'incorporazione di Liguria Vita in UnipolSai, saranno annullate senza concambio, in esecuzione e nel rispetto di quanto disposto dall'art. 2505, comma 1, del codice civile,

la Società procederà all'aumento del capitale sociale per massimi Euro 9.112,31, mediante emissione di massime n. 12.693 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, da attribuire agli azionisti di Liguria diversi da UnipolSai, nel Rapporto di Cambio sopra indicato (l'“**Aumento di Capitale a Servizio della Fusione**”), fermo restando che il numero di azioni UnipolSai da emettere e l'importo dell'Aumento di Capitale a Servizio della Fusione potranno subire variazioni in diminuzione, tenuto conto dell'eventuale esercizio del Diritto di Vendita spettante agli azionisti di Liguria diversi dall'Incorporante, di cui al paragrafo 4 che precede.

Si segnala, pertanto, che l'entità dell'Aumento di Capitale a Servizio della Fusione potrà essere compiutamente definita, in sede di stipula dell'atto di Fusione, solo all'esito delle procedure di esercizio del Diritto di Vendita. Infatti, la Fusione potrebbe anche attuarsi senza procedere ad alcun Aumento di Capitale a Servizio della Fusione qualora, all'esito delle procedure di esercizio del Diritto di Vendita, UnipolSai venisse a detenere il 100% del capitale sociale di Liguria (ipotesi nella quale le azioni Liguria verrebbero tutte annullate senza concambio).

Le azioni ordinarie dell'Incorporante, a servizio del Rapporto di Cambio, saranno messe a disposizione degli azionisti di Liguria diversi da UnipolSai secondo le forme proprie delle azioni accentrate nella Monte Titoli S.p.A., in regime di dematerializzazione, a partire dal primo giorno lavorativo utile successivo alla Data di Efficacia. Tale data sarà resa nota con apposito avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale (l'“**Avviso**”). Dalla data indicata nell'Avviso gli azionisti di Liguria potranno ottenere la disponibilità delle azioni dell'Incorporante di nuova emissione dietro presentazione dei certificati azionari di Liguria da essi detenuti.

Le azioni ordinarie dell'Incorporante attribuite in concambio delle azioni Liguria avranno tutte godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori diritti equivalenti a quelli spettanti, alla Data di Efficacia (come *infra* definita), ai possessori delle azioni ordinarie dell'Incorporante.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti di Liguria per le operazioni di concambio.

Sarà messo a disposizione degli azionisti di Liguria un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni UnipolSai di nuova emissione spettante in applicazione del Rapporto di Cambio, senza aggravio di spese, bolli o commissioni. Potranno inoltre essere attivate modalità diverse o ulteriori per assicurare la complessiva quadratura dell'operazione.

Ulteriori informazioni sulle modalità di attribuzione delle azioni, saranno comunicate, ove necessario, nel suindicato Avviso.

6. STATUTO SOCIALE DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

Come detto in precedenza, in dipendenza della Fusione l'Incorporante procederà all'Aumento di Capitale a Servizio della Fusione per massimi Euro 9.112,31, mediante emissione di massime n. 12.693 nuove azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale, modificando conseguentemente l'art. 6 dello statuto sociale.

Lo statuto sociale dell'Incorporante – nel testo, allegato al Progetto di Fusione sotto la lettera A, che entrerà in vigore alla data di efficacia giuridica della Fusione (la “**Data di Efficacia**”) – non conterrà modifiche, rispetto al vigente statuto sociale di UnipolSai (e fermo restando quanto qui di seguito indicato), ulteriori a quelle che si determinano per effetto dell'Aumento di Capitale a Servizio della Fusione, fermo restando che le espressioni numeriche contenute nell'art. 6 dello statuto sociale di UnipolSai (“misura del capitale”), incluse quelle concernenti l'allocazione dell'incremento del capitale sociale dell'Incorporante fra gestione Danni e gestione Vita, saranno precisate nel loro definitivo ammontare nell'atto di Fusione. L'Incorporante in ogni caso effettuerà – ai sensi dell'art. 5 del Regolamento ISVAP n. 17/2008, come successivamente modificato, e secondo le modalità e le tempistiche ivi previste – le modifiche alle espressioni numeriche dell'art. 6 dello statuto sociale concernenti le poste del patrimonio netto che dovessero rendersi necessarie in conseguenza della Fusione.

Come anticipato al paragrafo 1 che precede, si prevede inoltre che prima della data di stipula dell'atto di Fusione e, quindi, prima della Data di Efficacia, talune modifiche allo statuto sociale dell'Incorporante assumeranno efficacia, e segnatamente: *(i)* la Conversione e *(ii)* l'introduzione delle Modifiche Statutarie OPC (queste ultime nell'assunto che l'assemblea straordinaria dei Soci di UnipolSai le adotti e che l'IVASS le approvi).

Si rammenta, infine, che fra la data della presente Relazione Illustrativa e la Data di Efficacia la misura del capitale sociale di UnipolSai potrebbe aumentare in conseguenza della eventuale conversione della quota rimanente del Prestito Convertendo.

7. DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE INCORPORANDE SONO IMPUTATE, ANCHE A FINI FISCALI, AL BILANCIO DI UNIPOLSAI

Ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 2, del codice civile, la Fusione produrrà effetti dalla Data di Efficacia, per tale intendendosi la data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione prescritte dall'art. 2504 del codice civile, ovvero la data successiva indicata nell'atto di Fusione medesimo.

A partire dalla Data di Efficacia, l'Incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo alle Incorporande.

Si rammenta che, pur essendo la Fusione un'operazione unitaria avente un'unica e contestuale Data di Efficacia, sotto un profilo logico e giuridico l'incorporazione di Liguria in UnipolSai – e la conseguente acquisizione da parte di quest'ultima dell'intero capitale sociale di Liguria Vita – si intenderà perfezionata in un momento immediatamente antecedente a quello di perfezionamento dell'incorporazione di Liguria Vita in UnipolSai.

Ai fini contabili, le operazioni effettuate delle Incorporande saranno imputate al bilancio dell'Incorporante a far tempo dal 1° gennaio dell'anno in cui la Fusione produrrà i propri effetti civilistici *ex art. 2504-bis*, comma 2, del codice civile. Dalla stessa data decorreranno anche gli effetti fiscali.

Alla data della presente Relazione Illustrativa, si prevede che la Fusione acquisti efficacia entro la chiusura dell'esercizio 2015, e quindi la sua data di efficacia contabile e fiscale sia il 1° gennaio 2015.

8. ULTERIORI PROFILI GIURIDICI

Trattandosi di integrazione fra compagnie di assicurazione, la Fusione è subordinata all'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'IVASS ai sensi dell'art. 201 del d.lgs. n. 209 del 7 settembre 2005 e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008, come successivamente modificato.

La Fusione sarà approvata dall'organo amministrativo dell'Incorporante con deliberazione risultante da atto pubblico in coerenza con quanto previsto dall'art. 2365, comma 2, del codice civile e dall'art. 17 dello statuto sociale di UnipolSai, fermo restando quanto previsto dagli articoli 2505, comma 3 e 2505-bis, comma 3, del codice civile.

Si informa che la Fusione non produrrà effetti significativi sulla composizione dell'azionariato rilevante di UnipolSai né inciderà sul relativo assetto di controllo. Non sono inoltre previsti trattamenti speciali a favore di particolari categorie di soci o possessori di titoli diversi dalle azioni né in UnipolSai né nelle Incorporande. Nessun vantaggio particolare è previsto per amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione.

Si rammenta che i seguenti documenti vengono depositati presso le sedi delle Società Partecipanti alla Fusione, e pubblicati sul sito *internet* dell'Incorporante, ai sensi dell'art. 2501-septies del codice civile:

- il Progetto di Fusione;
- le situazioni patrimoniali di cui all'art. 2501-quater del codice civile delle Società Partecipanti alla Fusione, come indicate al paragrafo 3 che precede;
- i bilanci degli ultimi tre esercizi, comprensivi delle relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale, delle Società Partecipanti alla Fusione;
- la presente Relazione Illustrativa e la relazione degli amministratori di Liguria, entrambe redatte su base volontaria ex art. 2501-quinquies del codice civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione.

9. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Ai fini delle imposte sui redditi, ai sensi dell'art. 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi ("TUIR"), la Fusione è fiscalmente neutra e non costituisce realizzo o distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni delle società partecipanti alla medesima, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento.

Le differenze di Fusione emergenti in esito alla stessa non concorrono a formare reddito imponibile. I maggiori valori imputati agli elementi patrimoniali provenienti dalle Incorporande a fronte di differenze negative di Fusione non sono imponibili nei confronti dell'Incorporante ma non assumono rilevanza fiscale, fatta salva l'applicazione di imposte sostitutive.

Il combinato disposto del comma 10-bis dell'art. 172 e del comma 2-ter dell'art. 176 del TUIR consente, a fronte (i) dell'esercizio di specifica opzione e (ii) del pagamento di un'imposta sostitutiva dell'Imposta sul reddito delle società ("IRES") e dell'Imposta regionale sulle attività produttive ("IRAP"), il riconoscimento fiscale dei maggiori valori attribuiti in bilancio in seguito alla Fusione agli elementi dell'attivo costituenti

immobilizzazioni materiali ed immateriali. Inoltre, l'art. 15, commi da 10 a 12, del D.L. 29 novembre 2008 n. 185, disciplina un diverso regime di riallineamento dei valori fiscali ai maggiori valori iscritti in bilancio anche in occasione di operazioni di fusione. L'opzione per il descritto regime, che comporta anch'essa l'applicazione di una imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP sui maggiori valori da riallineare, è consentita alla società incorporante.

Per i soci di minoranza di Liguria l'eventuale concambio delle partecipazioni non costituisce atto realizzativo dei titoli, rappresentando, piuttosto, una mera sostituzione degli stessi (che verranno annullati per effetto della Fusione) con i titoli dell'Incorporante.

All'aumento di capitale e all'eventuale avanzo da concambio si applica il regime fiscale del capitale e delle riserve delle Incorporande che hanno proporzionalmente concorso alla sua formazione. Non sussistono riserve in sospensione d'imposta iscritte nell'ultimo bilancio delle Incorporande, per cui non si rende applicabile il disposto di cui all'art. 172, quinto comma, del TUIR.

Le Incorporande hanno esercitato congiuntamente con l'Incorporante l'opzione per la tassazione di gruppo ai sensi degli artt. 117 e ss. del TUIR. Non sussistono perdite fiscali anteriori all'adesione al consolidato fiscale.

La Fusione costituisce un'operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, terzo comma, lettera f), del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633

Bologna, 7 maggio 2015

Per il Consiglio di Amministrazione di
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.

Il Presidente
Fabio Cerchiai