

LIGURIA SOCIETA' DI ASSICURAZIONI SPA

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2505-BIS DEL CODICE CIVILE



LIGURIA SOCIETA' DI ASSICURAZIONI SPA

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2505-BIS DEL CODICE CIVILE

INDI	CE		Pagina
1	Motivo ed oggetto dell'incarico		1
2	Natura e limiti dell'incarico		3
3	Documentazione utilizzata		3
4	Metodologie di valutazione adottate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e relativi risultati		4
	4.1.1 4.1.2	Metodologie adottate Il metodo principale della Somma delle Parti (metodo analitico) I metodi di controllo (metodologie empiriche)	4 6 9
	4.2	Risultati cui pervengono gli Organi direzionali competenti ed il Consulente	10
	4.3	Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatte proprie preliminarmente dagli Amministratori	11
	4.4	Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori	11
5	Lavoro svolto		12
6	Commenti sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatti propri preliminarmente dagli Amministratori		
7	Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico		15
8	Conclusioni		16



PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-TER, SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2505-BIS DEL CODICE CIVILE

Al Consiglio di Amministrazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA

1 Motivo ed oggetto dell'incarico

In data 19 marzo 2015, i Consigli di Amministrazione di Unipol Gruppo Finanziario SpA (di seguito "UGF") e di UnipolSai Assicurazioni SpA (di seguito la "Capogruppo", "UnipolSai" o la "Società Incorporante") hanno deliberato, tra l'altro, l'avvio delle attività finalizzate alla definizione del progetto di fusione per incorporazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA (di seguito "Liguria Assicurazioni", la "Società" o la "Società Incorporanda") e della sua partecipata pari al 100% del capitale sociale, Liguria Vita SpA (di seguito "Liguria Vita"), nella Capogruppo (di seguito la "Prospettata Operazione di Fusione").

Alla data della presente relazione, UnipolSai detiene un numero di azioni ordinarie pari a 36.789.423 di Liguria Assicurazioni, corrispondenti ad una partecipazione pari al 99,97% del capitale sociale della Società.

La Prospettata Operazione di Fusione rientra nell'ambito di un progetto di razionalizzazione degli assetti societari del Gruppo Assicurativo Unipol (di seguito il "Gruppo"), con il duplice obiettivo di: a) semplificare ed efficientare la gestione industriale e l'organizzazione amministrativa, patrimoniale e finanziaria delle società facenti parte del Gruppo, b) eliminare le duplicazioni di strutture e di competenze.

La Prospettata Operazione di Fusione consentirà, altresì, al Gruppo di adempiere agli impegni assunti nei confronti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nell'ambito dell'acquisizione del controllo dell'ex Gruppo Premafin/Fondiaria-Sai da parte di UGF.

Nelle date, rispettivamente, del 6 maggio 2015 e del 7 maggio 2015, è previsto che i rispettivi Consigli di Amministrazione di Liguria Assicurazioni e della Capogruppo approvino la bozza del progetto di fusione per incorporazione della Società in UnipolSai.

In considerazione del fatto che Liguria Assicurazioni è posseduta per oltre il 90% da UnipolSai, i Consigli di Amministrazione delle due società si sono avvalsi della facoltà prevista dall'articolo 2505-bis del Codice Civile che prevede che alla fusione per incorporazione non si applichino, tra le altre, le disposizioni dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile in tema di relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, qualora venga concesso agli azionisti terzi della Società Incorporanda il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla Società Incorporante (Diritto di Vendita) per un corrispettivo (di seguito, "Valore di Vendita" o "Valore di Liquidazione") determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: **Milano** 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al nº 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel.0458263001



In tale circostanza, Liguria Assicurazioni ha ritenuto, pertanto, applicabile l'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile il quale stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni per le quali il socio esercita il recesso sia determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

PricewaterhouseCoopers SpA (di seguito "PwC"), quale soggetto incaricato, ai sensi dell'articolo 14 del Decreto Legislativo 39/2010 e quale Ente di Interesse Pubblico ai sensi dell'articolo 16 del medesimo Decreto Legislativo, della revisione legale dei conti della Società Incorporanda, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Liguria Assicurazioni l'incarico di predisporre il parere ex articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile sul Valore di Liquidazione delle azioni della Società Incorporanda.

Nell'ambito della Prospettata Operazione di Fusione, in data 2 aprile 2015, UnipolSai e Liguria Assicurazioni hanno congiuntamente incaricato KPMG Advisory SpA (di seguito "KPMG" o il "Consulente") di fornire ai rispettivi organi amministrativi un parere indipendente, in relazione alla congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione, ovvero del Valore di Vendita per l'esercizio del relativo Diritto di Vendita in capo ai soci minoritari di Liguria Assicurazioni diversi da UnipolSai, determinato dagli Organi direzionali competenti delle società partecipanti alla fusione (di seguito "Organi direzionali competenti") ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, che sarà oggetto di approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione di Liguria Assicurazioni e di UnipolSai, nelle deliberazioni di propria competenza, rispettivamente nelle date del 6 maggio e del 7 maggio 2015.

In tale contesto, su richiesta degli Amministratori di UnipolSai e di Liguria Assicurazioni, gli Organi direzionali competenti hanno provveduto a determinare il valore di vendita per il 100% di Liguria Assicurazioni pari a 138,7 milioni di Euro ed il relativo prezzo di vendita per azione pari ad Euro 3,77, a seguito dei risultati del procedimento valutativo adottato, riepilogato nel prosieguo.

KPMG, nell'ambito dell'incarico, ha predisposto in data 6 maggio 2015 un "Parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dagli Organi direzionali competenti, nell'ambito del progetto di integrazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA"

Gli Amministratori di Liguria Assicurazioni, nel corso del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna, hanno fatto proprie le valutazioni effettuate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente ed hanno provveduto alla determinazione preliminare del Valore di Liquidazione delle azioni di Liguria Assicurazioni in Euro 3,77 per azione, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile.

Tutto ciò, fermo restando che Liguria Assicurazioni ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico.

Ai sensi dell'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale di Liguria Assicurazioni è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.



2 Natura e limiti dell'incarico

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Liguria Assicurazioni il parere previsto dall'articolo 2437-ter del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatti propri dagli Amministratori, per determinare il Valore di Vendita delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tali metodi.

Il presente documento illustra i metodi seguiti dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatti propri dagli Amministratori, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione. Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica di Liguria Assicurazioni. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori che si sono avvalsi a tal fine del lavoro svolto dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente dagli stessi incaricato di fornire un parere indipendente, in relazione alla congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione, ovvero del Valore di Vendita per l'esercizio del relativo Diritto di Vendita in capo ai soci minoritari di Liguria Assicurazioni diversi da UnipolSai.

3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e in particolare:

- statuti vigenti delle società coinvolte nella Prospettata Operazione di Fusione;
- verbali degli organi amministrativi descrittivi dell'operazione di fusione per incorporazione di Liguria Assicurazioni in UnipolSai;
- bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014 di Liguria Assicurazioni e di Liguria Vita;
- bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014 di UnipolSai;
- reporting package di Liguria Assicurazioni e di Liguria Vita al 31 dicembre 2014;
- fogli di calcolo del valore del capitale economico e per azione della Società Incorporanda ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1 e dell'articolo 2437-ter, comma 2, del Codice Civile predisposti dagli Organi direzionali competenti;
- risultato netto di Liguria Assicurazioni al 31 dicembre 2014, normalizzato dell'impatto negativo degli accantonamenti straordinari a riserva sinistri, e utilizzato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente quale miglior stima della redditività futura per il periodo 2015-2019, ai fini dei calcoli valutativi;
- patrimonio netto rettificato, *Value of in Force Business* ("VIF") e *New Business Value* ("NBV") al 31 dicembre 2014 di Liguria Vita;



- analisi di sensitività relative ai valori di VIF e NBV di Liguria Vita al variare dei principali parametri attuariali utilizzati (i.e. Internal Discount Rate e rendimento degli attivi finanziari), fornite dalle strutture attuariali di Gruppo, per il tramite degli Organi direzionali competenti;
- Documento dal titolo "Ipotesi di fusione di Liguria in UnipolSai" datato 6 maggio 2015 predisposto dagli Organi direzionali competenti contenente le risultanze in merito alla determinazione del Valore di Vendita stimato ai fini dell'operazione;
- Fairness Opinion dal titolo "Parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dagli Organi direzionali competenti, nell'ambito del progetto di integrazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA" datata 6 maggio 2015 e predisposta da KPMG;
- ulteriori dettagli ed informazioni di natura contabile e gestionale ritenuti utili ai fini dello svolgimento del presente incarico.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentante legale della Società Incorporanda in data 6 maggio 2015 che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4 Metodologie di valutazione adottate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e relativi risultati

Come precedentemente indicato, gli Amministratori di Liguria Assicurazioni hanno richiesto agli Organi direzionali competenti di procedere alla determinazione del valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del Valore di Liquidazione delle azioni, ai sensi degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, secondo comma del Codice Civile. Il Consulente ha emesso in data 6 maggio 2015 un parere indipendente relativo alla determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, individuato dagli Organi direzionali competenti, nell'ambito del progetto di integrazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA.

4.1 Metodologie adottate

L'articolo 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile prevede che "ai fini della determinazione del valore delle azioni in ipotesi di recesso di un socio, gli amministratori debbano tener conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni".

Non essendo le azioni di Liguria Assicurazioni quotate in mercati regolamentati, gli Organi direzionali competenti e il Consulente, ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni, non hanno potuto fare riferimento a un valore di mercato delle azioni stesse.

Gli Organi direzionali competenti e il Consulente hanno ritenuto di adottare, per le finalità di cui agli articoli 2505-bis, comma 1 e 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, i seguenti metodi valutativi:



1 Metodo principale (metodologia analitica):

• metodo della Somma delle Parti ("Sum of the Parts"), applicato stimando separatamente il valore attribuibile alle attività nei Rami Danni, riconducibili a Liguria Assicurazioni, e alle attività nei Rami Vita, relative alla controllata Liguria Vita. In particolare, per Liguria Assicurazioni è stata adottata la metodologia del Dividend Discount Model nella versione dell'Excess of Capital ("DDM"), tenuto conto dei dati economico-patrimoniali al 31 dicembre 2014. Per la stima della contribuzione del business vita è stata adottata la metodologia dell'Appraisal Value, tenuto conto del Patrimonio Netto Rettificato, del VIF e del NBV al 31 dicembre 2014 di Liguria Vita.

Gli Organi direzionali competenti hanno ritenuto di effettuare un'analisi di sensitività in funzione di possibili variazioni del margine di solvibilità *target* e del tasso di attualizzazione per quanto riguarda Liguria Assicurazioni e del rendimento degli attivi e dell'*Internal Discount Rate* per quanto riguarda la controllata Liguria Vita.

Per quanto riguarda il procedimento valutativo seguito dal Consulente, l'applicazione della metodologia analitica ha visto la predisposizione da parte di quest'ultimo, di due scenari di valutazione basati su un diverso valore del tasso di attualizzazione:

- Scenario Base: analisi sviluppate considerando un range costruito a partire da un valore economico centrale stimato utilizzando un costo del capitale proprio ("Ke") pari al 7,4%, calcolato con il metodo del Capital Asset Pricing Model.
- Scenario di Sensitività: analisi sviluppate considerando un range costruito a partire da un
 valore economico centrale stimato utilizzando un costo del capitale proprio dell'8,4%, pari alla
 media dei Ke impliciti nelle valutazioni degli analisti con focus sul titolo UnipolSai, rilasciate
 negli ultimi sei mesi.

Nell'ambito dei due scenari sopra descritti, sono stati determinati intervalli di valore al variare dei seguenti parametri valutativi rispetto ai valori centrali: i) costo del capitale, ii) *Internal Discount Rate*, iii) *Combined Ratio* ("CoR") sostenibile per la stima del valore terminale.

2 Metodi di controllo (metodologie empiriche):

 metodo dei multipli di mercato, attraverso il quale la Società Incorporanda è stata valorizzata sulla base del multiplo di Borsa Prezzo/Patrimonio netto contabile ("P / BV") derivato dall'analisi di un campione di società ritenute comparabili;

metodo delle transazioni dirette, mediante il quale la Società è stata valorizzata prendendo a riferimento il prezzo della transazione, avvenuta in data 14 novembre 2014, riguardante il riacquisto effettuato da UnipolSai relativamente a n° 980 azioni Liguria Assicurazioni ad un prezzo unitario pari a Euro 3,77 per azione.

Nel prosieguo si fornisce una descrizione sintetica delle metodologie di valutazione, principale e di controllo, adottate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente.



4.1.1 Il metodo principale della Somma delle Parti (metodo analitico)

Tale metodologia consiste nel valutare separatamente le diverse aree di attività aziendale e nel sommare successivamente i valori ottenuti.

Le diverse aree di attività oltre ad avere caratteristiche individuali, possono attraversare differenti fasi di sviluppo e presentare differenti profili di rischio.

Dal punto di vista metodologico il metodo della Somma delle Parti può essere assimilabile al Metodo Patrimoniale (o metodo del patrimonio netto rettificato) ove il valore della società sia fatto corrispondere alla somma dei valori delle diverse aree di business in cui essa opera.

L'applicazione del Dividend Discount Model ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Liguria Assicurazioni

Il metodo del DDM assume che il valore economico di una società finanziaria sia pari alla somma del:

• valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso (nel caso delle compagnie di assicurazione, il livello di patrimonializzazione minimo viene definito margine di solvibilità); e

valore attuale del "Valore Terminale", ovvero il valore della società al termine del periodo di

previsione analitica dei flussi.

La metodologia del DDM, nella variante dell'*Excess of Capital*, stima pertanto il valore del capitale economico di una società sulla base della seguente formula:

W = DIVa + VTa

dove:

W: rappresenta il valore della società oggetto di valutazione;

• DIVa: rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

VTa: rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della società.

e prevede le seguenti fasi:

Fase 1 Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento;

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2015 - 2019, gli Organi direzionali competenti e il Consulente, in mancanza di proiezioni economico-patrimoniali future, hanno adottato quale migliore stima possibile della redditività futura della Società, il risultato netto conseguito al 31 dicembre 2014, normalizzato dell'impatto negativo degli accantonamenti straordinari a riserva sinistri effettuati al termine dell'esercizio 2014.



Inoltre, per la stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, gli Organi direzionali competenti, al pari del Consulente, hanno fatto riferimento ad un margine di solvibilità *target* pari al 120% degli elementi da costituire calcolati secondo le regole di Solvency 1.

Fase 2 Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi ("Costo del Capitale") corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio.

Gli Organi direzionali competenti hanno stimato pari al 7,4% il Ke adottato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di dividendo.

Per quanto riguarda le analisi valutative eseguite dal Consulente, nello Scenario Base, il Ke è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

 $Ke = Rf + \beta x (Rm - Rf)$

dove:

Rf: rappresenta il "risk-free rate", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (nel caso in oggetto, il Consulente, ha fatto riferimento al rendimento lordo dei BTP italiani decennali medio a 12 mesi, pari al 2,92% rilevato in data 31 dicembre 2014);

• Rm – Rf: rappresenta il "market premium", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "risk-free" (ai fini della presente analisi è stato considerato

un market premium pari al 5%);

β: rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il β applicato è pari a 0,90 ed è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di gruppi assicurativi quotati nel mercato europeo. Il periodo di osservazione per la determinazione del fattore β è di 5 anni dalla data del 31 dicembre 2014.

Dall'applicazione della metodologia esposta, il Consulente, ha ottenuto un tasso di attualizzazione nello Scenario Base pari al 7,4%.

Nello Scenario di Sensitività, il Ke assunto dal Consulente, è pari all'8,4%. Quest'ultimo è il dato medio dei Ke utilizzati dagli analisti ai fini della valutazione del Gruppo negli ultimi sei mesi.

Fase 3 Calcolo del Valore Terminale

Il Valore Terminale è stato calcolato dagli Organi direzionali competenti attraverso l'applicazione della formula di Gordon, ipotizzando:

- un tasso di crescita di lungo periodo nullo;
- un Ke del 7,4% come sopra menzionato.



Per quanto concerne il Consulente, il Valore Terminale è stato calcolato attraverso l'applicazione della formula di Gordon, ipotizzando:

- un tasso di crescita di lungo periodo nullo, alla luce della redditività storica di Liguria
 Assicurazioni caratterizzata da un elevato indice di sinistrosità, per effetto di accantonamenti straordinari a riserva sinistri;
- un Ke, alternativamente, del 7,4% e dell'8,4% come sopra menzionato.

Infine, come anticipato, sono state sviluppate le seguenti analisi di sensitività, rispettivamente, dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente:

- differenziale di +/- 20% rispetto al margine di solvibilità target e di +/- 100 bps rispetto al costo del capitale proprio;
- differenziale di +/- 50 bps rispetto al costo del capitale proprio e di +/- 100 bps rispetto al *Combined Ratio* sostenibile per la stima del valore terminale.

Al valore così ottenuto, preliminarmente rettificato del valore di carico della partecipazione in Liguria Vita, è stato sommato il valore del capitale economico di quest'ultima determinato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente sulla base della metodologia dell'*Appraisal Value* di seguito descritta.

L'applicazione dell'Appraisal Value ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Liguria Vita

Secondo il metodo dell'*Appraisal Value* il valore di una compagnia assicurativa è definito come somma dell'*Adjusted Net Asset Value* (ANAV o Patrimonio Netto Rettificato), del valore stimato del portafoglio in essere (VIF) e del *Goodwill* riconducibile alla futura nuova produzione. In particolare:

W = ANAV + VIF + VNB

dove:

- W = valore del capitale economico della società;
- ANAV = l'ANAV (*Adjusted Net Asset Value*), rappresenta l'espressione a valori correnti del patrimonio netto contabile della compagnia;
- VIF = il Value of in Force Business è inteso come valore del portafoglio in essere della compagnia alla data di riferimento della valutazione, determinato scontando gli utili netti futuri che saranno generati 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 patrimonializzazione necessari per far fronte ai requisiti di vigilanza vigenti. La somma dell'ANAV e del VIF rappresenta l'Embedded Value (EV) della società;



• VNB = il 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 e operativi, delle imposte, della riassicurazione ed al netto degli oneri figurativi derivanti dal mantenimento dei livelli di patrimonializzazione necessari a far fronte ai requisiti di vigilanza.

Liguria Vita è stata valorizzata dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente mediante l'applicazione della metodologia dell'*Appraisal Value*, partendo dal patrimonio netto rettificato al 31 dicembre 2014 e utilizzando le stime di *Value of in Force Business e New Business Value* al 31 dicembre 2014 e un fattore moltiplicativo per la stima del *Goodwill* pari a 10x. Il VIF e il NBV (di un anno di produzione) sono stati stimati dalla struttura attuariale di Gruppo.

Infine, per la determinazione degli intervalli di valore, sia gli Organi direzionali competenti, sia il Consulente, hanno adottato le analisi di sensitività sviluppate dalla struttura attuariale di Gruppo, in funzione di un differenziale di +/- 50 bps rispetto alle ipotesi di rendimento degli attivi e dell'*Internal Discount Rate* adottato per la stima dei valori dei VIF e di NBV.

Il valore economico di Liguria Assicurazioni, comprensivo del valore economico di Liguria Vita, ottenuto attraverso il metodo della Somma delle Parti sviluppato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente

Sulla base dell'applicazione delle metodologie analitiche descritte ed, in particolare, degli scenari costruiti e delle analisi di *sensitivity* svolte, gli Organi direzionali competenti hanno individuato il seguente intervallo di valore economico di Liguria Assicurazioni (comprensivo del valore economico della partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Liguria Vita):

• Euro 135,1 - 177,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,67 ed un massimo di Euro 4,83.

Il Consulente ha individuato i seguenti intervalli di valore economico di Liguria Assicurazioni (comprensivo del valore economico della partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Liguria Vita):

- Scenario Base: Euro 132,1 171,0 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,59 ed un massimo di Euro 4,65;
- Scenario di Sensitività: Euro 119,1 150,6 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,24 ed un massimo di Euro 4,09.

4.1.2 I metodi di controllo (metodologie empiriche)

Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni di Borsa riferite ad un campione di società quotate comparabili operanti nel settore di riferimento e sulla successiva applicazione dei



multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative della società oggetto di valutazione.

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

A tal fine, gli Organi direzionali competenti ed il Consulente, hanno determinato il multiplo di Borsa P/BV pari a 1,75x sulla base delle analisi relative al medesimo campione di gruppi assicurativi quotati nel mercato europeo utilizzato ai fini della stima del Beta. Il multiplo suddetto è stato determinato prendendo a riferimento la media a 1 mese dei prezzi di mercato al 27 aprile 2015. Applicando il multiplo P/BV di 1,75x al patrimonio netto contabile di Liguria Assicurazioni al 31 dicembre 2014, pari ad 70,4 milioni di Euro, gli Organi direzionali competenti ed il Consulente hanno ottenuto un valore del capitale economico della Società Incorporanda pari a 123,0 milioni di Euro, corrispondente ad un prezzo per azione di Euro 3,34.

Il metodo delle transazioni dirette

Tale metodologia si fonda sull'osservazione del prezzo desumibile da transazioni dirette sul capitale della società concluse in tempi recenti.

Attraverso tale metodologia, gli Organi direzionali competenti ed il Consulente hanno individuato in Euro 3,77 il prezzo delle azioni di Liguria Assicurazioni, corrispondente al corrispettivo pagato da UnipolSai in data 14 novembre 2014 a fronte del riacquisto di numero 980 azioni di Liguria Assicurazioni. A tale prezzo per azione corrisponde un valore del capitale economico per il 100% di Liguria Assicurazioni pari a 138,7 milioni di Euro.

4.2 Risultati cui pervengono gli Organi direzionali competenti ed il Consulente

Come anticipato, l'applicazione delle metodologie sopra menzionate, adottate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente, ha portato questi ad individuare gli intervalli di valori del capitale economico del 100% della Società e per azione di seguito riepilogati:

Risultati cui pervengono gli Organi direzionali competenti

- 1 Metodologia principale (metodologia analitica):
- Euro 135,1 177,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,67 ed un massimo di Euro 4,83.
- 2 Metodologie di controllo (metodologie empiriche):
- Euro 123,0 − 138,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,34 ed un massimo di Euro 3,77.



Risultati cui perviene il Consulente

- 3 Metodologia principale (metodologia analitica):
- Scenario Base: Euro 132,1 171,0 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,59 ed un massimo di Euro 4,65;
- Scenario di Sensitività: Euro 119,1 150,6 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,24 ed un massimo di Euro 4,09.
- 4 Metodologie di controllo (metodologie empiriche):
- Euro 123,0 138,7 milioni, corrispondente ad un valore per azione incluso tra un minimo di Euro 3,34 ed un massimo di Euro 3,77.

4.3 Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatte proprie preliminarmente dagli Amministratori

Gli Amministratori di Liguria Assicurazioni nella seduta del 6 maggio 2015 hanno fatto proprie le valutazioni effettuate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente ed hanno preliminarmente individuato per ciascuna delle n. 10.577 azioni di Liguria Assicurazioni che potranno essere oggetto di esercizio del Diritto di Vendita, un Valore di Vendita pari ad:

Euro 3,77 per azione

4.4 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Le principali difficoltà descritte nelle relazioni degli Organi direzionali competenti e del Consulente, recepite e fatte proprie dagli Amministratori, nell'ambito del procedimento di determinazione del valore economico di Liguria Assicurazioni ai fini dell'individuazione del Valore di Liquidazione delle azioni sono le seguenti:

- 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, gli Organi direzionali competenti e il Consulente, hanno considerato 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 mancanza di proiezioni relative a Liguria Assicurazioni, è stato utilizzato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente, 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, assumendo pertanto, nonostante la redditività evidenziata nel corso degli ultimi sei anni da Liguria Assicurazioni, una sostanziale non ricorrenza di tale componente di reddito. 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.
- Le analisi sono state condotte sulla base dei margini di solvibilità di Liguria Assicurazioni calcolati sulla base delle disposizioni contenute nell'attuale normativa vigente "Solvency I".

5 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esame del documento dal titolo "Ipotesi di fusione di Liguria in UnipolSai" datato 6 maggio 2015 predisposto dagli Organi direzionali competenti contenente le risultanze in merito al Valore di Vendita stimato in conseguenza della Prospettata Operazione di Fusione;
- esame del parere indipendente, datato 6 maggio 2015 e predisposto da KPMG, relativo alla
 determinazione del Valore di Vendita ai sensi dell'articolo 2505-bis, comma 1, del Codice
 Civile, individuato dagli Organi direzionali competenti, nell'ambito del progetto di
 integrazione di Liguria Società di Assicurazioni SpA in UnipolSai Assicurazioni SpA";
- discussioni con gli Organi direzionali competenti e con il Consulente al fine di comprendere il lavoro svolto per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;
- esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;
- verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente, in ordine alla scelta dei metodi adottati per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni;
- verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la "Documentazione utilizzata", come descritta nel precedente paragrafo 3, nonché della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente;



- sviluppo di "analisi di sensitività", nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente, al fine di verificare, in particolare, quanto il valore per azione individuato sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;
- discussione con il Collegio Sindacale della Società in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile;
- ottenimento di formale attestazione dal legale rappresentante della Società sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, per quanto a sua conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione, tali da influenzare il Valore di Liquidazione delle azioni.

Il bilancio d'esercizio di Liguria Assicurazioni al 31 dicembre 2014 è stato da noi assoggettato a revisione legale dei conti. Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio d'esercizio di Liguria Assicurazioni al 31 dicembre 2014 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

6 Commenti sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatti propri preliminarmente dagli Amministratori

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente fatto proprio preliminarmente dagli Amministratori, ha avuto quale scopo la stima del Valore di Liquidazione delle azioni per l'esercizio del Diritto di Vendita in linea con il disposto degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, comma 2, del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico delle azioni di Liguria Assicurazioni indicato nel documento predisposto dagli Organi direzionali competenti e nel parere emesso da KPMG in data 6 maggio 2015, non può essere utilizzato per finalità diverse.

Come ricordato, l'applicazione delle metodologie adottate dagli Organi direzionali competenti, ha condotto questi ultimi a definire un intervallo di valori dell'azione compreso tra Euro 3,34 ed Euro 4,83, all'interno del quale gli Organi direzionali competenti hanno ritenuto di individuare il Valore di Vendita delle azioni in Euro 3,77. Il Consulente ha identificato due intervalli di valori nell'ambito dei due scenari valutativi adottati: i) Scenario Base, sulla base del quale il Valore di Liquidazione risulta compreso tra Euro 3,59 ed Euro 4,65; ii) Scenario di Sensitività, sulla base del quale il Valore di Liquidazione risulta compreso tra Euro 3,24 ed Euro 4,09. Il Consulente, pertanto, tenuto conto degli intervalli identificati e delle risultanze derivanti dalle metodologie di controllo, ha concluso, nel proprio parere, in merito alla congruità da un punto di vista finanziario del prezzo per azione pari a Euro 3,77, approvato preliminarmente dagli Amministratori di Liguria Assicurazioni nel corso del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna. Il Valore di Vendita di Euro 3,77 si colloca all'interno degli intervalli di valore per azione definiti sia dagli Organi direzionali competenti che dal Consulente.



Ciò premesso, le principali considerazioni in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, dei metodi valutativi scelti dagli Organi direzionali competenti e da KPMG e fatti propri preliminarmente dagli Amministratori, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà degli stessi, sono riportate di seguito.

I metodi di valutazione utilizzati per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni di Liguria Assicurazioni risultano comunemente accettati e utilizzati, sia a livello nazionale sia in ambito internazionale, ai fini della valutazione di società con caratteristiche similari.

Più precisamente, il metodo *Sum of the Parts* consente di valorizzare adeguatamente le differenti aree di *business* in cui opera la Società (Rami Danni e Rami Vita), attraverso l'applicazione di approcci metodologici differenziati.

In particolare:

- il valore del capitale economico riconducibile a Liguria Assicurazioni (Rami Danni) è stato determinato attraverso il DDM,
- per i Rami Vita, in cui opera Liguria Vita, si è fatto riferimento all'Appraisal Value.

Nell'ambito della metodologia di controllo rappresentata dai multipli di Borsa, il multiplo P/BV adottato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente risulta ampiamente utilizzato sia in ambito domestico, sia in ambito internazionale ai fini della valorizzazione di società di natura finanziaria, quali le compagnie assicurative.

Il metodo delle transazioni dirette, infine, rappresenta una metodologia empirica ampiamente adottata nell'ambito della valutazione di società qualora le transazioni abbiano avuto luogo con controparti terze autonome e indipendenti.

Le scelte valutative effettuate dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e le modalità di determinazione dei parametri dallo stesso adottati risultano ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa.

Nell'applicazione delle metodologie prescelte, gli Organi direzionali competenti e il Consulente hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti in esse impliciti.

L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale.

La decisione degli Organi direzionali competenti e del Consulente di applicare quale metodologia principale, il metodo *Sum of the Parts*, valorizzando separatamente Liguria Assicurazioni e Liguria Vita attraverso approcci differenziati che consentano di valorizzare adeguatamente le aree di *business* delle due società e quale metodologie di controllo, i metodi dei Multipli di Borsa e delle Transazioni Dirette, risulta nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. Il metodo principale della Somma delle Parti tiene conto, tra l'altro, sia della consistenza patrimoniale della Società, sia delle sue prospettive reddituali future.



7 Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di analoghi processi valutativi.

Si richiama, in particolare, l'attenzione su quanto segue:

 Complessità della metodologia e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati

I metodi di valutazione principale e di controllo utilizzati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente, hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

• Limiti insiti nei dati previsionali e nelle ipotesi utilizzate

La metodologia di valutazione principale della Somma delle Parti e, nell'ambito di essa, le metodologie del DDM e dell'*Appraisal Value* adottate ai fini della determinazione del valore del capitale economico, rispettivamente, di Liguria Assicurazioni e di Liguria Vita, oltre a far riferimento a parametri di redditività storica, è basata sulle previsioni economico - patrimoniali delle due società (rispettivamente, utili netti futuri attesi e nuova produzione assunta ripetibile nei prossimi 10 anni). Tali dati prospettici e ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico.

In particolare, per quanto concerne Liguria Assicurazioni, ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2015 - 2019, gli Organi direzionali competenti ed il Consulente, in mancanza di proiezioni economico-patrimoniali future, hanno adottato quale migliore stima possibile della redditività futura della Società, il risultato netto conseguito al 31 dicembre 2014, normalizzato dell'impatto negativo degli accantonamenti straordinari a riserva sinistri effettuati al termine dell'esercizio 2014. Le proiezioni così costruite non riflettono azioni manageriali e non tengono conto delle evoluzioni ragionevolmente prevedibili del contesto di mercato e regolamentare che potrebbero essere considerate nell'ambito della predisposizione di un Piano Industriale.

Va, infine, tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate si manifestassero.



La suddetta limitazione è stata tuttavia mitigata mediante lo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività.

Calcolo del margine di solvibilità di Liguria Assicurazioni

Le analisi valutative sono state condotte prendendo a riferimento i calcoli del margine di solvibilità richiesto di Liguria Assicurazioni effettuati dagli Organi direzionali competenti secondo le regole attualmente vigenti (Solvency I). Non essendo certi gli impatti riconducibili all'entrata in vigore delle regole di Solvency II, gli Organi direzionali competenti e il Consulente, hanno ipotizzato un margine di solvibilità *target* pari al 120% degli elementi da costituire calcolati secondo le regole di Solvency I.

Tale limitazione è stata da noi mitigata attraverso lo sviluppo di ulteriori analisi di sensitività.

8 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere e fermo restando quanto evidenziato nel precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che i metodi di valutazione adottati dagli Organi direzionali competenti e dal Consulente e fatti propri preliminarmente dagli Amministratori di Liguria Assicurazioni, per la determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni della Società non siano, limitatamente alla finalità per la quale essi sono stati sviluppati, adeguati in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che essi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Valore di Liquidazione delle azioni, pari ad Euro 3,77.

Il presente parere è indirizzato al Consiglio di Amministrazione di Liguria Assicurazioni ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'articolo 2437-ter del Codice Civile. Tale parere non potrà pertanto essere divulgato a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci di Liguria Assicurazioni che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile, o comunque utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 6 maggio 2015

PricewaterhouseCoopers SpA

Alberto Buscaglia (Revisore legale)