

# INFORMATION DOCUMENT ON TRANSACTIONS OF GREATER IMPORTANCE WITH RELATED PARTIES

drafted pursuant to Art. 5 of CONSOB Regulation No. 17221  
of 12 March 2010, as subsequently amended and  
supplemented

MERGER BY INCORPORATION OF UNIPOLSAI ASSICURAZIONI  
S.P.A., UNIPOL FINANCE S.R.L., UNIPOLPART I S.P.A. AND  
UNIPOL INVESTMENT S.P.A.  
INTO UNIPOL GRUPPO S.P.A.

Publication Date – 23 February 2024

**INFORMATION DOCUMENT**  
**TRANSACTIONS OF GREATER IMPORTANCE WITH RELATED PARTIES**

drafted pursuant to Art. 5 of CONSOB Resolution No. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended  
and supplemented

**Merger by incorporation of UnipolSai Assicurazioni S.p.A., Unipol Finance S.r.l., UnipolPart I S.p.A.  
and Unipol Investment S.p.A. into Unipol Gruppo S.p.A.**

THIS INFORMATION DOCUMENT HAS BEEN MADE AVAILABLE TO THE PUBLIC AT THE HEADQUARTERS OF  
UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A., ON THE AUTHORISED STORAGE MECHANISM E-MARKET STORAGE  
([WWW.EMARKETSTORAGE.COM](http://WWW.EMARKETSTORAGE.COM)), AND ON THE WEBSITE OF UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.  
([WWW.UNIPOLSAI.COM](http://WWW.UNIPOLSAI.COM)) - GOVERNANCE/TRANSACTIONS WITH RELATED PARTIES SECTION

## CONTENTS

DEFINITIONS .....	4
INTRODUCTION.....	6
1. WARNINGS .....	7
1.1 Risks related to potential conflicts of interest arising from transactions with related parties .....	7
2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION .....	9
2.1 Description of the characteristics, procedures, terms and conditions of the Transaction.....	9
2.2 Indication of the related parties with which the Merger was carried out, the nature of the relationship and the nature and extent of the interests of those parties in the transaction .....	14
2.3 Indication of the economic rationale and cost effectiveness for UnipolSai.....	15
2.4 Methods for determining the Swap Ratio and assessments of its fairness .....	16
2.5 Illustration of the economic and financial effects of the Merger.....	21
2.6 Impact of the Transaction on the remuneration of members of the Boards of Directors of UnipolSai and/or its Subsidiaries.....	27
2.7 Members of the administrative and control bodies, general managers and senior executives of UnipolSai involved in the Merger .....	27
2.8 Description of the Framework Agreement approval procedure .....	28
2.9 Cumulative significance of the Merger, pursuant to Art. 5, paragraph 2 of the RPT Regulation .....	31
3. STATEMENT OF THE MANAGER IN CHARGE OF FINANCIAL REPORTING .....	31
4. ANNEXES .....	31

## DEFINITIONS

The following is a list of the main terms used in this Information Document. Unless otherwise specified, these definitions and terms shall have the meaning indicated below. Any defined term used in the singular shall have the same meaning also in the plural, and vice versa, depending on the context. Additional terms used in this Information Document have the meaning attributed to them and indicated in the text.

### **Framework Agreement**

Indicates the framework agreement signed on 16 February 2024 between Unipol Gruppo and UnipolSai, aimed at regulating, *inter alia*, the main terms and conditions of the Transaction.

### **Authority**

Any multinational, foreign, internal, national, federal, state, territorial, provincial or local authority or government entity, public body or agency, arbitration or judicial court, government or self-regulated organisation, control or stock exchange organisation, commission, court or organisation or any government, administrative or other agency responsible for Unipol Gruppo or UnipolSai.

### **RPT Committee or Committee**

The UnipolSai Related Party Transactions Committee, composed of Independent Directors Antonio Rizzi (Chairman), Mara Anna Rita Caverni, Daniela Preite and Elisabetta Righini.

### **Group**

Unipol Gruppo and its direct or indirect subsidiaries pursuant to art. 93 of the Consolidated Law on Finance.

### **Intermediate Holdings**

Unipol Finance, Unipol Investment and UnipolPart I.

### **RPT Procedure**

The “Procedure for Related Party Transactions”, adopted pursuant to Art. 4 of the RPT Regulation by the UnipolSai Board of Directors, in the version last approved on 23 June 2022 (available at <http://www.unipolsai.com/it/governance/operazioni-con-parti-correlate>).

### **Issuers’ Regulation**

The Regulation adopted by CONSOB resolution no. 11971 of 14 May 1999, as subsequently amended and supplemented.

### **RPT Regulation**

The Regulation adopted by CONSOB resolution No. 17221 of 12 March 2010, as subsequently amended and supplemented, containing provisions on transactions with related parties.

### **Companies Involved in the Merger**

Unipol Gruppo, UnipolSai and the Intermediate Holdings.

### **Consolidated Law on Finance (TUF)**

Italian Legislative Decree no. 58 of 24 February 1998, as subsequently amended and supplemented.

**Unipol Finance**

Unipol Finance S.r.l., with registered office at Via Stalingrado 37, Bologna, tax code and Bologna Register of Companies no. 03740811207, VAT no. 03740811207, fully paid-up share capital of €5,000,000.00, wholly owned by Unipol Gruppo and subject to its management and coordination.

**Unipol Gruppo**

Unipol Gruppo S.p.A., with registered office at Via Stalingrado 45, Bologna, tax code and Bologna Register of Companies no. 00284160371, VAT no. 03740811207, fully paid-up share capital of €3,365,292,408.03, insurance holding and parent company of the Group registered with the Register of Parent Companies under no. 046.

**Unipol Investment**

Unipol Investment S.p.A., with registered office at Via Stalingrado 45, Bologna, tax code and Bologna Register of Companies no. 00625450374, VAT no. 03740811207, fully paid-up share capital of €5,180,107.85, wholly owned by Unipol Gruppo and subject to its management and coordination.

**UnipolPart I**

UnipolPart I S.p.A., with registered office at Via Stalingrado 37, Bologna, tax code and Bologna Register of Companies no. 03713571200, VAT no. 03740811207, fully paid-up share capital of €4,100,000.00, wholly owned by Unipol Gruppo and subject to its management and coordination.

**UnipolSai or Company**

UnipolSai Assicurazioni S.p.A., with registered office at Via Stalingrado 45, Bologna, tax code and Bologna Register of Companies no. 00818570012 and VAT no. 03740811207, fully paid-up share capital of €2,031,456,338.00, insurance company registered with the Register of Insurance and Reinsurance Companies, Section I, under no. 1.00006, subject to management and coordination by Unipol Gruppo.

## INTRODUCTION

This Information Document concerns the corporate streamlining of the Unipol Group, to be carried out through the merger by incorporation into Unipol Gruppo of UnipolSai, Unipol Finance, UnipolPart I and Unipol Investment (the “**Merger**” or the “**Transaction**”). Completion of the Transaction will be preceded by the launch of a voluntary public purchase offer (the “**PPO**” or the “**Offer**”) by Unipol Gruppo and concerning all the ordinary UnipolSai shares (a) less the UnipolSai shares held directly and indirectly by Unipol Gruppo, and the treasury shares held directly and indirectly by UnipolSai, and (b) including the treasury shares of UnipolSai to be attributed to senior executives - by the end of the Offer subscription period to be agreed on the basis of applicable regulations with Borsa Italiana S.p.A. - as part of the existing compensation plans based on financial instruments. For a complete description of the Offer, please refer to the press release published by Unipol Gruppo pursuant to art. 102 of the Consolidated Law on Finance and art. 37 of the Issuers' Regulation on 16 February 2024, as well as the offer document that will be made available with the methods and timing envisaged in applicable regulations.

In particular, as disclosed to the market, on 16 February 2024 Unipol Gruppo and UnipolSai signed the Framework Agreement in order to (i) establish the main terms and conditions of the Transaction, including the swap ratio between the ordinary Unipol Gruppo shares and the ordinary UnipolSai shares as a result of the Merger, (ii) regulate the preliminary and/or necessary activities for its implementation, as well as (iii) establish the relevant timing, the interim management of the Group companies and the conditions and methods of execution of the Transaction.

For UnipolSai, the Merger qualifies as a transaction of greater importance with related parties, pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure (for more details about this classification, please refer to Paragraph 2.2 below). The signing of the Framework Agreement was therefore approved by the UnipolSai Board of Directors, subject to the favourable opinion of the RPT Committee regarding UnipolSai's interest in carrying out the Merger and signing the Framework Agreement, as well as the cost effectiveness and procedural and substantive fairness of the merger, issued on 14 February 2024 (the “**Opinion**”) (for more details on the Transaction approval procedure, please refer to Paragraph 2.8 below).

This Information Document - drawn up by UnipolSai pursuant to Art. 5 and Annex 4 of the RPT Regulation, as well as Art. 14 of the RPT Procedure - has been made available to the public at the headquarters of UnipolSai, on the authorised storage mechanism E-Market Storage ([www.emarketstorage.com](http://www.emarketstorage.com)), and on the website of UnipolSai ([www.unipolsai.com](http://www.unipolsai.com)) - “Governance/Related-Party Transactions” section).

Attached to this Information Document are Annex A, the Opinion, which in turn is attached to the fairness opinion issued by the independent financial advisor of the RPT Committee, Rothschild & Co Italia S.p.A. (“**Rothschild**” or “**Financial Advisor of the Committee**”) and Annex B, the opinion of the methodological advisor Gualtieri e Associati S.r.l.

The documentation required by the Code and the Consolidated Law on Finance in relation to the Merger procedure will be made available to the shareholders of UnipolSai with the methods and timing envisaged by law and regulations. In particular, at least 30 days before the date of the UnipolSai Shareholders' Meeting called to approve the Merger Plan, an illustrative report prepared by the Company's Board of Directors pursuant to art. 2501-quinquies of the Italian Civil Code and art. 70, paragraph 2, of the Issuers' Regulation, will be made available to the public.

Furthermore, in light of the fact that the Merger is a “significant” transaction pursuant to art. 70, paragraph 6 of the Issuers' Regulation - Unipol Gruppo and UnipolSai will prepare a joint information document relating to the Merger in accordance with art. 70, paragraph 6, of the Issuers' Regulation, which will also be made available to the public with the methods and timing envisaged in applicable regulations.

## 1. WARNINGS

### 1.1 Risks related to potential conflicts of interest arising from transactions with related parties

As illustrated in more detail in the following sections, the Transaction is classified as a transaction with related parties, pursuant to the RPT Procedure, by virtue of existing shareholding relationships, as specified in Section 2.2 below.

In particular, the Transaction was qualified by UnipolSai as a transaction of greater importance with related parties pursuant to articles 2 and 9 of the RPT Procedure and Annex 3 of the RPT Regulation.

Consequently, UnipolSai initiated the monitoring and measures envisaged by Art. 8 of the RPT Regulation and Art. 9 of the RPT Procedure relating to transactions of greater importance, to protect the interests of the Company in performing the Transaction (and, in particular, for the signing of the Framework Agreement), the cost effectiveness and substantive fairness of the relative terms and conditions, as well as procedural transparency and fairness, all outlined in this Information Document.

As at the date of this Information Document, the composition of the UnipolSai Board of Directors is as follows:

Name and Surname	Position
Carlo Cimbri	Chairperson
Fabio Cerchiai	Deputy Chairperson
Matteo Laterza	Chief Executive Officer
Bernabò Bocca	Independent Director
Stefano Caselli	Independent Director
Mara Anna Rita Caverni	Independent Director
Giusella Dolores Finocchiaro	Independent Director
Rossella Locatelli	Independent Director
Maria Paola Merloni	Independent Director
Jean François Mossino	Director
Milo Pacchioni	Director
Paolo Pietro Silvio Peveraro	Independent Director
Daniela Preite	Independent Director
Elisabetta Righini	Independent Director
Antonio Rizzi	Independent Director

The Related Party Transactions Committee is composed of the Independent Directors Antonio Rizzi (Chairman), Mara Anna Rita Caverni, Daniela Preite and Elisabetta Righini.

On 16 February 2024, the Board of Directors of the Company approved the signing of the Framework Agreement. The following Directors declared that they have an interest in accordance with art. 2391 of the Italian Civil Code (for the reasons explained below):

- Carlo Cimbri, Chairman of the Board of Directors of UnipolSai, as (i) he also holds the position of Chairman of the Board of Directors of Unipol Gruppo and (ii) holds UnipolSai shares and Unipol Gruppo shares;

- Matteo Laterza, Chief Executive Officer of UnipolSai, as (i) he also holds the position of General Manager of Unipol Gruppo, and (ii) holds UnipolSai shares and Unipol Gruppo shares.

Furthermore, again pursuant to art. 2391 of the Italian Civil Code, the Directors Fabio Cerchiai, Deputy Chairman of the Board of Directors, and Jean François Mossino declared that they hold UnipolSai shares.

The resolution was adopted with the abstention of the Chairman, Carlo Cimbri, and the Chief Executive Officer, Matteo Laterza, and with vote in favour by all the other Directors.



## **2. INFORMATION REGARDING THE TRANSACTION**

### **2.1 Description of the characteristics, procedures, terms and conditions of the Transaction**

#### **2.1.1 Transaction description**

The Merger will be implemented pursuant to Article 2501 et seq. of the Italian Civil Code, through the incorporation of UnipolSai and the Intermediate Holdings (the “Merged Entities”) into Unipol Gruppo (the “Merging Entity” or the “Combined Entity”) and will be resolved using as reference the financial positions, pursuant to art. 2501-quater, paragraph 2, of the Italian Civil Code, the draft financial statements of the Companies Involved in the Merger as at 31 December 2023, to be approved by their Boards of Directors with the methods and timing envisaged by law and regulations (the reference “Statements of Financial Position”).

Subject to fulfilment of the conditions precedent indicated in Paragraph 2.1.5 below, the Merger will be effective for statutory purposes from the date of the last registrations with the Bologna Register of Companies prescribed by art. 2504-bis of the Italian Civil Code, or later date indicated in the Merger deed (the “Effective Date of the Merger”). 2.1.5 From the Effective Date of the Merger, the Merging Entity will take over all legal asset and liability relationships of the Merged Entities and all the rights, interests and entitlements, as well as all related obligations, commitments and duties of any kind, in compliance with the provisions of art. 2504-bis, paragraph 1, of the Italian Civil Code. For accounting purposes, the transactions carried out by the Merged Entities will be recognised in the financial statements of the Merging Entity from 1 January of the year in which the statutory effects of the Merger will occur. Tax effects will also start from the same date.

Note that, as communicated on 16 February 2024 by Unipol Gruppo pursuant to art. 102 of the Consolidated Law on Finance and art. 37 of the Issuers' Regulation, the Merger will be preceded by the Offer. The Offer is aimed, inter alia, at allowing UnipolSai shareholders to participate in the Merger and to readily monetise their investment under predefined conditions. Furthermore, if on conclusion of the Offer, Unipol Gruppo holds the entire share capital of UnipolSai, the Merger could be carried out without a share swap. In light of the purposes of the Offer, finalisation of the Merger does not depend on the outcome of the Public Offer, while any decision related to the Offer itself remains the sole responsibility of Unipol Gruppo. For a complete description of the Offer, please refer to the press release published by Unipol Gruppo pursuant to art. 102 of the Consolidated Law on Finance and art. 37 of the Issuers' Regulation on 16 February 2024, as well as the offer document that will be made available with the methods and timing envisaged in applicable regulations.

The terms and conditions of the Merger are governed by the Framework Agreement signed on 16 February 2024 (the “**Signing Date**”) by Unipol Gruppo, on the one hand, and UnipolSai, on the other, to which the draft merger plan is attached, which will be approved, with substantially compliant content, by the Boards of Directors of the Companies Involved in the Merger and which will be filed for registration in the Register of Companies pursuant to art. 2501-ter of the Italian Civil Code, following the resolutions of the Boards of Directors, subject to obtaining authorisation for the Merger from IVASS (the “**Merger Plan**”). The Framework Agreement was not signed by the Intermediate Holdings, for which - in consideration of the full control by Unipol Gruppo - contractual provisions also establish, in relation to certain obligations assumed by Unipol Gruppo, including the latter's promise to third parties pursuant to Art. 1381 of the Italian Civil Code.

A description of the key elements of the Transaction as defined in the Framework Agreement is provided below.

#### **2.1.2 The Swap Ratio and the methods for assigning Unipol Gruppo shares**

Pursuant to the Framework Agreement, the swap ratio between ordinary Unipol Gruppo shares and ordinary UnipolSai shares was set at 3 (three) Unipol Gruppo shares, with no nominal value, for every 10 (ten) UnipolSai shares, with no nominal value (the “Swap Ratio”), determined on the basis of values resulting from the preliminary data as at 31 December 2023, approved by the Boards of Directors of Unipol Gruppo and UnipolSai on 15 February 2024, and calculated net of the expected distribution of dividends of Unipol Gruppo

and UnipolSai for 2023. This Swap Ratio may be subject to adjustments (by the date of approval of the Merger Plan by the Boards of Directors of the Companies Involved in the Merger), which will be jointly agreed by UnipolSai and Unipol Gruppo should any elements emerge, after the Signing Date, which - in light of the results of the Reference Statements of Financial Position - could significantly alter the assessments underlying determination of the Swap Ratio.

The Boards of Directors of Unipol Gruppo and UnipolSai determined the Exchange Ratio following a weighted assessment of the Companies Involved in the Merger, taking into account the nature of the Transaction and the RPT Committee Opinion, agreeing with the assessment methods adopted by the financial advisors and commonly used, also at international level, for transactions similar to the Merger. For more information on the methods for determining the Swap Ratio and on the assessments regarding its fairness, please refer to Paragraph 2.4.2.4

In defining the Swap Ratio, the Board of Directors of UnipolSai was supported by Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., as financial advisor, (“**Mediobanca**” or the “**Financial Advisor of the Board**” and, together with the Financial Advisor of the Committee, the “**Financial Advisors**”), Boston Consulting Group S.p.A., as business advisor (“**BCG**” or the “**Business Advisor**”), as well as Gualtieri e Associati S.r.l., as methodological advisor (“**Gualtieri**” or the “**Methodological Advisor**”). For more information on the activities carried out by the aforementioned advisors, please refer to Paragraph 2.4.2.4

For the purpose of issuing the Opinion and subject to verification of the independence requirements, the RPT Committee deemed it appropriate to avail itself of the support of (i) Rothschild, as its financial advisor, as well as to extend, also in favour of the Committee, the engagement assigned by the Company to (ii) Gualtieri, as methodological *advisor*, and to (iii) Legance - Avvocati Associati (“**Legance**” or the “**Legal Advisor**”), as legal advisor, as no technical-legal aspects have been identified such as to require independent support. In addition, the RPT Committee used the results of activities carried out by BCG for the Board of Directors of UnipolSai.

The Framework Agreement requires the Merger to be implemented through the following transactions in the order indicated: (i) cancellation without ordinary share swap of the Intermediate Holdings held by Unipol Gruppo, (ii) cancellation without share swap (x) of ordinary UnipolSai shares already held by Unipol Gruppo, (y) of ordinary UnipolSai shares from the Intermediate Holdings that have become the property of Unipol Gruppo as a result the elements indicated under (i), and (z) of treasury shares held by UnipolSai as at the Effective Date of the Merger, and (iii) any assignment to UnipolSai shareholders - other than Unipol Gruppo and the Intermediate Holdings - of shares involved in the swap, resulting from the share capital increase for a maximum of €300,782,432.48, through the issue of up to 125,692,617 ordinary Unipol Gruppo shares, which may be resolved by the Shareholders' Meeting of Unipol Gruppo at the same time as approval of the Merger Plan (the “Share Capital Increase”). This maximum amount was determined on the assumption that, as at the Effective Date of the Merger, Unipol Gruppo has not purchased, in the context of the Offer and/or otherwise, any UnipolSai shares and that all UnipolSai shares servicing the existing compensation plans based on financial instruments assigned to senior executives, without prejudice to the fact that the shares cannot be issued for the swap if, on conclusion of the public purchase offer, Unipol Gruppo directly or indirectly holds 100% of UnipolSai share capital. However, the Merger of the Intermediate Holdings will have no effect on the number of shares and on the share capital of Unipol Gruppo, since the entire share capital of the Intermediate Holding Companies is held by Unipol Gruppo.

The newly issued Unipol Group shares assigned in the swap will be listed on the Euronext Milan market, organised and managed by Borsa Italiana, in the same way as the ordinary Unipol Gruppo shares already in issue, as well as subject to the dematerialisation system and centralised management of Monte Titoli S.p.A., pursuant to article 83-bis et seq. of the Consolidated Law on Finance.

Any newly issued Unipol Gruppo ordinary shares to service the Swap Ratio will be made available to UnipolSai shareholders, other than Unipol Gruppo and the Intermediate Holdings, based on formats typical of securities centralised with Monte Titoli S.p.A. and dematerialised, from the effective date of the Merger if an open trading day, or from the next available trading day.

The share swap transactions will be carried out through authorised intermediaries, with no charge, expense or commission incurred by UnipolSai shareholders. A service will be made available to shareholders to allow the number of shares due in application of the Swap Ratio to be rounded up or down to the nearest unit, without added expenses, stamp duty or commissions. Alternatively, different methods may be used to ensure the overall balancing of the Transaction.

### **2.1.3 By-Laws of the Combined Entity**

The Extraordinary Shareholders' Meeting of Unipol Gruppo convened to approve the Merger will also be called upon to express an opinion on the amendment to the By-Laws of Unipol Gruppo (the “New By-Laws”) made necessary, among other things, by the change in the corporate purpose. Specifically, the By-Laws of Unipol Gruppo will be subject, inter alia, to the following amendments (without prejudice to the definitive indication of the share capital):

- (a) amendment to art. 1 of the By-Laws (“Name”), in order to highlight, in the company name, the performance of activities reserved to insurance companies;
- (b) amendments to art. 4 of the By-Laws (“Purpose”), to adapt the corporate purpose of Unipol Gruppo with respect to activities carried out by UnipolSai;
- (c) introduction of a new art. 4-bis of the By-Laws (“Company Management”), in order to distinguish company activities between non-life and life business;
- (d) amendment to art. 5 of the By-Laws (“Share Capital”), to reflect any Share Capital Increase of Unipol Gruppo to service the Swap Ratio, without prejudice to the fact that the definitive indication of the share capital in Art. 5 of the New By-Laws will be specified in its final amount in the Merger deed, once the exact amount of the Share Capital Increase has been defined, as well as to indicate the amount relating to elements of shareholders' equity separately attributed to the life and non-life business.

Certain amendments and additions to the By-Laws of Unipol Gruppo currently in force will also be submitted to the Extraordinary Shareholders' Meeting of Unipol Gruppo called to resolve on the Merger Plan, aimed at implementing the new provisions contained in Ministerial Decree no. 88/2022 (“Regulation on the requirements and eligibility criteria for holding the office of company representative and those who perform Key Functions pursuant to art. 76 of the Insurance Code, pursuant to Legislative Decree no. 209 of 7 September 2005”), as well as other amendments aimed at refining the current text of the By-Laws. These amendments to the By-Laws, if approved, could enter into force before the Effective Date of the Merger, subject to issue of the necessary authorisations required by regulations in force.

### **2.1.4 Right of Withdrawal**

Any approval of the Merger resolution will not give rise to any right of withdrawal in favour of UnipolSai shareholders, as none of the conditions in art. 2437 of the Italian Civil Code or in other legal provisions are satisfied. For the sake of completeness, note that the holders of ordinary Unipol Gruppo shares who did not participate in the approval of the Merger Plan and, therefore, in the amendment of the corporate purpose of Unipol Gruppo, will have the right of withdrawal pursuant to art. 2437, paragraph 1, letter a) of the Italian Civil Code, due to the change in the corporate purpose clause of Unipol Gruppo (the “Right of Withdrawal”).

The effectiveness of the Right of Withdrawal is subject to finalisation of the Merger which, in turn, is conditional, inter alia, on the circumstance, which may be waived jointly by Unipol Gruppo and UnipolSai,

that the total outlay of Unipol Gruppo against any exercise of the Right of Withdrawal does not exceed €100 million, as better described in Paragraph 2.1.5. below.

### **2.1.5 Conditions of the Merger**

Finalisation of the Merger is subject to fulfilment, by the date of signing of the merger deed (the “**Execution Date**”), of the following conditions (the “**Conditions Precedent**”):

- (a) issue of the authorisations, approvals and/or permits, also in the form of tacit consent, to the Merger required by law for finalisation of the Merger (the “**Merger Authorisations**”);
- (b) absence of any Authority order, deed, injunction and/or measure that prevents execution of the Merger and/or that is in any event such as to significantly alter the assessments underlying the determination of the Swap Ratio;
- (c) issue by the Common Expert (as defined below) of a positive opinion on the fairness of the Swap Ratio;
- (d) approval of the Merger Plan by the Extraordinary Shareholders' Meetings of the Companies Involved in the Merger;
- (e) the total amount payable by Unipol Gruppo for the purchase of Unipol Gruppo shares subject to withdrawal, and not purchased by the other shareholders of Unipol Gruppo or by the market, does not exceed €100m;
- (f) the non-occurrence between the Signing Date and the Execution Date, with reference to Unipol Gruppo and/or UnipolSai, of any fact, event or circumstance, occurring after the Signing Date and before the Execution Date that has a significant negative impact on the respective legal relations, the economic and financial position and/or the earnings prospects of at least one of the Parties and/or is in any event such as to significantly alter the assessments underlying the determination of the Swap Ratio;
- (g) in relation to any agreements and/or contracts (including any amendments) to which Group companies are party that require consent to the Merger and the termination of which, due to lack of consent, is likely to have a significant negative impact on legal relations, the economic and financial position and/or the earnings prospects of at least one of the Companies Involved in the Merger and/or is in any event such as to significantly alter the assessments underlying the determination of the Swap Ratio, alternatively: (a) obtaining consent of the contractual counterparty, where necessary; or (b) renegotiating or terminating the respective agreements and/or contracts with results sufficient to allow the Merger and;
- (h) issue by Borsa Italiana S.p.A. of the listing measure for admission to trading on the Euronext Milan market of any shares involved in the swap; and
- (i) completion of trade union consultations pursuant to art. 47 of Law no. 428/1990 in relation to the Merger.

Only the Conditions Precedent under letters (e), (f), (g) and (i) may be waived by Unipol Gruppo and UnipolSai, solely with the prior written consent of both companies.

In the event of non-fulfilment (or, where permitted, non-waiver) of even only one of the Conditions Precedent by the Execution Date, the Framework Agreement will be considered automatically ineffective (except for limited exceptions).

### **2.1.6 Additional provisions of the Framework Agreement**

The Framework Agreement also governs the preliminary activities that must be carried out by Unipol Gruppo and UnipolSai, as well as by the Intermediate Holdings, in order to sign the Merger deed, as well as the appropriate collaboration commitments between the Companies Involved in the Merger.

In particular, *inter alia*, (i) the Boards of Directors of the Companies Involved in the Merger will be convened in order to approve (a) the Merger Plan, (b) limited to Unipol Gruppo and UnipolSai, the explanatory report of the directors pursuant to art. 2501-quinquies of the Italian Civil Code and art. 70 of the Issuers' Regulation, and (c) the Merger Authorisation applications; (ii) the joint application for the appointment of the common expert called to draw up the report on the fairness of the Exchange Ratio pursuant to art. 2501-sexies of the Italian Civil Code (the "Common Expert") will be filed with the Court of Bologna; (iii) the Merger Authorisation applications will be submitted to the competent Authorities; (iv) subject to obtaining the authorisation from IVASS, the Merger Plan will be filed, as quickly as possible, with the Bologna Register of Companies, for registration pursuant to art. 2501-ter of the Italian Civil Code, the publications and/or filings required by art. 2501-septies of the Italian Civil Code will be carried out and all documents required by art. 125-ter of the Consolidated Law on Finance and art. 70 of the Issuers' Regulation will be published; (v) the procedure pursuant to art. 47 of Law no. 428 of 29 December 1990 will be carried out by the legal deadlines; (vi) the joint information document of Unipol Gruppo and UnipolSai will be prepared pursuant to art. 70, paragraph 6, of the Issuers' Regulation, which must be published in accordance with the terms and methods envisaged in applicable regulations in force; (vii) the Merger Plan will be submitted for approval by the Shareholders' Meetings of the Companies Involved in the Merger and, subject to its approval, the documents pursuant to art. 2502-bis, of the Italian Civil Code will be filed for registration in the Bologna Register of Companies; and (viii) the additional activities necessary and/or appropriate for the purpose of signing the Merger deed will be carried out.

Pursuant to the Framework Agreement, in the period between the Signing Date and the Effective Date of the Merger, UnipolSai and Unipol Gruppo will undertake, each to the extent of their respective responsibilities and also, with reference to Unipol Gruppo, promising this to the Intermediate Holdings pursuant to art. 1381 of the Italian Civil Code, to ensure that the ordinary management of the Group companies remains substantially compliant with practices adopted in the past, in compliance with applicable laws and obligations assumed and, in any event, according to criteria of correct, prudent and diligent business management, as well as not to carry out - without the prior written consent of the other party - actions or transactions that by their nature, purpose or duration are such as to (i) significantly alter the economic or financial structure of the Companies Involved in the Merger or their earnings prospects, or (ii) jeopardise the fulfilment of obligations assumed on signing the Framework Agreement. As an exception to the above, the following may be carried out: (a) activities reflected in the 2024-2028 economic-financial projections used, forming the basis of the Swap Ratio and subject to approval by the Boards of Directors of Unipol Gruppo and UnipolSai, (b) activities needed to finalise the Transaction and fulfil obligations arising from the Framework Agreement, (c) activities that may be necessary to fulfil legal obligations or comply with measures issued by the competent Authorities, as well as (d) any activities needed to avoid or mitigate any negative effect on a Group company deriving from an emergency and/or disaster situation.

In addition, pursuant to the Framework Agreement, the following activities are envisaged on the Execution Date: (i) signing of the Merger deed, (ii) dissemination of a joint press release by Unipol Gruppo and UnipolSai, in which they will notify the market, *inter alia*, of the signing of the Merger deed, as well as (iii) filing for registration of a copy of the Merger deed at the Bologna Register of Companies, and (iv) execution of any other act necessary and/or appropriate for the purposes of completing the Merger and, in any case, in relation to it, including therein: (a) the presentation of the application for obtaining, from Borsa Italiana S.p.A., the measure for the admission to trading on the Euronext Milan market of shares in exchange (where issued);

and (b) communications to the Authorities related to changes in the structure as a result of the Merger, pursuant to the applicable legal provisions.

### **2.1.7 Merger Plan**

The draft Merger Plan drawn up pursuant to art. 2501-*ter* of the Italian Civil Code attached to the Framework Agreement contains (i) the identification data of the Companies Involved in the Merger, (ii) a description of the changes made to the New By-Laws (described in Paragraph 2.1.3 above), (iii) a precise indication of the Swap Ratio that will be established by the Boards of Directors close to its approval (if, on conclusion of the PPO, Unipol Gruppo does not hold the entire share capital of UnipolSai), (iv) the methods for assigning the shares of the Combined Entity, specifying, *inter alia*, that if on conclusion of the Unipol Gruppo PPO, additional UnipolSai shares are purchased, the Capital Increase to service the Swap Ratio will be of an amount lower than that indicated or will not take place if Unipol Gruppo were to hold, directly and/or indirectly through the Intermediate Holdings, the entire share capital of UnipolSai, (v) the indication that any Unipol Gruppo shares assigned in the swap will have regular dividend rights and will attribute rights to their holders equivalent to those due, pursuant to law and the By-Laws, to other holders of ordinary Unipol Gruppo shares in issue as at the Effective Date of the Merger, (vi) the indication of that the statutory effects of the Merger will be from the date of the last registrations in the Register of Companies of Bologna prescribed by art. 2504-*bis* of the Italian Civil Code, or later date indicated in the Merger deed, while for accounting purposes the transactions carried out by the Companies Involved in the Merger (other than Unipol Gruppo) will be recognised in the financial statements of Unipol Gruppo from 1 January of financial year in which the statutory effects of the Merger apply, it being understood that the tax effects will also apply from the same date, (vii) the indication that no particular advantages are envisaged in favour of the directors of the Companies Involved in the Merger or special treatments for any category of shareholders, without prejudice to the possibility, in compliance with the regulation on increased voting rights adopted by Unipol Gruppo, with respect to the Unipol Gruppo shares in the swap, to extend the increased voting right pursuant to art. 127-*quinquies* of the Consolidated Law on Finance with the same registration seniority as the shares already registered in the relative special list held by UnipolSai (with consequent retention of the benefit of the increased vote if already accrued for UnipolSai shareholders), and (viii) the indication that Unipol Gruppo shareholders who did not participate in approval of the Merger Plan will have the Right of Withdrawal and an indication of the settlement value per Unipol Gruppo share.

Furthermore, to the maximum extent permitted, the draft Merger Plan reflects the provisions contained in the Framework Agreement described in preceding paragraphs with particular reference to the Conditions Precedent. The same draft may also reflect any amendments and/or additions that could be necessary and/or appropriate, prior to the date of approval of the Merger Plan by the Boards of Directors of the Companies and the Intermediate Holdings, subject to the agreement of the Companies themselves.

### **2.2 Indication of the related parties with which the Merger was carried out, the nature of the relationship and the nature and extent of the interests of those parties in the transaction**

The Merger qualifies as:

- (i) a transaction between related parties pursuant to art. 3 of the RPT Procedure and art. 3, paragraph 1, letter a), of the RPT Regulation, given that, at the date of publication of the Information Document, UnipolSai is a subsidiary of Unipol Gruppo, pursuant to art. 2359 of the Italian Civil Code and art. 93 of the Consolidated Law on Finance, directly and through the Intermediate Holdings, which holds a total of 2,411,242,893 UnipolSai shares, representing 85.211% of the share capital and - as a result of the increase in voting rights pursuant to art. 127-*quinquies* of the Consolidated Law on Finance - 91.856% of the voting rights of UnipolSai; and
- (ii) transaction of greater importance pursuant to art. 2 of the RPT Procedure as well as Annex 3 to the

RPT Regulation. In fact, the significance index of the value, at the date of publication of the Information Document, is higher than the threshold of 2.5% (based on the consolidated shareholders' equity, taken from additional financial information as at 30 September 2023, of €6,675,000,000) set out in Annex 3 of the RPT Regulation.<sup>12</sup> In particular, the value of the Merger, in compliance with the applicable regulations, was determined by taking as reference the total value, determined on the basis of the Swap Ratio, of the maximum number of Unipol Group shares that could be issued to service the Share Capital Increase in the context of the Merger.

The activities relating to negotiation of the Framework Agreement, as well as determination of the Swap Ratio and the additional legal and economic elements of the Merger were therefore carried out, inter alia, in compliance with the regulations on transactions with related parties pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure.

In particular, the RPT Committee was called upon to issue an Opinion, which it expressed unanimously to the Board of Directors of UnipolSai on 14 February 2024; the Opinion is attached under Annex A, to which reference should be made for further information. For details on the procedure carried out, please refer to the paragraph 2.8 below in this Information Document.<sup>2.8</sup>

Lastly, as far as is known, the other related parties of the Company have no interest in the Transaction, other than those referred to in Section 1.1 above, to which reference is made.

### **2.3 Indication of the economic rationale and cost effectiveness for UnipolSai**

The Transaction is suited to pursuit of the corporate interest of UnipolSai and, in general, of the Group. In particular, the Transaction will involve streamlining of the corporate structure of the Unipol Group, at the same time simplifying the decision-making processes of unitary management and governance of the group, allowing UnipolSai shareholders to:

- (i) be shareholders of one of the leading Italian insurance companies, listed on regulated markets, which will act as parent company of the Unipol Group, in line with the best national and international practices;
- (ii) hold a share characterised by a significantly higher level of liquidity than that of the UnipolSai share;
- (iii) increase their investment in the capital of the Group's bancassurance business partners - Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.p.A. (“**BPER**”) and Banca Popolare di Sondrio S.p.A. (“**BPSO**”) - with benefits in terms of expected profitability and diversification in relation to revenue sources and risk factors; more specifically, on finalisation of the Merger, the Combined Entity would directly become the lead shareholder of two of the main Italian cooperative banking groups, holding 19.9% of BPER and 19.7% of BPSO, in relation to the respective 9.3% and 9.5% interests currently held by UnipolSai in each of the two banks.

In addition, the Offer will provide UnipolSai shareholders who do not intend to maintain their investment in the Combined Entity with the additional opportunity of liquidating their investment in the context of the Public Purchase Offer promoted by Unipol Gruppo. Vice versa, the shareholders of UnipolSai who intend to maintain their investment in the Combined Entity will, in turn, have the opportunity to become shareholders of an entity not currently subject to management and coordination, moving closer to a more complete corporate strategic planning.

---

<sup>1</sup> Threshold of €166.9m.

<sup>2</sup> It should be noted that the consolidated net equity parameter is used, in accordance with the provisions of Annex 3 to the RPT Regulation, because this indicator is higher than the UnipolSai capitalisation as at 29 September 2023, which stood at €6,469,000,000.

## **2.4 Methods for determining the Swap Ratio and assessments of its fairness**

### **2.4.1 Introduction**

The Swap Ratio was determined as three Unipol Gruppo shares, with no nominal value, for every ten UnipolSai shares, with no nominal value. For more information on determination of the Swap Ratio, please refer to paragraph 2.1.2.2.1.2

The Financial Advisors who assisted the Board of Directors and the RPT Committee of UnipolSai were identified by virtue of their requirements of proven ability, professionalism and experience in these types of transactions, suitable for carrying out the task and supporting UnipolSai and the Committee in the decisions relating to the assessment of the financial fairness of the Swap Ratio and the cost effectiveness and fairness of the Merger.

The Board of Directors of UnipolSai also received advisory services from:

- (i) Mediobanca, as financial advisor called upon to support the Board of Directors in analysing and assessing the conditions of the Transaction, also envisaging the issue of a fairness opinion addressed to the Board of Directors, with reference to the financial fairness of the Swap Ratio defined as part of the potential Merger, on the basis of information made available (the “**Fairness Opinion**”);
- (ii) Gualtieri, as methodological advisor, called upon to assess the fairness of the principles, methods and application criteria used by the Board's Financial Advisor and by the Committee's Financial Advisor (as detailed below), for the purpose of issuing their respective fairness opinions and appointed, in turn, to issue a specific opinion in this regard (the “Methodological Advisor's Opinion”), attached to this Information Document under Annex B;
- (iii) BCG, as business advisor called upon to support the Board of Directors of UnipolSai in analysing the reasonable nature of the economic and financial projections of UnipolSai and Unipol Gruppo on a stand-alone basis, and of the post-merger Combined Entity, as provided by Unipol Gruppo and UnipolSai;
- (iv) Legance, as legal advisor called upon to provide support in assessment of the legal, corporate and regulatory aspects of the Transaction (providing legal advice as required) and in the drafting and negotiation of the Framework Agreement, as well as the additional appropriate and/or necessary documentation for finalisation of the Merger, under terms and conditions compliant with market standards and practices for transactions with similar characteristics to the one in question, also making provision for the issue of: (a) a legal opinion on the consistency and appropriateness of the terms and conditions of the Transaction with respect to market practices for similar transactions; as well as (b) an additional legal opinion on the adequacy of the corporate procedure adopted by UnipolSai in relation to the Transaction, with regard to compliance with applicable laws and regulations governing transactions with related parties.

For the purpose of issuing the Opinion, the RPT Committee made use of Rothschild, subject to verification of the independence requirements, as financial advisor called upon to support the RPT Committee in the analysis and assessment of the conditions of the Transaction, also envisaging the issue of a fairness opinion addressed to the Committee, with reference to the financial fairness of the Swap Ratio and - as there are no technical-legal elements sufficient to require independent support - of the advisors identified by the Company:

- (i) Gualtieri, as methodological advisor;
- (ii) Legance, as legal advisor (Rothschild, Gualtieri and Legance, jointly, the “Committee Advisors”).

In addition, the RPT Committee made use of the results of activities carried out by BCG for the Board of Directors of UnipolSai.



The Committee Advisors, and in particular Rothschild and Gualtieri, each to the extent of their responsibility, analysed the documentation necessary for issuing their opinions; in particular:

- (i) Rothschild, as financial advisor, analysed the documentation made available for the purpose of issuing a fairness opinion addressed to the Committee, with reference to the financial fairness of the Swap Ratio;
- (ii) Gualtieri, as methodological advisor, certified the fairness and consistency of the estimation principles and methods used by Rothschild and Mediobanca in their respective fairness opinions, with respect to the guidelines of prevailing legal theory and standards used in practice for similar transactions, taking into account the overall characteristics of the Transaction, as well as the adequacy and reasonable nature of the basic application criteria adopted in the estimates compared to procedural standards;
- (iii) Legance, as legal advisor called upon to provide support in assessing the legal, corporate and regulatory aspects of the Transaction, issued (a) a legal opinion on the consistency and suitability of the terms and conditions of the Transaction with respect to market practices for similar transactions; as well as (b) an additional legal opinion on the adequacy of the corporate procedure adopted by UnipolSai in relation to the Transaction, with regard to compliance with applicable laws and regulations governing transactions with related parties (together, the “Legal Opinions”).

The Independence of the Committee Advisors was formally certified by a specific statement, in which the Committee Advisors confirmed that, among other things, having carried out process auditing, there are no economic or financial relations between them and UnipolSai, its subsidiaries, Unipol Gruppo, the companies subject to common control as well as the directors of the aforementioned companies (the “Relevant Persons”), with quantitative or qualitative characteristics that could compromise the independence and autonomy of judgement for the purpose of carrying out the engagements assigned by the Committee. These statements also contain information on the services performed by the Committee Advisors to UnipolSai and the Relevant Persons in the three-year period 2021-2023 and the remuneration received that has no significant impact on the total annual turnover of each advisor.

The Board’s Financial Advisor issued its Fairness Opinion to the Board of Directors regarding the financial fairness of the Swap Ratio determined by the Board of Directors.

The Fairness Opinion issued by the Board’s Financial Advisor was prepared on the basis of a number of methodologies, in line with market practices.

The Financial Advisor of the Committee issued its fairness opinion on the Swap Ratio, whose conclusions are reported in paragraph 2.4.3 below, to the Committee.

Lastly, in favour of the Board of Directors and the Committee:

- (i) the Methodological Advisor issued its Methodological Opinion as referred to in paragraph 2.4.4 below, attached to this Information Document under Annex B and
- (ii) Legance issued its Legal Opinions certifying the consistency and suitability of the terms and conditions of the Transaction with respect to market practices for similar transactions, as well as compliance with applicable laws and regulations governing transactions with related parties.

The assessments expressed by the advisors involved are reproduced in this Information Document in line with the content of the opinions to which they refer and, as far as the Company is aware, there are no omissions that could render the information reproduced inaccurate or misleading.

## **2.4.2 Assessments of the Financial Advisor of the Board**

A brief description is provided below of the methodological approach adopted by Mediobanca, Financial Advisor to the Board of Directors in relation to the Merger.

According to normal assessment practice, the fundamental prerequisite for obtaining significant and comparable values for the purpose of the Merger is the standardisation and comparability of the criteria applied, compatibly with the characteristics of the companies and/or groups subject to assessment. In this context, given the intrinsic characteristics of UnipolSai, as an insurance group, and Unipol Gruppo, as the Parent holding of UnipolSai, different assessment methods were used, although the results of methodologies used for UnipolSai were, as far as possible, consistently applied also to Unipol Gruppo.

The assessments of UnipolSai and Unipol Gruppo were conducted on a stand-alone, going concern and ex-dividend basis.

In light of these considerations, with regard to the specific characteristics of Unipol Gruppo and UnipolSai and assessment practices in line with national and international standards and to available information, the assessment methods considered applicable for preparation of the opinion are: i) different analytical and market valuation methodologies for UnipolSai; ii) the Net Asset Value methodology for Unipol Gruppo.

The ranges of the Swap Ratio resulting from application of the various methods are as follows:

Methodologies		Swap range # ordinary Unipol Gruppo shares for 1 UnipolSai ordinary share	
		Min	Max
UnipolSai	Unipol Gruppo		
DDM	NAV	0.293	0.303
Market multiples	NAV	0.293	0.303
Linear regression	NAV	0.293	0.303

Taking into account the difficulties and limits of the assessments adopted and the underlying assumptions, Mediobanca deemed the Swap Ratio, in the context of the Merger, to be financially fair.

#### **2.4.3 Assessments of the Financial Advisor of the Committee**

A fundamental prerequisite of the assessments carried out as part of a merger is the identification of economic values for determining the swap ratio; therefore, the standardisation and comparability of the estimation methods adopted, together with the stand-alone financial, economic and operating profile of UnipolSai and Unipol Gruppo are the main elements for determining the assessment methods to be adopted. The chosen methodologies therefore cannot be analysed individually, but must be considered part of a single assessment process.

The determination of the economic values of UnipolSai and Unipol Gruppo, used by Rothschild solely for the purposes of the Merger, would be meaningless if used outside this context and, consequently, these values cannot constitute the reference for any other purpose and, in particular, potential disposal values or references for the Offer.

In drawing up its fairness opinion attached to this Information Document under Annex A, Rothschild considered UnipolSai and Unipol Gruppo on a stand-alone basis regardless of any consideration concerning the potential synergies resulting from the Merger and from a going concern perspective, and applied various estimation methods normally used in Italian and international best assessment practices. The Financial Advisor of the Committee took into consideration the purpose of the analyses, the data included in the projections of UnipolSai and of Unipol Gruppo and the additional information provided by management. As part of the assessment process, Rothschild took into account the unique characteristics of the two groups and, in particular, the fact that UnipolSai is an insurance group operating mainly in Italy while Unipol Gruppo is a holding company that holds both the controlling interest in UnipolSai and other equity investments in banks and other companies. Therefore, also in order to maintain assessment standardisation and consistency, it decided to use:

- different analytical and market valuation methods for UnipolSai that were implemented in different scenarios, also to take into account the current excess capital of the company;
- the Net Asset Value methodology for Unipol Gruppo.

The Financial Advisor of the Committee considered that, to ensure consistency of the estimates and comparability of the values of the two entities in view of the Merger, it is necessary to reflect the value of UnipolSai in Unipol Gruppo, and to independently estimate, using the same method, the equity investments held by both in banks and not in insurance companies.

These requirements - together with the fact that the shares of UnipolSai have a very low level of liquidity (and significantly different from that of Unipol Gruppo) - prompted the Advisor, on the one hand, not to consider the relationship between the stock market prices of the two companies to be significant, which was influenced by external factors and by a non-analytical consideration of the unique characteristics of each, and on the other hand, to consider it appropriate to apply analytical and market methodologies that allow such independent assessment. In this regard, the Financial Advisor of the Committee also emphasised that the comparison between the prices of Unipol Gruppo and UnipolSai shares is not representative of the ratio between the respective economic values, preventing the determination of comparable relative assessments that presume estimates are drawn up according to standard criteria, even more so in this case which involves the merger of UnipolSai into the parent holding.

As mentioned, the assessments of UnipolSai and that of Unipol Gruppo were both carried out by adjusting the data of each to take into account the equity investments in banks and other non-insurance companies which were valued separately and, where possible, consistent with sensitivity analyses.

The assessments of UnipolSai and Unipol Gruppo were carried out based on an ex-dividend approach, i.e. it was assumed that dividends accrued in 2023 are distributed in 2024.

In its assessments, Rothschild did not take into account the effects of possible exercise of the Right of Withdrawal by Unipol Gruppo shareholders who do not participate in approval of the Merger resolution.

Furthermore, the considerations of the Financial Advisor of the Committee do not assume any impact deriving from the launch and/or conclusion of the Public Purchase Offer promoted by Unipol Gruppo on the ordinary shares of UnipolSai and, therefore, that the Merger will take into consideration all shares in issue and not currently held by Unipol Gruppo directly or indirectly; the outcome of this Offer could change the investment in UnipolSai held by Unipol Gruppo and therefore one of the assumptions underlying the fairness opinion and consequently the related results.

The analyses included for the fairness opinion are based on the activity and on the information received and available until 11 February 2024 (“**Reference Date**”).

In particular, Rothschild used the following assessment methods for UnipolSai:

- Market multiples method: based on the analysis of stock market prices of a sample of companies comparable to that assessed and involves the identification of multipliers inferred from the ratio between economic or financial indicators, or indicators specific to the operations of the companies, and the stock market capitalisation. The ratios thus obtained are applied to the reference figures of the company assessed in order to determine its value.

In this case, the most widely used multipliers in international practice were considered and, in particular, the Price/Earnings multiple (“**P/E**”), which was applied to the 2024 and 2025 adjusted net profits of UnipolSai.

The sample used for application of the methodology in question includes the main composite European insurance groups.

The P/E multiples for the years 2024 and 2025 for the sample were calculated on the basis of the estimates of the consensus of financial analysts (source: Facset). The sample multiples were calculated

in reference to the average prices for the three months immediately prior to the Reference Date in order to reduce any distortions linked to price volatility. The valuations obtained were integrated to take into account the equity investments in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A., UnipolSai Investimenti SGR S.p.A., the net present value of non-recurring costs, the expected dividend for 2023 and, depending on the scenario, the estimated excess capital of the Company.

- Linear regression method: determines the economic value of a company on the basis of statistical correlation, estimated with reference to a significant sample of comparable listed companies, existing between (i) earnings prospects indicators and (ii) the ratio between stock market capitalisation and selected economic, financial and/or regulatory figures. If statistically significant, the regression parameters are applied to the insurance company assessed in order to determine the corresponding economic value.

In this case, the method was applied to UnipolSai, referencing the same sample used for the market multiples method.

For the purpose of issuing its opinion, the Financial Advisor of the Committee specifies that the regressions of the ratio between market capitalisation and own funds (“P/OF”) with respect to their average expected profitability have been applied (“ROAOF”- return on average own funds); in particular using P/OF 2023 vs. ROAOF 2024 and P/OF 2024 vs. ROAOF 2025. The resulting assessments were integrated to take into account the valuation of equity investments in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A., UnipolSai Investimenti SGR S.p.A., the net present value of non-recurring costs, the expected dividend for 2023 and, depending on the scenario, the estimated excess capital of the Company.

- Dividend Discount Model (in the excess capital variant): estimates the economic value of an insurance company as the sum of (i) the present value of future dividend flows potentially distributable to shareholders, over a time horizon equal to the explicit period of the plan, consistent with maintaining an adequate level of capitalisation estimated on the basis of regulatory capital and (ii) the present Terminal Value calculated using the constant growth method and maintaining an adequate level of capitalisation.

For the discount rate, the Financial Advisor of the Committee used the rate of return on equity required by investors/shareholders for investments with similar risk characteristics and calculated according to the Capital Asset Pricing Model (“CAPM”).

In order to better appreciate the sensitivity of the results obtained with respect to the assessment parameters used, sensitivity analyses were carried out with respect to various fundamental long-term parameters and assessment assumptions, including the distribution timing of the potential excess capital. The resulting assessments were added to the valuations of equity investments in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A. and UnipolSai Investimenti SGR S.p.A.

With reference to Unipol Gruppo, given its nature as a holding company, the Net Asset Value method was applied, re-expressing, where possible, the measurement of assets and liabilities at fair market value; with particular reference to the equity investment in UnipolSai and the equity investments in BPER and BPSO, the measurement at fair market value was calculated on the basis of methods adopted in line with each assessment method described above.

In addition, the assessment analyses apply standardised methodologies and assumptions, while taking into account the specific characteristics of the individual Companies Involved in the Merger.

Based on the above, the following table shows the results obtained by Rothschild after applying the different assessment methodologies identified:

Methodologies		Swap range # ordinary Unipol Gruppo shares for 1 ordinary of UnipolSai share*	
UnipolSai	Unipol Gruppo	Min	Max
Market multiples	NAV	0.294	0.303
Linear regression	NAV	0.294	0.303
DDM	NAV	0.294	0.303

(\*) The share swap ranges presented are rounded to three decimal places. The results of the different methodologies are instead to four decimal places.

Therefore, on conclusion of the analyses, Rothschild is of the opinion that, in the context of the Merger and as at the date of the fairness opinion, “the Swap Ratio of 0.300 ordinary Unipol Group shares for every ordinary UnipolSai share is financially fair”.

#### 2.4.4 Opinion of the Methodological Advisor

The Methodological Advisor reviewed the results of analyses conducted by the Financial Advisor of the Committee, as well as assessments conducted by the Board's Financial Advisor for the purpose of issuing the respective fairness opinions.

In particular, in the Opinion of the Methodological Advisor, attached to this Information Document under Annex B, Gualtieri concluded that:

- *“The information base used by the Financial Advisors is complete and allows the assessment process forming the basis of the opinion and the consequent estimate of the swap ratio to be carried out accurately;*
- *the assessment principles and methods adopted by the Financial Advisors to estimate the economic values of Unipol Gruppo and UnipolSai, on which the subsequent determination of the swap ratio is based, are correct and consistent with the guidelines of prevailing legal theory and with the standards used in practices for similar transactions, taking into account the overall characteristics of the Transaction;*
- *the basic application criteria used by the Financial Advisors in the estimates are reasonable and adequate with respect to the procedural standards in light of the available information framework and the purposes of the estimate;*
- *the assessment assumptions adopted by the Financial Advisors are reasonable; the valuation limits and difficulties have been correctly assessed and their existence does not compromise the quality of the results of the estimates.”*

#### 2.5 Illustration of the economic and financial effects of the Merger

The Merger will be effective, for statutory purposes, from the last of the registrations with the Bologna Register of Companies prescribed by art. 2504-bis of the Italian Civil Code, or later date indicated in the Merger deed. From the Effective Date of the Merger, the Combined Entity will automatically take over all equity, assets and liabilities of the Merged Entities and all the rights, interests and entitlements, as well as all related obligations, commitments and duties of any kind, in compliance with the provisions of art. 2504-bis, paragraph 1, of the Italian Civil Code.

For accounting purposes, the transactions carried out by the Merged Entities will be recognised in the financial statements of the Merging Entity from 1 January of the year in which the statutory effects of the Merger occur. Tax effects will also start from the same date.

As outlined in paragraph 2.2, the Transaction qualifies as a transaction of greater importance pursuant to the RPT Regulation and the RPT Procedure.

In light of the fact that the Merger is a “significant” transaction pursuant to art. 70, paragraph 6 of the Issuers' Regulation, Unipol Gruppo and UnipolSai will prepare a joint information document relating to the Merger in accordance with art. 70, paragraph 6, of the Issuers' Regulation, which will be made available to the public with the methods and timing envisaged in applicable regulations.

### 2.5.1 Pro forma financial information

#### Introduction

This section presents the most significant pro forma financial data of UnipolSai and companies in its scope of consolidation (the “**UnipolSai Group**”) as at 31 December 2023 (hereinafter, the “**Pro Forma Data**”), prepared to highlight the main effects associated with the Transaction, the terms of which have already been extensively described in paragraph 2.1 of this Information Document.

As the equity and financial effects of the Merger depend on the outcome of future public purchase offers and exercise of the Right of Withdrawal by Unipol Gruppo shareholders, pro forma financial information was prepared in the scenarios described below:

- i) no subscription to the public purchase offer by UnipolSai shareholders and no exercise of the Right of Withdrawal by Unipol Gruppo shareholders (**scenario A**);
- ii) full subscription to the public purchase offer by UnipolSai shareholders for a total of €100 million and exercise of the Right of Withdrawal by Unipol Gruppo shareholders (**scenario B**).

The Pro Forma Data were obtained by making suitable pro forma adjustments to the preliminary data of the UnipolSai Group as at 31 December 2023, approved by the Board of Directors of the Company on 15/16 February 2024, to retroactively reflect the significant elements of the transaction. In particular, these effects were reflected retroactively:

- to determine the pro forma values for Investments and cash equivalents, Total shareholders' equity, Shareholders' equity attributable to UnipolSai and the Solvency Ratio (the “**Pro Forma Financial Data**”) as if the Transaction, and the related transactions, had been carried out on 31 December 2023, and
- to determine the pro forma values for Direct insurance premiums, the Combined Ratio, the Total net profit and the Net profit attributable to UnipolSai (the “**Pro Forma Income Data**”), as if the transaction had been carried out on 1 January 2023.

Note however that, as mentioned previously, the information contained in the Pro Forma Data is a simulation of the possible effects of the transaction, provided solely for illustration purposes. More specifically, as the pro forma values are calculated to retroactively reflect the effects of subsequent transactions, despite compliance with generally accepted rules and the use of reasonable assumptions, there are limitations in the very nature of pro forma data. Therefore note that:

- if the transaction had actually taken place on the assumed dates, the same values as presented in the Pro Forma Data might not have been obtained;
- in consideration of the different purposes of the pro forma values with respect to historical financial statement data and the different methods for calculating the effects of the proposed transaction with reference to the Pro Forma Financial Data and the Pro Forma Income Data, these must be read and interpreted without seeking connections between them;
- the pro forma values do not reflect forward-looking data as they are prepared to represent only effects of the transaction that can be isolated and objectively measured, without taking into account potential effects of changes in corporate strategies and operating decisions resulting from the transaction. As a result, note that the Pro Forma Data provided below are in no way intended to represent a forecast of future results of the Group and therefore must not be used in this sense.

Please note that, in order to prepare the Pro Forma Data in line with the provisions of international accounting standards, any transaction resulting in a change in the equity investment held by the parent in a subsidiary that does not result in loss of control is considered a transaction on share capital (i.e. a transaction with shareholders in their capacity as shareholders with a direct impact on the shareholders' equity attributable to owners of the Parent and/or non-controlling interests). Therefore, without prejudice to provisions specified below, the Public Purchase Offer and Merger transactions do not result in changes in the values of the assets and liabilities previously recognised in the consolidated financial statements of the merging entity. Naturally, all transactions relating to the Merger, the Public Purchase Offer and the Right of Withdrawal have an accounting impact on assets and liabilities with respect to third parties in the consolidated financial statements, for example:

- monetary outlay incurred to acquire non-controlling interests and ancillary expenses of the Merger;
- tax assets or liabilities deriving from the changed circumstances post-Merger (e.g. release of goodwill, recalculation of deferred taxes).

## Pro Forma Data

Summary of the most significant data of the UnipolSai Group  
- Scenario A  
(no subscription to the Public Purchase Offer and the Withdrawal)

<i>Amounts in €m</i>	31/12/2023 (preliminary data)	Pro forma adjustments	31/12/2023 (pro forma preliminary data)
Direct insurance premiums	15,060		15,060
Non-Life direct insurance premiums	8,651		8,651
Life direct insurance premiums	6,409		6,409
Non-Life Combined ratio - net of reinsurance	98.2%		98.2%
Total net profit	766	575	1,341
Net profit attributable to UnipolSai	700	575	1,275
Investments and cash and cash equivalents	64,443	2,856	67,299
Total Shareholders' Equity	7,307	2,723	10,030
Shareholders' Equity attributable to UnipolSai	7,026	2,723	9,749
Individual solvency ratio	283%	13%	296%
Consolidated solvency ratio	n/a	n/a	219%

Summary of the most significant data of the UnipolSai Group  
- Scenario B  
(full subscription to the Public Purchase Offer and €100m outlay for Withdrawal)

<i>Amounts in €m</i>	31/12/2023 (preliminary data)	Pro forma adjustments	31/12/2023 (pro forma preliminary data)
Direct insurance premiums	15,060		15,060
Non-Life direct insurance premiums	8,651		8,651
Life direct insurance premiums	6,409		6,409
Non-Life Combined ratio - net of reinsurance	98.2%		98.2%
Total net profit	766	541	1,307
Net profit attributable to UnipolSai	700	541	1,241
Investments and cash and cash equivalents	64,443	1,625	66,068
Total Shareholders' Equity	7,307	1,519	8,826
Shareholders' Equity attributable to UnipolSai	7,026	1,519	8,545
Individual solvency ratio	283%	-22%	261%
Consolidated solvency ratio	n/a	n/a	197%

## Scenario A (no subscription to the Public Purchase Offer and Withdrawal)

The increase in total net profit attributable to UnipolSai of €575m is due to:

- the positive effect for €268m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>3</sup>
- the positive contribution for a total of €297m net of intra-group transactions, of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group;<sup>4</sup>
- the benefit, equal to approximately €10m, achievable against the expected reduction in operating costs<sup>5</sup> and tax charges<sup>6</sup> after finalisation of the Merger.

The item Investments and cash equivalents increased by €2,856m due to:

- the positive effect for €549m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>7</sup>
- the positive contribution of €2,317m net of intra-group transactions of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group;<sup>8</sup>
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger.

The €2,723 million increase in Total shareholders' equity is attributable to:

- the positive effect for €498m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>9</sup>
- the positive contribution for a total of €1,994m of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group.<sup>10</sup> This amount includes, for €1,118m, the incremental goodwill recognised in the consolidated financial statements of Unipol Gruppo and referring to UnipolSai Assicurazioni;
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger;

---

<sup>3</sup> Please note that the equity investments held in BPER (10.53% of share capital held by Unipol Gruppo and 9.32% by UnipolSai) and BPSO (10.21% held by Unipol Gruppo and 9.51% by UnipolSai) are consolidated using the equity method in the consolidated financial statements of the Unipol Group, while they are instead recorded at market value under Financial assets measured at fair value through other comprehensive income in the consolidated financial statements of the UnipolSai Group.

<sup>4</sup> With respect to the line-by-line consolidation scope of UnipolSai, the Unipol Group includes Unipol Gruppo, Unipol Finance, Unipol Investment, UnipolPart I, UnipolReC and UnipolSai Investimenti SGR.

<sup>5</sup> These are mainly corporate expenses, shareholders' meeting expenses and contributions to supervisory authorities. Reductions in costs for employees are excluded from the calculation.

<sup>6</sup> The expected tax benefits refer to 5% taxation on dividends disbursed between the companies involved in the merger.

<sup>7</sup> See note 3.

<sup>8</sup> See note 4.

<sup>9</sup> See note 3.

<sup>10</sup> See note 4.

<sup>11</sup> See note 3.

<sup>12</sup> See note 3.

<sup>13</sup> See note 3.



- the positive effect of €240m due to the net tax benefits expected from the Merger, deriving mainly from the release of goodwill originating from the cancellation deficit.

The increase in Shareholders' Equity attributable to UnipolSai for €2,723m is attributable to:

- the positive effect for €498m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>11</sup>
- the positive contribution, as a result of the Merger, for a total of €1,994m of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group.<sup>12</sup>
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger;
- the positive effect of €240m due to the net tax benefits expected from the Merger, deriving mainly from the release of goodwill originating from the cancellation deficit.

The 13 bps improvement in the individual Solvency ratio is mainly due to the positive impact of the Merger on own funds due to the contribution, net of intra-group transactions, deriving from the asset and liability items in the financial statements of the companies involved in the Merger and the expected net tax benefits deriving from the Merger. This positive impact on own funds is partly offset by an increase in the solvency capital requirement, mainly attributable to the effect on market risks deriving from the increased exposure to the banking investees BPER and BPSO after the Merger. The pro forma consolidated Solvency ratio is 219%.

#### **Scenario B (full subscription to the Public Purchase Offer and outlay of €100m for the Withdrawal)**

The increase in total net profit attributable to UnipolSai for €541m is attributable to:

- the positive effect for €268m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER Banca compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>13</sup>
- the positive contribution for a total of €297m net of intra-group transactions, of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group;<sup>14</sup>
- lower financial income, estimated based on an ordinary annual rate of return of 3.6%, totalling €34 million net of related tax effects. This reduced profitability is due to the decrease in liquidity and other financial investments to finance the Public Purchase Offer and the Withdrawal, for a total of €1,231 million;
- the benefit, equal to approximately €10m, achievable against the expected reduction in operating costs<sup>15</sup> and tax charges<sup>16</sup> after finalisation of the transaction.

The item Investments and cash equivalents increased by €1,625m due to:

- the positive effect for €549m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company

---

<sup>14</sup> See note 4.

<sup>15</sup> These are mainly corporate expenses, shareholders' meeting expenses and contributions to supervisory authorities. Reductions in costs for employees are excluded from the calculation.

<sup>16</sup> The expected tax benefits refer to 5% taxation on dividends disbursed between the companies involved in the merger.

Unipol;<sup>17</sup>

- the positive contribution of €2,317m, net of intra-group transactions, of companies included in the line-by-line consolidation scope in the Unipol Group consolidated financial statements compared to those of the UnipolSai Group;<sup>18</sup>
- the expected outlay for the Public Purchase Offer and the Right of Withdrawal for a total of €1,231 million;
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger.

The €1,519 million increase in Total shareholders' equity is attributable to:

- the positive effect for €498m deriving from standardisation of the measurement criteria for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER compared to those adopted by the parent company Unipol;<sup>19</sup>
- the positive contribution for a total of €1,994m of companies included in the line-by-line consolidation scope of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group;<sup>20</sup>
- the expected outlay for the Public Purchase Offer and the Right of Withdrawal for a total of €1,231 million which, as specified in the introduction, qualifies as a capital transaction with the direct impact of reducing the Shareholders' equity attributable to owners of the Parent;
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger;
- the positive effect of €267m due to the net tax benefits expected from the Merger, deriving mainly from the release of goodwill originating from the cancellation deficit.

The increase in Shareholders' Equity attributable to UnipolSai for €1,519m is attributable to:

- the positive effect for €498m deriving from standardisation of the measurement criteria adopted by the parent Unipol for equity investments held by UnipolSai in BPSO and BPER;<sup>21</sup>
- the positive contribution from the Merger for a total of €1,994m, net of intra-group transactions, of the companies included in the line-by-line scope of consolidation of the Unipol Group and not already included in the scope of the UnipolSai Group;<sup>22</sup>
- the expected outlay for the Public Purchase Offer and the Right of Withdrawal for a total of €1,231 million which, as specified in the introduction, qualifies as a capital transaction with the direct impact of reducing the Shareholders' equity attributable to owners of the Parent;
- the negative effect, estimated at roughly €10m, relating to the expected outlay for ancillary costs of the Merger;
- the positive effect of €267m due to the net tax benefits expected from the Merger, deriving mainly from the release of goodwill originating from the cancellation deficit.

The 22 bps decrease in the individual Solvency ratio is mainly due to the negative impact on own funds deriving from the outlay to service the Public Purchase Offer and the Right of Withdrawal and the increase in the solvency capital requirement, largely attributable to the effect on market risks of the increased exposure to the banking investees BPER and BPSO after the Merger. These negative effects are partially mitigated by the

---

<sup>17</sup> See note 3.

<sup>18</sup> See note 4.

<sup>19</sup> See note 3.

<sup>20</sup> See note 4.

<sup>21</sup> See note 3.

<sup>22</sup> See note 4.

benefit on own funds thanks to the contribution, net of intra-group transactions, deriving from the asset and liability items in the financial statements of the companies involved in the Merger and the net tax benefits expected from the Merger. The pro forma consolidated Solvency ratio is 197%.

### **Post-Merger Shareholders**

On the basis of the Swap Ratio, the share capital of the Combined Entity, taking into account the possible outcomes of the Offer, would indicatively be held as follows:<sup>23</sup>

Scenario		Shareholders of the former Unipol Gruppo S.p.A.	Shareholders of the former UnipolSai Assicurazioni S.p.A.	Total
No participation in the Public Purchase Offer	% of Share capital	85.1%	14.9%	100%
	% of voting rights	89.7%	10.3%	100%
Subscription equal to 1% of the share capital of UnipolSai (pre-merger) on conclusion of the Offer	% of Share capital	86.0%	14.0%	100%
	% of voting rights	90.3%	9.7%	100%
Achievement of 90.0% of the share capital of UnipolSai (pre-merger) on conclusion of the Offer	% of Share capital	89.4%	10.6%	100%
	% of voting rights	92.8%	7.2%	100%
Achievement of 94.9% of the share capital of UnipolSai (pre-merger) on conclusion of the Offer	% of Share capital	94.3%	5.7%	100%
	% of voting rights	96.2%	3.8%	100%
Achievement of 100.0% of the share capital of UnipolSai (pre-merger) on conclusion of the Offer	% of Share capital	100.0%	0.0%	100%
	% of voting rights	100.0%	0.0%	100%

## **2.6 Impact of the Transaction on the remuneration of members of the Boards of Directors of UnipolSai and/or its Subsidiaries**

As a result of the Merger, no change is expected in the remuneration of members of the Board of Directors of UnipolSai or of any of its subsidiaries.

## **2.7 Members of the administrative and control bodies, general managers and senior executives of UnipolSai involved in the Merger**

The Merger does not involve, as related parties, members of the Board of Directors, members of the Board of Statutory Auditors, general managers and/or senior executives of UnipolSai.

In any event, please refer to the information already provided in paragraph 1.1 above.1.1

<sup>23</sup> The scenarios shown do not take into account any assignment to senior executives of UnipolSai shares used in existing compensation plans based on financial instruments.

## 2.8 Description of the Framework Agreement approval procedure

The signing of the Framework Agreement, governing *inter alia* the terms and conditions of the Transaction, was approved by the Boards of Directors of Unipol Gruppo and UnipolSai on 16 February 2024, after receiving the favourable opinions - both issued on 14 February 2024 - of the respective Related Party Transactions Committees on the interests of Unipol Gruppo and UnipolSai in completing the Merger and signing of the Framework Agreement, as well as the cost effectiveness and procedural and substantive fairness of the merger transaction.

As already indicated, the Board of Directors of UnipolSai availed itself of the support and analyses of Mediobanca, as financial advisor, Gualtieri, as methodological advisor and BCG, as business advisor, and Legance, as legal advisor.

For the purpose of issuing the Opinion and subject to verification of the independence requirements, the RPT Committee deemed it appropriate to avail itself of the support of (i) Rothschild, as its financial advisor, and also appointed (ii) Gualtieri, as methodological advisor, and (iii) Legance - Avvocati Associati ("Legance" or the "Legal Advisor"), as legal advisor, as no technical-legal aspects have been identified such as to require independent support. In addition, the RPT Committee used the results of activities carried out by BCG for the Board of Directors of UnipolSai.

In particular, the RPT Committee was promptly informed of the start of the preliminary activities for the implementation of the corporate streamlining project of the Unipol Group following the meeting of the Board of Directors of UnipolSai on 21 December 2023 and, pursuant to art. 9 of the RPT Procedure, promptly launched activities to examine the Transaction on 11 January 2024 and was involved in the negotiation and investigation phase, through a complete and timely information flow, which allowed the RPT Committee to be kept constantly informed of the progress of activities carried out.

In particular, the information flows concerned, among other things, the terms and conditions of the Framework Agreement (and its annexes), the timing envisaged for execution of the Transaction, the proposed assessment procedure, as well as the reasons underlying the Merger. As part of its activities, the RPT Committee exercised its right to request information and formulate observations, receiving prompt feedback from management involved in the Transaction.

In particular, at the meeting of 11 January 2024, the Committee (i) arranged classification of the Merger for the purpose of the application of the RPT Procedure as a transaction with related parties of greater importance and definition of the preliminary procedure, (ii) identified Rothschild as its financial advisor, subject to assessment of the independence requirements, (iii) resolved to extend also in favour of the Committee the engagement assigned by the Company to its legal advisor, together with sharing of the scope of work, subject to the assessment of its independence requirements; (iv) received a report on the selection of a methodological advisor by UnipolSai; (v) received a report on the Company's appointment of a business advisor, the result of which will be made available to the Committee; and (vi) defined a provisional calendar of Committee meetings.

Since 11 January 2024, the Committee has met:

- (a) on 19 January 2024, for (i) verification of the independence requirements of the Financial Advisor of the Committee and of the Legal Advisor (ii) illustration of the presentation document and the scope of work of the Financial Advisor of the Committee, (iii) ) the report on the selection by the Company of Gualtieri as methodological advisor and extension of this engagement also to the Committee, subject to verification of the independence requirements, and (iv) definition of the general timing of Committee activities;
- (b) on 22 January 2024 to verify the independence requirements of the Methodological Advisor;

- (c) on 25 January 2024, for (i) the illustration by the business advisor of the main elements of the stand-alone economic and financial projections of Unipol Gruppo and UnipolSai, (ii) the description of the assessment methods that the Financial Advisor of the Committee intended to adopt;
- (d) on 5 February 2024, for illustration of (i) the progress of activities of the Financial Advisor of the Committee and of the Methodological Advisor, (ii) the in-depth analyses carried out, at the request of the Committee, by the business advisor, as well as (iii) the structure of the fairness opinion by the Financial Advisor of the Committee;
- (e) on 7 February 2024, for an update on the timing of Committee activities, as well as for the illustration (i) by the business advisor, of the initial results relating to the economic and financial projections of the Combined Entity; and (ii) by the Legal Advisor, of the main legal and contractual aspects of the Transaction (including the technical-legal contents of the draft Framework Agreement and the attached Merger Plan);
- (f) on 9 February 2024, for the illustration of (i) the substantially conclusive results of activity carried out by business advisor; (ii) the substantially definitive results of the Financial Advisor of the Committee, following the stand-alone assessment of Unipol and UnipolSai with regard to the Swap Ratio range identified; (iii) the preliminary results of analyses carried out to date by the Board's Financial Advisor, with regard to the range identified for the Swap Ratio, (iv) update on the analysis results of the Methodological Advisor; (v) updates on the content of the Framework Agreement and the attached Merger Plan; (vi) the first draft of the Legal Opinions prepared by the Legal Advisor; as well as for examination of the first draft of the Committee Opinion.

Lastly, on 13 February 2024, with discussions continuing on 14 February 2024, after receiving indications from management regarding the closure of negotiations with Unipol Gruppo and definition of the Swap Ratio as three Unipol Gruppo shares, with no nominal value, for every ten UnipolSai shares, with no nominal value, on completion of its own work the RPT Committee decided to assess the contributions provided by the advisors as positive and to recognise the conclusions reached by each, formulating its unanimous opinion on the interest of UnipolSai in executing the Merger and signing the Framework Agreement, as well as on the benefit and procedural and substantive fairness of the Transaction. In particular, the aforementioned Opinion was unanimously approved by all members of the RPT Committee: Antonio Rizzi (Chairman), Mara Anna Rita Caverni, Daniela Preite and Elisabetta Righini. The fairness opinion issued by Rothschild is attached in its entirety to the Opinion of the RPT Committee (attached to this Information Document under Annex A).

On 16 February 2024, the Board of Directors of UnipolSai, on the basis of preliminary documentation received and having acknowledged the favourable Opinion of the RPT Committee, noting, *inter alia*, the interest of the Company in executing the Merger, as well as the cost effectiveness and substantial fairness of the related conditions, approved, *inter alia*, the proposal to sign the Framework Agreement.

Before this resolution was adopted, the following Directors declared that they have an interest pursuant to art. 2391 of the Italian Civil Code (for the reasons explained below):

- Carlo Cimbri, Chairman of the Board of Directors of UnipolSai, as (i) he also holds the position of Chairman of the Board of Directors of Unipol Gruppo and (ii) holds UnipolSai shares and Unipol Gruppo shares;
- Matteo Laterza, Chief Executive Officer of UnipolSai, as (i) he also holds the position of General Manager of Unipol Gruppo, and (ii) holds UnipolSai shares and Unipol Gruppo shares.

Furthermore, again pursuant to art. 2391 of the Italian Civil Code, the Directors Fabio Cerchiai, Deputy Chairman of the Board of Directors, and Jean François Mossino declared that they hold UnipolSai shares.

The resolution was adopted with the abstention of the Chairman, Carlo Cimbri, and the Chief Executive Officer, Matteo Laterza, and with vote in favour by all the other Directors.

### **2.8.1 Assessments of the Legal Advisor**

As described above, on 11 January 2024, the RPT Committee deemed it appropriate to extend, also in favour of the Committee, the engagement assigned by the Company to Legance, as legal advisor, subject to verification of the related independence requirements, for the purpose of issuing the Legal Opinions addressed to UnipolSai and the Committee.

In relation to the legal opinion, issued by Legance on 13 February 2024, on the suitability of the corporate procedure adopted by UnipolSai in relation to the Transaction, with regard to compliance with applicable laws and regulations on transactions with related parties, note that:

- (i) it does not express an opinion on valuation, economic, financial, tax, business or de facto issues;
- (ii) it does not express an opinion on classification of the Transaction as a transaction of greater importance pursuant to the RPT Procedure;
- (iii) it does not express an opinion in relation to the fairness and cost effectiveness of the Transaction, without prejudice to the assessment of compliance with legal and regulatory provisions applicable to transactions with related parties;
- (iv) the legal opinion is provided solely on the basis of Italian legislation in force and interpreted as at its date of issue, on the assumption that it will be governed by and interpreted in compliance with that legislation; any liability that may arise in relation to the legal opinion is also governed exclusively by Italian law.

Legance therefore concluded that “the corporate procedure adopted by the Committee, to the extent of its responsibility, in relation to the Transaction, has been suitable with regard to compliance with applicable laws and regulations governing transactions with related parties”.

In relation to the legal opinion, issued by Legance on 13 February 2024, on the consistency and suitability of the terms and conditions of the Transaction with respect to market practices for similar transactions, note that:

- (i) it does not express an opinion on regulatory, valuation, economic, financial, tax, business or de facto issues;
- (ii) the assessments regarding the cost effectiveness or suitability of a particular contractual solution adopted in the Framework Agreement and, more generally, in the documentation relating to the Transaction are based solely on the specific professional experience of the Legal Advisor;
- (iii) assessments of market practices are based solely on the specific professional experience of the Legal Advisor;
- (iv) the opinions were expressed in light of the negotiation structure reflected in the draft Framework Agreement, as at the date of the legal opinion, without considering any impact of events, acts or facts that might later occur.

Legance therefore concluded that the forecasts (not of a valuation, economic, financial or business nature) of the Framework Agreement (and its annexes) reflect market practices adopted for similar transactions between related or unrelated parties and, from a legal perspective, ensure a substantially balanced negotiation structure between UnipolSai and Unipol Gruppo.

For the purpose of issuing the Legal Opinions, Legance examined a copy of (i) the RPT Procedure; (ii) the material submitted by the competent structures of UnipolSai to members of the Committee and to the Board of Statutory Auditors of UnipolSai prior to meetings of the Committee; (iii) the draft Opinion of the

Committee; (iv) the fairness opinion of the Financial Advisor of the Committee; and (v) the Opinion of the Methodological Advisor.

The assessments of the Legal Advisor are reproduced in this Information Document in line with the content of the Legal Opinions to which they refer and, as far as the Company is aware, there are no omissions that could render the information reproduced inaccurate or misleading.

## **2.9 Cumulative significance of the Merger, pursuant to Art. 5, paragraph 2 of the RPT Regulation**

The Transaction is independently significant and not due to its cumulative effect with other transactions.

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

Luca Zaccherini, the UnipolSai Manager in charge of financial reporting, certifies pursuant to Art. 154-*bis*, paragraph 2 of the Consolidated Law on Finance that the accounting information relating to UnipolSai contained in this Information Document corresponds to the documentary evidence, ledgers and accounting records.

## **4. ANNEXES**

**Annex A:** Opinion of the RPT Committee including the fairness opinion issued by Rothschild;

**Annex B -** Opinion of the Methodological Advisor Gualtieri e Associati.

**PARERE DEL**  
**COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI**  
**UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.p.A.**  
**DEL 14 FEBBRAIO 2024**

**redatto ai sensi dell'art. 9 della Procedura per l'effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. in ultimo in data 23 giugno 2022, ai sensi dell'art. 4 del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche**



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

**1. PREMESSA**

Il presente parere (il “**Parere**”) è rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “**Comitato**”) di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (“**US**”, “**UnipolSai**” o la “**Società**”) ai sensi dell’art. 9 della Procedura per l’effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione della Società da ultimo in data 23 giugno 2022 (la “**Procedura OPC**” o “**Procedura**”) e dell’art. 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche (il “**Regolamento OPC**” e “**Regolamento**”) con riferimento all’operazione di razionalizzazione societaria del Gruppo Unipol (il “**Gruppo**” o il “**Gruppo Unipol**”), meglio dettagliata al successivo Paragrafo 2, da attuarsi mediante la fusione per incorporazione in Unipol Gruppo S.p.A. (“**UG**” o “**Unipol**” o la “**Società Risultante**”) di US, nonché di Unipol Finance S.r.l. (“**Unipol Finance**”), UnipolPart I S.p.A. (“**UnipolPart I**”) e Unipol Investment S.p.A. (“**Unipol Investment**” e, congiuntamente con Unipol Finance e UnipolPart I, le “**Holding Intermedie**”) (complessivamente, l’“**Operazione**”), preceduta da un’offerta pubblica di acquisto volontaria promossa da parte di UG sulle azioni US non detenute, direttamente o indirettamente, dalla stessa.

\*\*\*\*\*

**2. DESCRIZIONE DELL’OPERAZIONE**

**2.1 Soggetti coinvolti nell’Operazione**

**2.1.1 *Unipol***

Unipol Gruppo S.p.A., con sede in Bologna, Via Stalingrado n. 45, iscritta presso il Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale 00284160371 e partita IVA 03740811207, capitale sociale pari a Euro 3.365.292.408,03 i.v., diviso in n. 717.473.508 azioni prive di indicazione del valore nominale – le quali, per effetto della maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell’art. 127-*quinquies* del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“**TUF**”), alla data odierna, attribuiscono n. 1.086.745.467 diritti di voto – capogruppo del “Gruppo Assicurativo Unipol” iscritta al n. 046 dell’Albo dei Gruppi Assicurativi.

UG svolge funzioni di direzione e coordinamento di tutte le società controllate facenti parte del Gruppo. Le azioni di UG sono negoziate sull’Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., e sono sottoposte al regime di dematerializzazione, e gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A., ai sensi degli artt. 83-*bis* e seguenti del TUF.

Alla data del presente Parere, UG è proprietaria di n. 2.411.242.893 azioni di US, rappresentative dell’85,211% del capitale sociale e – per effetto della maggiorazione dei diritti di voto *ex art.* 127-*quinquies* del TUF – del 91,856% dei diritti di voto di US, di cui:

- n. 1.726.157.393 azioni US, rappresentative del 61,001% del capitale sociale e del 67,176% dei diritti di voto, sono detenute direttamente;
- n. 280.142.020 azioni US, rappresentative del 9,900% del capitale sociale e del 9,989% dei diritti di voto, sono detenute tramite Unipol Finance, società interamente controllata da UG;
- n. 280.142.020 azioni US, rappresentative del 9,900% del capitale sociale e del 9,989%



dei diritti di voto, sono detenute tramite UnipolPart I, società interamente controllata da UG;

- n. 124.801.460 azioni US, rappresentative del 4,410% del capitale sociale e del 4,702% dei diritti di voto, sono detenute tramite Unipol Investment, società interamente controllata da UG.

US è soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi degli art. 2497 ss. del Codice Civile da parte di UG.

#### *2.1.2 Unipol Finance*

Unipol Finance S.r.l., con sede in Bologna, Via Stalingrado n. 37, iscritta presso il Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale 03332211204 e partita IVA 03740811207, capitale sociale pari a Euro 5.000.000,00 i.v., interamente partecipata da UG. Unipol Finance è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UG.

#### *2.1.3 UnipolPart I*

UnipolPart I S.p.A., con sede in Bologna, Via Stalingrado n. 37, iscritta presso il Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale 03713571200 e partita IVA 03740811207, capitale sociale pari a Euro 4.100.000,00 i.v. suddiviso in n. 4.100.000 azioni ordinarie di nominali Euro 1 cadauna, le quali sono interamente detenute da UG. UnipolPart I è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UG.

#### *2.1.4 Unipol Investment*

Unipol Investment S.p.A., con sede in Bologna, Via Stalingrado n. 45, iscritta presso il Registro delle Imprese di Bologna, codice fiscale 00625450374 e partita IVA 03740811207, capitale sociale pari a Euro 5.180.107,85 i.v. suddiviso in n. 3.430.535 azioni ordinarie di nominali Euro 1,51 cadauna, le quali sono interamente detenute da UG. Unipol Investment è soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UG.

### 2.2 Descrizione dell'Operazione e struttura contrattuale

#### *2.2.1 Principali caratteristiche dell'Operazione*

L'Operazione consiste nella fusione per incorporazione in UG di US e delle Holding Intermedie (le “**Società Coinvolte nella Fusione**” e la “**Fusione**”) e sarà preceduta dalla promozione di un'offerta pubblica di acquisto volontaria (l'“**OPA**” o l'“**Offerta**”) da parte di UG avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di US, (a) dedotte le azioni US detenute, direttamente e indirettamente, da UG, e le azioni proprie detenute, direttamente e indirettamente, da US, e (b) incluse le azioni di US che verranno eventualmente attribuite al personale dirigente – entro la fine del periodo di adesione dell'OPA – nell'ambito dei piani di compensi basati su strumenti finanziari in essere, funzionale, tra l'altro, a consentire ai soci di US una possibilità di disinvestimento dalla Società in concomitanza con la Fusione. Alla luce della finalità dell'OPA, il perfezionamento della Fusione è indipendente dalla promozione e/o dall'esito dell'Offerta, restando, peraltro, ogni decisione connessa all'Offerta medesima nell'esclusiva pertinenza di UG.

Alla data del presente Parere, US e UG, con l'assistenza dei rispettivi *advisor* legali, hanno negoziato e definito i termini di un accordo quadro che intende (i) fissare i principali termini e condizioni dell'Operazione, ivi incluso il rapporto di cambio tra le azioni ordinarie UG e le azioni ordinarie US per effetto della Fusione (il “**Rapporto di Cambio**”), (ii) disciplinare le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della stessa, nonché (iii) stabilire la relativa tempistica, la gestione interinale delle società del Gruppo e le condizioni e modalità di esecuzione



dell'Operazione, riconoscendo l'importanza e, dunque, il reciproco obiettivo di perfezionare la Fusione entro il 31 dicembre 2024 (l'“**Accordo Quadro**”).

Ai sensi dell'Accordo Quadro, alla data di sottoscrizione dello stesso (la “**Data di Sottoscrizione**”), UG procederà alla pubblicazione del comunicato di annuncio dell'OPA ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e, successivamente, e comunque entro il termine di 20 giorni dalla Data di Sottoscrizione, al deposito del documento di offerta presso CONSOB ai sensi dell'art. 102, comma 3, del TUF (il “**Documento OPA**”), i cui termini e condizioni saranno definiti in autonomia da UG e, coerentemente, per mera chiarezza, non sono oggetto del presente Parere, come, più in generale, ogni valutazione connessa all'OPA (a cui US – ai sensi delle applicabili disposizioni normative e regolamentari – sarà chiamata una volta occorso l'annuncio dell'OPA).

Successivamente alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, inoltre, i consigli di amministrazione di US e delle altre Società Coinvolte nella Fusione saranno convocati al fine di approvare il progetto di Fusione in un testo sostanzialmente conforme a quello accluso come allegato all'Accordo Quadro (il “**Progetto di Fusione**”), fermo restando l'eventuale aggiornamento del Rapporto di Cambio nelle ipotesi contemplate dall'Accordo Quadro e *infra* meglio dettagliate. I principali termini e condizioni del Progetto di Fusione sono descritti al Paragrafo 2.2.3 del presente Parere.

L'Assemblea straordinaria di Unipol convocata per l'approvazione della Fusione sarà, inoltre, chiamata ad esprimersi in merito alla modifica dello statuto di Unipol (il “**Nuovo Statuto**”) resa necessaria, tra l'altro, dal cambiamento dell'oggetto sociale. Ai titolari di azioni ordinarie Unipol che non abbiano concorso all'approvazione del progetto di Fusione e, quindi, alla modifica dell'oggetto sociale, spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), Codice Civile (il “**Diritto di Recesso**”). Per maggiori informazioni circa il Nuovo Statuto, si rinvia al successivo Paragrafo 2.2.4.

L'efficacia del Diritto di Recesso è subordinata al perfezionamento della Fusione che, a sua volta, è *inter alia* subordinata alla circostanza che l'esborso complessivo a cui sarebbe tenuto Unipol Gruppo a fronte dell'eventuale esercizio del Diritto di Recesso non sia superiore a Euro 100 milioni, salvo rinuncia da parte di Unipol e di UnipolSai secondo quanto meglio specificato al successivo Paragrafo 2.2.2.

L'eventuale approvazione della delibera di Fusione non darà luogo ad alcuna ipotesi di diritto di recesso in favore degli azionisti di UnipolSai, non ricorrendo alcuno dei presupposti previsti dall'art. 2437 Codice Civile o da altre disposizioni di Legge.

#### 2.2.2 *Accordo Quadro*

Ad integrazione di quanto già illustrato al Paragrafo 2.2.1 che precede, si riassumono di seguito i principali termini e condizioni riportati nell'Accordo Quadro.

L'Accordo Quadro prevede che la Fusione venga attuata mediante le seguenti operazioni secondo l'ordine indicato: (i) l'annullamento senza concambio delle azioni ordinarie delle Holding Intermedie che sono nella titolarità di UG, (ii) l'annullamento senza concambio (x) delle azioni ordinarie US che sono già nella titolarità di UG, (y) delle azioni ordinarie di US rivenienti dalle Holding Intermedie e divenute di titolarità di UG per effetto di quanto indicato *sub* (i), e (z) delle azioni proprie detenute da US alla Data di Efficacia della Fusione, e (iii) l'eventuale assegnazione agli azionisti di US – diversi da UG e dalle Holding Intermedie – delle azioni in concambio, rivenienti dall'aumento di capitale per massimi Euro 300.782.432,48, mediante emissione di massime n. 125.692.617 azioni ordinarie di UG, che sarà eventualmente deliberato



dall'Assemblea di UG contestualmente all'approvazione del Progetto di Fusione (l'“**Aumento di Capitale**”). Tale ammontare massimo è stato determinato assumendo che, alla Data di Efficacia della Fusione, UG non abbia acquistato, nel contesto dell'Offerta e/o al di fuori della stessa, alcuna azione US e che tutte le azioni US a servizio dei piani di compensi basati su strumenti finanziari in essere siano state attribuite al personale dirigente, fermo restando che le azioni in concambio potrebbero non essere emesse nel caso in cui, all'esito dell'OPA, UG venga a detenere, direttamente e indirettamente, l'intero capitale sociale di US. La Fusione delle Holding Intermedie non produrrà invece alcun effetto sul numero delle azioni e sul capitale sociale di UG, dal momento che l'intero capitale sociale delle Holding Intermedie è detenuto da UG.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, il Rapporto di Cambio tra le azioni ordinarie UG e le azioni ordinarie US – concordato allo stato tra le medesime con l'assistenza dei rispettivi consulenti finanziari, sulla base dei valori risultanti dai dati di preconsuntivo alla data del 31 dicembre 2023 che verranno approvati dai consigli di amministrazione di US e UG in data 15 febbraio 2024, e calcolato al netto della distribuzione dei dividendi attesi di UG e US di competenza dell'esercizio 2023, è stato determinato nella misura di n. 3 (tre) azioni UG, prive di indicazione del valore nominale, per ogni n. 10 (dieci) azioni US prive di indicazione del valore nominale. Tale Rapporto di Cambio potrà essere oggetto di eventuali aggiustamenti (entro la data di approvazione da parte dei consigli di amministrazione delle Società Coinvolte nella Fusione del Progetto di Fusione) che saranno concordati congiuntamente da US e UG qualora dovessero emergere successivamente alla Data di Sottoscrizione elementi tali - alla luce delle risultanze delle situazioni patrimoniali di riferimento (*i.e.*, progetti di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2023 di ciascuna delle Società Coinvolte nella Fusione) – da alterare in misura rilevante le valutazioni poste alla base della determinazione del Rapporto di Cambio.

L'Accordo Quadro disciplina altresì le attività preliminari che dovranno essere poste in essere da US e UG, nonché dalle Holding Intermedie, al fine di addivenire alla stipula dell'atto di Fusione, nonché gli opportuni impegni di collaborazione tra le Società Coinvolte nella Fusione.

In particolare, *inter alia*, è previsto che (i) vengano convocati i consigli di amministrazione delle Società Coinvolte nella Fusione al fine di approvare (a) il Progetto di Fusione, (b) limitatamente a UG e US, la relazione illustrativa degli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile e dell'art. 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il “**Regolamento Emittenti**”), e (c) le istanze di autorizzazione, approvazione e/o nulla osta, anche nella forma di silenzio-assenso, alla Fusione richieste dalla Legge per il perfezionamento della Fusione (le “**Autorizzazioni alla Fusione**”); (ii) venga depositata presso il Tribunale di Bologna l'istanza congiunta per la nomina dell'esperto comune chiamato a redigere la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile (l'“**Esperto Comune**”); (iii) vengano presentate alle competenti Autorità le istanze di Autorizzazione alla Fusione; (iv) subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'IVASS, venga depositato, entro il più breve termine possibile, il Progetto di Fusione presso il Registro delle Imprese di Bologna, per l'iscrizione ai sensi dell'art. 2501-*ter* del Codice Civile, nonché si proceda alla pubblicazione e/o ai depositi previsti dall'art. 2501-*septies* del Codice Civile e alla pubblicazione di tutti i documenti richiesti dall'art. 125-*ter* del TUF e dall'art. 70 del Regolamento Emittenti; (v) venga esperita nei termini di Legge la procedura di cui all'art. 47 della Legge 29 dicembre 1990 n. 428; (vi) venga predisposto e pubblicato il documento informativo congiunto di UG e US di cui all'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, che dovrà essere pubblicato secondo i termini e modalità previsti dalla normativa *pro tempore* applicabile; (vii) venga sottoposto il Progetto di Fusione all'approvazione delle Assemblee delle Società Coinvolte nella Fusione e, subordinatamente alla sua approvazione, vengano depositati



per l'iscrizione presso il Registro delle Imprese di Bologna i documenti di cui all'art. 2502-*bis*, del Codice Civile; (viii) vengano poste in essere le ulteriori attività necessarie e/o opportune ai fini della stipulazione dell'atto di Fusione.

È altresì previsto che l'esecuzione della Fusione sia sospensivamente condizionata all'avveramento, entro la data in cui sarà stipulato l'atto di fusione (la “**Data di Esecuzione**”), delle seguenti condizioni (le “**Condizioni Sospensive**”):

- (a) il rilascio delle Autorizzazioni alla Fusione;
- (b) l'assenza di qualsivoglia ordine, atto, ingiunzione e/o provvedimento dell'Autorità che impedisca l'esecuzione e/o che sia comunque tale da alterare in misura rilevante le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio;
- (c) il rilascio da parte dell'Esperto Comune di un parere positivo circa la congruità del Rapporto di Cambio;
- (d) l'approvazione del Progetto di Fusione da parte delle Assemblee straordinarie delle Società Coinvolte nella Fusione;
- (e) l'ammontare complessivo a carico di UG per l'acquisto delle azioni UG oggetto di recesso e non acquistate dagli altri azionisti di UG o dal mercato non sia superiore a Euro 100milioni;
- (f) il mancato verificarsi tra la Data di Sottoscrizione e la Data di Esecuzione, con riferimento ad UG e/o a US, di qualsiasi fatto, evento o circostanza, occorso dopo la Data di Sottoscrizione e prima della Data di Esecuzione che incida negativamente in modo significativo sui rispettivi rapporti giuridici, situazione economica, patrimoniale, finanziaria e/o prospettive reddituali e/o sia comunque tale da alterare in misura rilevante le valutazioni poste alla base della determinazione del Rapporto di Cambio;
- (g) in relazione a eventuali accordi e/o contratti (comprese eventuali modifiche) di cui siano parte società del Gruppo che prevedano il consenso rispetto alla Fusione e la cui eventuale cessazione per effetto del mancato consenso sia idonea ad incidere negativamente in modo significativo sui rapporti giuridici, sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e/o sulle prospettive reddituali di almeno una delle Società Coinvolte nella Fusione e/o sia comunque tale da alterare in misura rilevante le valutazioni poste alla base della determinazione del Rapporto di Cambio, in via alternativa: (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso della controparte contrattuale; o (b) la rinegoziazione o scioglimento dei relativi accordi e/o contratti con esiti tali da consentire la Fusione;
- (h) il rilascio da parte di Borsa Italiana S.p.A. del provvedimento di ammissione alle negoziazioni sul mercato Euronext Milan delle azioni in concambio (ove emesse); e
- (i) il completamento delle consultazioni sindacali ai sensi dell'art. 47 della Legge n. 428/1990 in relazione alla Fusione.

Le sole Condizioni Sospensive *sub* lettere (e), (f), (g) e (i) potranno essere rinunciare da UG e US solo previo consenso scritto di entrambe le società.

È inoltre previsto che, in caso di mancato avveramento (ovvero, ove consentito, mancata rinuncia) anche di una sola delle Condizioni Sospensive entro la Data di Esecuzione, l'Accordo Quadro sarà considerato automaticamente privo di ogni efficacia (salvo limitate eccezioni).

Ai sensi dell'Accordo Quadro, nel periodo intercorrente tra la Data di Sottoscrizione e la Data di Efficacia della Fusione (come di seguito definita), US e UG assumeranno l'impegno, ciascuna



per quanto di rispettiva competenza e anche, con riferimento a UG, promettendo il fatto delle Holding Intermedie ai sensi dell'articolo 1381 del Codice Civile, a fare in modo che la gestione ordinaria delle società del Gruppo sia sostanzialmente conforme alla prassi seguita in passato, nel rispetto delle norme di Legge applicabili e degli obblighi assunti e, in ogni caso, secondo criteri di corretta, prudente e diligente gestione aziendale, nonché a non porre in essere – salvo che consti il previo consenso scritto dell'altra parte – atti od operazioni che per la loro natura, per i loro scopi o per la loro durata siano tali da (i) alterare in modo significativo la struttura economica, patrimoniale o finanziaria delle Società Coinvolte nella Fusione o le loro prospettive reddituali, ovvero (ii) pregiudicare l'adempimento delle obbligazioni assunte con la sottoscrizione dell'Accordo Quadro. In deroga a quanto precede, potranno essere svolte: (a) le attività riflesse nelle proiezioni economico-patrimoniali 2024-2028 utilizzate alla base del Rapporto di Cambio e oggetto di approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione di UG e US, (b) le attività funzionali al perfezionamento dell'Operazione e all'adempimento degli obblighi nascenti dall'Accordo Quadro, (c) le attività che si rendessero necessarie al fine di adempiere ad obblighi di Legge o a provvedimenti emanati dalle competenti Autorità, nonché (d) eventuali attività necessarie per evitare o attenuare qualsivoglia effetto negativo su una società del Gruppo derivante da una situazione di emergenza e/o catastrofe.

Inoltre, ai sensi dell'Accordo Quadro è previsto che alla Data di Esecuzione vengano poste in essere le seguenti attività: (i) stipula dell'atto di Fusione, (ii) diffusione dei comunicati stampa di UG e US mediante i quali verrà resa nota al mercato, *inter alia*, l'avvenuta stipula dell'atto di Fusione, nonché (iii) si proceda al deposito per l'iscrizione di copia dell'atto di Fusione presso il Registro delle Imprese di Bologna, e (iv) venga posto in essere ogni altro atto necessario e/o opportuno ai fini del perfezionamento della Fusione e comunque in relazione alla stessa, ivi comprese: (a) la presentazione dell'istanza per l'ottenimento, da parte di Borsa Italiana S.p.A., del provvedimento di ammissione alle negoziazioni sul mercato Euronext Milan delle azioni in concambio (ove emesse); e (b) le comunicazioni alle Autorità connesse alle modifiche dell'assetto per effetto della Fusione, ai sensi delle applicabili disposizioni di Legge.

### 2.2.3 Progetto di Fusione

La bozza di Progetto di Fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile accluso all'Accordo Quadro contiene (i) i dati identificativi delle Società Coinvolte nella Fusione, (ii) una descrizione delle modifiche apportate al Nuovo Statuto, (iii) l'indicazione puntuale del Rapporto di Cambio che verrà fissato dai consigli di amministrazione in prossimità della sua approvazione (ove ad esito dell'OPA UG non venga a detenere la totalità del capitale sociale di US), (iv) le modalità di assegnazione delle azioni della Società Risultante, (v) l'indicazione che le azioni UG eventualmente assegnate in concambio avranno godimento regolare e attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di Legge e di statuto, agli altri possessori di azioni ordinarie di UG in circolazione alla Data di Efficacia della Fusione, (vi) l'indicazione che la Fusione produrrà effetti civilistici a far data dall'ultima delle iscrizioni presso il Registro delle Imprese di Bologna prescritte dall'art. 2504-bis del Codice Civile, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto di Fusione (la "**Data di Efficacia della Fusione**"), mentre ai fini contabili le operazioni effettuate dalle società partecipanti alla Fusione (diverse da UG) saranno imputate nel bilancio di UG a partire dal 1° gennaio dell'esercizio in cui si verificheranno gli effetti civilistici della Fusione, restando altresì inteso che dalla stessa data decorreranno anche gli effetti fiscali, (vii) l'indicazione che non sono previsti vantaggi particolari a favore degli amministratori delle Società Coinvolte nella Fusione né trattamenti particolari per alcuna categoria di soci, ferma restando la possibilità, in conformità al regolamento sul voto maggiorato adottato da UG, rispetto alle azioni UG in concambio, di estendere la maggiorazione del diritto voto *ex art. 127-quinquies*



del TUF con la stessa anzianità d'iscrizione delle azioni già iscritte nel relativo elenco speciale tenuto da US (con conseguente conservazione del beneficio del voto maggiorato ove già maturato per gli azionisti US), e (viii) l'indicazione che gli azionisti di UG che non abbiano concorso all'approvazione del Progetto di Fusione avranno il Diritto di Recesso e l'indicazione del valore di liquidazione per azione UG.

Inoltre, la bozza di Progetto di Fusione riflette, nella misura massima consentita, le previsioni contenute nell'Accordo Quadro descritte nel Paragrafo 2.2.2 con particolare riferimento alle Condizioni Sospensive. La medesima bozza potrà inoltre riflettere le eventuali modifiche e/o integrazioni che si rendessero necessarie e/o opportune, prima della data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle società e delle Holding Intermedie, previo accordo delle società medesime.

#### 2.2.4 Nuovo Statuto

Il Nuovo Statuto di UG che entrerà in vigore alla Data di Efficacia della Fusione, il cui testo è accluso come allegato al Progetto di Fusione (ferma restando l'indicazione definitiva del capitale sociale), conterrà una serie di modifiche per riflettere nello statuto di UG l'esercizio dell'attività assicurativa e riassicurativa svolta da US, consistenti tra l'altro:

- (a) nella modifica all'art. 1 dello statuto ("Denominazione"), al fine di evidenziare nella denominazione sociale lo svolgimento dell'attività riservata alle imprese di assicurazione;
- (b) nelle modifiche all'art. 4 dello statuto ("Oggetto"), volte ad adeguare l'oggetto sociale di UG rispetto alle attività svolte da US;
- (c) nell'introduzione di un nuovo art. 4-bis dello statuto ("Gestione Sociale"), allo scopo di distinguere l'attività sociale in gestione danni e gestione vita;
- (d) la modifica dell'art. 5 dello statuto ("Capitale"), per riflettere l'eventuale Aumento di Capitale di Unipol a servizio del Rapporto di Cambio, fermo restando che l'indicazione definitiva del capitale sociale contenuto nell'art. 5 del Nuovo Statuto sarà precisato nel suo definitivo ammontare nell'atto di Fusione, una volta definito l'ammontare esatto dell'Aumento di Capitale, nonché per indicare l'importo relativo agli elementi del patrimonio netto distintamente attribuito alla gestione vita e alla gestione danni.

È altresì previsto che all'assemblea straordinaria degli azionisti di UG convocata per deliberare in merito al Progetto di Fusione vengano sottoposte talune modifiche e integrazioni allo statuto sociale di UG attualmente vigente, volte a recepire le nuove previsioni contenute nel Decreto Ministeriale n. 88/2022 (*"Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell'articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209"*), nonché le altre modifiche volte ad affinare il testo attuale dello statuto. Tali modifiche statutarie, ove approvate, potrebbero entrare in vigore prima della Data di Efficacia della Fusione, subordinatamente al rilascio delle necessarie autorizzazioni richieste dalla normativa regolamentare vigente.

Il testo del Nuovo Statuto che verrà approvato alla data di approvazione del Progetto di Fusione potrà inoltre riflettere le eventuali modifiche al testo del Nuovo Statuto che si rendessero necessarie o anche solo opportune in considerazione di modifiche alla normativa applicabile adottate successivamente alla Data di Sottoscrizione.



### 2.3 Motivazioni dell'Operazione

L'Operazione comporterà la razionalizzazione della struttura societaria del Gruppo Unipol, semplificando nel contempo i processi decisionali di direzione unitaria e governo del gruppo stesso, consentendo agli azionisti UnipolSai di:

- (a) essere azionisti di una delle principali compagnie assicurative italiane, quotata nei mercati regolamentati, che rivestirà il ruolo di capogruppo del Gruppo Unipol, in linea con le migliori *practice* nazionali e internazionali;
- (b) detenere un titolo azionario caratterizzato da un livello di liquidità significativamente superiore a quello dell'azione UnipolSai;
- (c) incrementare la propria partecipazione nel capitale dei *partner* industriali di bancassicurazione del Gruppo Unipol – Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.p.A. (“BPER”) e Banca Popolare di Sondrio S.p.A. (“BPSO”) – con benefici in termini di redditività attesa e di diversificazione in relazione sia alle fonti di ricavo che ai fattori di rischio; più in particolare, con il perfezionamento della Fusione, la Società Risultante verrebbe a essere in via diretta il primo azionista di due tra i principali gruppi bancari italiani a matrice popolare, arrivando a detenere il 19,9% di BPER e il 19,7% di BPSO, a fronte, rispettivamente, del 9,3% e del 9,5% attualmente detenuto da US in ciascuna delle due banche.

### 3. NATURA DELLA CORRELAZIONE, RILEVANZA DELL'OPERAZIONE E PROFILI PROCEDURALI

La Fusione si configura come:

- (i) operazione tra parti correlate ai sensi dell'art. 3 della Procedura OPC e dell'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento OPC, in quanto US è controllata da UG, ai sensi dell'art. 2359 Codice Civile. e dell'art. 93 TUF, direttamente e per il tramite delle Holding Intermedie, che detiene complessivamente n. 2.411.242.893 azioni US, rappresentative dell'85,211% del capitale sociale e – per effetto della maggiorazione dei diritti di voto *ex art. 127-quinquies* del TUF – del 91,856% dei diritti di voto di US; e
- (ii) operazione di maggiore rilevanza ai sensi dell'art. 2 della Procedura OPC nonché dell'Allegato 3 al Regolamento OPC. Difatti, l'indice di rilevanza del controvalore risulta superiore alla soglia del 2,5%<sup>1</sup> (sulla base del patrimonio netto consolidato<sup>2</sup> tratto dalle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive al 30 settembre 2023) prevista dall'Allegato 3 del Regolamento OPC. Segnatamente, il controvalore della Fusione, in conformità con la normativa applicabile, è stato determinato prendendo a riferimento il valore complessivo, determinato sulla base del Rapporto di Cambio, del numero massimo di azioni UG che potrebbero essere emesse a servizio dell'aumento di capitale nel contesto della Fusione.

---

<sup>1</sup> Soglia pari a Euro 166,9 milioni.

<sup>2</sup> Si segnala che il parametro del patrimonio netto consolidato viene utilizzato, conformemente a quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento OPC, in ragione del fatto che tale indice è superiore alla capitalizzazione di UnipolSai rilevata al 29 settembre 2023, pari a Euro 6.469.000.000.



Alla luce di quanto precede, nonché ai sensi dell'art. 9 della Procedura OPC, l'approvazione dell'Accordo Quadro (e dei relativi allegati) necessita del preventivo parere favorevole del Comitato sull'interesse al compimento della Fusione e alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, nonché sulla convenienza e sulla correttezza procedimentale e sostanziale dell'operazione di integrazione.

#### 4. COMPOSIZIONE E ATTIVITÀ DEL COMITATO

Il Comitato – composto dai Consiglieri indipendenti Antonio Rizzi, facente funzione di Presidente, Mara Anna Rita Caverni, Daniela Preite e Elisabetta Righini – è stato coinvolto tempestivamente nelle fasi di studio, trattativa e istruttoria dell'Operazione, ricevendo sin dal principio un flusso informativo completo e aggiornato in relazione all'Operazione medesima. Coerentemente con il proprio ruolo, il Comitato, nel corso delle proprie riunioni, ha richiesto informazioni puntuali e formulato osservazioni, il tutto secondo quanto meglio descritto di seguito.

Ai fini dello svolgimento delle proprie attività, il Comitato si è riunito in 8 occasioni. Si riporta di seguito una sintesi dell'attività compiuta dal Comitato.

Il Comitato si è riunito in data 11 gennaio 2024 per una preliminare informativa sull'Operazione, comprensiva delle informazioni sul relativo razionale strategico. Il Comitato ha quindi positivamente valutato l'assenza di rapporti di correlazione tra i propri componenti e la controparte dell'Operazione e, dopo aver condiviso le considerazioni in merito all'applicabilità della Procedura, è stato altresì informato della scelta di US di avvalersi, nell'ambito dell'Operazione, del supporto di primari consulenti. Il Comitato ha, dunque, discusso l'opportunità di individuare un proprio *advisor* finanziario e di avvalersi del medesimo *advisor* legale individuato dal Consiglio di Amministrazione di US, non ravvisando sul piano tecnico-giuridico elementi tali da richiedere un autonomo supporto e ha provveduto – subordinatamente alla successiva verifica dei requisiti di indipendenza – a nominare:

- Rothschild & Co Italia S.p.A. ("**Rothschild**" o l' "**Advisor Finanziario**"), quale consulente finanziario chiamato a supportare il Comitato nell'analisi e nella valutazione delle condizioni dell'Operazione, prevedendo altresì il rilascio di una *fairness opinion* indirizzata al Comitato con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio definito nell'ambito della potenziale Fusione sulla base delle informazioni rese disponibili (la "**Fairness Opinion**"); e
- Legance – Avvocati Associati ("**Legance**" o l' "**Advisor Legale**"), quale consulente legale chiamato a supportare nella valutazione degli aspetti legali, societari e regolamentari dell'Operazione (fornendo di volta in volta gli opportuni consigli legali) e nella stesura e negoziazione dell'Accordo Quadro, nonché dell'ulteriore documentazione opportuna e/o necessaria ai fini del perfezionamento della Fusione a termini e condizioni conformi agli *standard* e alle prassi di mercato per operazioni con caratteristiche analoghe a quella in esame, prevedendo altresì il rilascio di: (i) una *legal opinion* sulla coerenza e appropriatezza dei termini e delle condizioni dell'Operazione rispetto alle prassi di mercato per operazioni similari; nonché (ii) una ulteriore *legal opinion* sull'adeguatezza del percorso societario seguito da US in relazione all'Operazione, avuto riguardo alla conformità alle disposizioni normative e regolamentari applicabili in materia di operazioni con parti correlate (ambidue le *opinions*, indirizzate anche al Comitato, che è autorizzato a farvi affidamento) (insieme, le "**Legal Opinion**").



Nel corso della medesima riunione, il Comitato ha ricevuto un'informativa circa (i) la selezione di un *advisor* metodologico da parte della Società e (ii) la nomina da parte del Consiglio di Amministrazione di US di Boston Consulting Group (“**BCG**” o l’“**Advisor Industriale**”), quale consulente industriale chiamato a supportare la stessa US nell'analisi della ragionevolezza delle proiezioni economico-patrimoniali di US e di UG su base *stand alone* e della Società Risultante dall'Operazione come fornite da UG e US, anche ai fini dell'analisi della convenienza dell'Operazione. Le relative risultanze saranno messe a disposizione anche del Comitato.

Il Comitato ha altresì definito un calendario indicativo delle proprie riunioni.

Nella successiva riunione tenutasi in data 19 gennaio 2024, il Comitato ha analizzato e valutato positivamente le dichiarazioni di indipendenza dell'Advisor Finanziario e dell'Advisor Legale, rese in conformità alla normativa applicabile e attestanti l'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con US, le società da questa controllate, UG, le società sottoposte a comune controllo nonché gli amministratori delle predette società (i “**Soggetti Rilevanti**”) aventi caratteristiche quantitative o qualitative tali da potersi considerare idonee a compromettere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio ai fini dello svolgimento degli incarichi affidati dal Comitato. Dette dichiarazioni riportano altresì le informazioni relative alle prestazioni eseguite dagli *advisor* in favore di US e dei Soggetti Rilevanti nel triennio 2021-2023 e ai compensi percepiti che non presentano un'incidenza significativa rispetto al fatturato annuo complessivo di ciascun *advisor*.

In pari data, (i) l'Advisor Finanziario ha illustrato al Comitato il proprio *scope of work*, (ii) il Comitato ha ricevuto l'informativa circa la selezione da parte della Società di Gualtieri e Associati S.r.l., quale consulente metodologico (“**Gualtieri**” o l’“**Advisor Metodologico**”) chiamato a valutare la correttezza dei principi, dei metodi e dei criteri applicativi utilizzati dall'Advisor Finanziario del Comitato e da quello incaricato dal Consiglio di Amministrazione ai fini del rilascio delle rispettive Fairness Opinion e a rilasciare, a sua volta, apposito parere in proposito (il “**Parere dell'Advisor Metodologico**”). In proposito, il Comitato ha deliberato di avvalersi a sua volta – subordinatamente alla verifica dei requisiti di indipendenza – di Gualtieri quale proprio *advisor* metodologico, non ravvisando elementi tali da richiedere un autonomo supporto.

In pari data, il Comitato ha altresì proceduto alla definizione della tempistica di massima delle proprie attività.

In data 22 gennaio 2024, il Comitato ha preso atto e valutato positivamente la dichiarazione di indipendenza trasmessa dall'Advisor Metodologico.

Il Comitato si è ulteriormente riunito:

- il 25 gennaio 2024, per (i) l'illustrazione da parte dell'Advisor Industriale dei principali elementi delle proiezioni economico patrimoniali *stand alone* di UG e US, (ii) la descrizione delle metodologie valutative che l'Advisor Finanziario ha inteso adottare;
- il 5 febbraio 2024, per l'illustrazione de (i) lo stato di avanzamento delle attività dell'Advisor Finanziario e dell'Advisor Metodologico, (ii) gli approfondimenti effettuati, su richiesta del Comitato, da parte dell'Advisor Industriale, nonché (iii) la struttura della Fairness Opinion da parte dell'Advisor Finanziario;
- il 7 febbraio 2024, per un aggiornamento sulle tempistiche delle attività del Comitato, nonché per l'illustrazione (i) da parte dell'Advisor Industriale, delle prime risultanze relative alle proiezioni economico-patrimoniali della Società Risultante, e (ii) da parte dell'Advisor Legale, dei principali profili giuridici e contrattuali dell'Operazione (inclusi



i contenuti tecnico-giuridici della bozza di Accordo Quadro e dell'allegato Progetto di Fusione);

- il 9 febbraio 2024, per l'illustrazione de (i) le risultanze sostanzialmente conclusive attività condotta dall'Advisor Industriale; (ii) le risultanze sostanzialmente definitive dell'Advisor Finanziario, ad esito della valutazione su base *stand alone* di UG e di US in merito al *range* individuato per il Rapporto di Cambio; (iii) i preliminari esiti delle analisi allo stato condotte da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., *advisor* finanziario del Consiglio di Amministrazione della Società, in merito al *range* individuato per il Rapporto di Cambio, (iv) l'aggiornamento circa le risultanze delle analisi dell'Advisor Metodologico, (v) un aggiornamento in merito al contenuto dell'Accordo Quadro e ai relativi allegati, (vi) la prima bozza di Legal Opinion dell'Advisor Legale, e l'esame della prima bozza del presente Parere.

Da ultimo, il Comitato si è riunito in data 13 febbraio 2024 con prosecuzione dei lavori il 14 febbraio 2024, per le determinazioni finali in ordine al rilascio del presente Parere sull'interesse di US alla stipula dell'Accordo Quadro, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, previa ricezione delle risultanze definitive di BCG in merito alle proiezioni economico-patrimoniali di UG, US e della Società Risultante e illustrazione, *inter alia*:

- del Rapporto di Cambio determinato ad esito delle negoziazioni tra UG e US;
- da parte dell'Advisor Finanziario, della Fairness Opinion;
- da parte dell'Advisor Metodologico, del Parere dell'Advisor Metodologico;
- da parte dell'Advisor Legale, (i) del testo sostanzialmente definitivo di Accordo Quadro (e relativi allegati), nonché (ii) delle proprie Legal Opinion;

In occasione delle suddette riunioni, il Comitato si è sempre riunito con la partecipazione della totalità dei propri componenti, ad eccezione della prima riunione in cui era presente la maggioranza degli stessi, e per lo meno della maggioranza del Collegio Sindacale.

Nel corso di tutte le riunioni gli esponenti del Comitato hanno dibattuto gli argomenti trattati formulando richieste di approfondimenti e delucidazioni agli *advisor* e agli esponenti della Società.

## **5. METODOLOGIE DI STIMA APPLICATE DALL'ADVISOR FINANZIARIO**

### **5.1 Metodologie di stima adottate da Rothschild circa il Rapporto di Cambio ed esiti delle valutazioni**

Presupposto fondamentale delle valutazioni effettuate nell'ambito di una fusione è l'individuazione di valori economici funzionali alla determinazione del rapporto di cambio; pertanto, l'omogeneità e la comparabilità dei metodi di stima adottati, uniti al profilo patrimoniale, economico e operativo *standalone* di UnipolSai e Unipol costituiscono gli elementi principali per la determinazione dei metodi di valutazione da adottare. Le metodologie prescelte non possono essere pertanto analizzate singolarmente, ma vanno considerate come parte di un unico processo di valutazione.

La determinazione dei valori economici di UnipolSai e di Unipol, assunta da Rothschild ai soli fini della Fusione, risulterebbe priva di significato se fosse utilizzata al di fuori di tale contesto e conseguentemente tali valori non possono costituire il riferimento per nessun altro fine ed in modo particolare quali potenziali valori di cessione o riferimenti per l'Offerta.

Rothschild, nell'elaborazione della Fairness Opinion, ha considerato UnipolSai e Unipol su base



*stand alone* prescindendo da qualsivoglia considerazione concernente le potenziali sinergie derivanti dalla Fusione e in ottica *going-concern*, ovvero in ottica di continuità aziendale, e ha proceduto all'applicazione di diverse metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana ed internazionale. L'Advisor Finanziario ha tenuto in considerazione le finalità delle analisi, i dati inclusi nelle proiezioni UnipolSai e proiezioni Unipol e le ulteriori informazioni fornite dal *management*. Nell'ambito del processo valutativo Rothschild ha tenuto conto delle peculiarità dei due gruppi ed in particolare del fatto che UnipolSai è un gruppo assicurativo operante principalmente in Italia mentre Unipol è una *holding* che detiene sia la partecipazione di controllo in UnipolSai sia altre partecipazioni in banche e altre società. Pertanto, anche al fine di mantenere l'omogeneità e la coerenza di valutazione ha ritenuto di utilizzare:

- diverse metodologie di valutazione per UnipolSai di tipo analitico e di mercato che sono state implementate in diversi scenari anche per tenere conto dell'*excess capital* attualmente presente nella stessa;
- la metodologia del *Net Asset Value* per Unipol.

Il Comitato ha preso atto che l'Advisor Finanziario, con scelta positivamente apprezzata dall'Advisor Metodologico, ha ritenuto che, per assicurare la coerenza delle stime e la confrontabilità dei valori delle due entità in ottica di Fusione, occorre riflettere il valore di UnipolSai in Unipol, e stimare autonomamente, con lo stesso metodo, le partecipazioni bancarie e non assicurative detenute da entrambe.

Tali esigenze – unitamente alla circostanza che le azioni di UnipolSai presentano un livello di liquidità assai basso (e significativamente diverso da quello di Unipol) - hanno portato da un lato a non ritenere significativo il rapporto tra i prezzi di borsa delle due società, influenzato da fattori estrinseci e da una non analitica considerazione delle peculiari caratteristiche di ciascuna, dall'altro a ritenere invece opportuna l'applicazione di metodologie analitiche e di mercato che consentono di effettuare detto autonomo apprezzamento. In proposito, l'Advisor Finanziario ha altresì sottolineato che il confronto tra i prezzi delle azioni di UG e US non risulta rappresentativo del rapporto tra i rispettivi valori economici, non permettendo la determinazione di valutazioni relative confrontabili che presuppongono stime condotte secondo criteri di omogeneità, ancor più nel caso di specie che prevede l'incorporazione di US nella *holding* controllante.

Come detto, sia la valutazione di UnipolSai che quella di Unipol sono state effettuate rettificando i dati di ciascuna per tener conto delle partecipazioni nelle banche e nelle altre società non assicurative che sono state valutate separatamente e, ove possibile, con analisi di sensitività in modo coerente.

Le valutazioni di UnipolSai e Unipol sono state effettuate con un approccio *ex-dividend* cioè è stata assunta la distribuzione dei dividendi di competenza 2023 nel corso del 2024.

Rothschild non ha tenuto conto nelle proprie valutazioni degli effetti dell'eventuale esercizio del diritto di recesso spettante agli azionisti di Unipol che non dovessero concorrere alla delibera della Fusione.

Inoltre le considerazioni dell'Advisor Finanziario non assumono alcun impatto derivante dall'avvio e/o dalla conclusione dell'OPA promossa da Unipol sulle azioni ordinarie di UnipolSai e pertanto ha considerato che la Fusione avvenga tenendo in considerazione tutte le azioni in circolazione ad oggi non detenute da Unipol direttamente e indirettamente nella stessa; l'esito di tale Offerta potrebbe modificare la partecipazione in UnipolSai detenuta da Unipol e pertanto una delle ipotesi alla base della Fairness Opinion e quindi i relativi risultati.



Le analisi incluse nella Fairness Opinion sono basate sull'attività e sulle informazioni ricevute e disponibili sino al 11 febbraio 2024 ("**Data di Riferimento**").

In particolare, Rothschild ha utilizzato per la valutazione di US i seguenti metodi valutativi:

- Metodo dei multipli di mercato: è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quella oggetto di valutazione e comporta l'individuazione di moltiplicatori desunti rapportando alla capitalizzazione di Borsa indicatori di natura economica, patrimoniale o finanziaria o legati all'operatività delle società stesse. I rapporti così ottenuti vengono applicati alle grandezze di riferimento della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore.

Nella fattispecie sono stati considerati moltiplicatori maggiormente utilizzati nella prassi internazionale e, in particolare, il multiplo *Price / Earnings* ("**P/E**"), il quale è stato applicato agli utili netti *adjusted* 2024 e 2025 di US.

Il campione utilizzato ai fini dell'applicazione della metodologia in esame include i principali gruppi assicurativi europei *composite*.

I multipli P/E per gli esercizi 2024 e 2025 per il campione sono stati calcolati sulla base delle stime del *consensus* degli analisti finanziari (fonte: Facset). I multipli del campione sono stati calcolati facendo riferimento alla media dei prezzi relativi agli ultimi tre mesi rispetto alla Data di Riferimento al fine di ridurre eventuali distorsioni legate alla volatilità dei prezzi. Le valorizzazioni così ottenute sono state integrate per tener conto delle partecipazioni in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A., UnipolSai Investimenti SGR S.p.A., del valore attuale netto dei costi non ricorrenti, del dividendo atteso di competenza 2023 e, in funzione dello scenario, del capitale in eccesso stimato della Società.

- Metodo della regressione lineare: determina il valore economico di una società sulla base della correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione ritenuto significativo di società quotate comparabili, esistente tra (i) indicatori di redditività prospettica ed (ii) il rapporto esistente tra la capitalizzazione di borsa e selezionate grandezze economico, patrimoniali, finanziarie e/o regolamentari. Qualora statisticamente significativi, i parametri della regressione vengono applicati all'assicurazione oggetto di valutazione al fine di determinarne il corrispondente valore economico.

Nel caso specifico tale metodo è stato applicato a US, facendo riferimento allo stesso campione utilizzato per la metodologia dei multipli di mercato.

Ai fini del rilascio del proprio parere l'Advisor Finanziario precisa che sono state applicate le regressioni del rapporto tra capitalizzazione di mercato e fondi propri, cosiddetti *own funds*, ("**P/OF**") rispetto alla redditività media attesa degli stessi ("**ROAOF**" – *return on average own funds*), in particolare si sono utilizzate P/OF 2023 vs. ROAOF 2024 e P/OF 2024 vs. ROAOF 2025. Le valorizzazioni così ottenute sono state integrate per tener conto della valorizzazione delle partecipazioni in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A., UnipolSai Investimenti SGR S.p.A., del valore attuale netto dei costi non ricorrenti, del dividendo atteso di competenza 2023 e, in funzione dello scenario, del capitale in eccesso stimato della Società.

- Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (Dividend Discount Model nella variante *excess capital*): stima il valore economico di una compagnia assicurativa come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale pari al periodo esplicito di piano, coerentemente al



mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione stimato sulla base del capitale regolamentare e (ii) del valore attuale del *Terminal Value* calcolato utilizzando il metodo della crescita costante e con il mantenimento di un livello adeguato di patrimonializzazione.

Per il tasso di attualizzazione dei flussi l'Advisor Finanziario ha fatto riferimento al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori / azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è stato calcolato secondo il Capital Asset Pricing Model ("CAPM").

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei risultati ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati sono state effettuate analisi di sensitività rispetto a diversi parametri fondamentali di lungo termine e ipotesi valutative, incluso il *timing* di distribuzione del potenziale *excess capital*. Alle valorizzazioni così ottenute sono state sommate le valorizzazioni delle partecipazioni in BPER, BPSO, UnipolReC S.p.A. e UnipolSai Investimenti SGR S.p.A.

Con riferimento a UG, data la sua natura di *holding* di partecipazioni, si è applicato il metodo di valutazione del *Net Asset Value*, riesprimendo, ove possibile, la valorizzazione degli attivi e dei passivi a *fair market value*; con particolare riferimento alla partecipazione in US e alle partecipazioni in BPER e BPSO la valorizzazione a *fair market value* è stata calcolata in funzione delle metodologie adottate in coerenza con ciascuno dei metodi di valutazione sopra esposti.

Inoltre, le analisi valutative applicano metodologie e ipotesi omogenee, pur tenendo in considerazione le specificità delle singole Società Coinvolte nella Fusione.

Sulla base di quanto sopra esposto, si riportano nella tabella seguente i risultati ottenuti da Rothschild dall'applicazione delle diverse metodologie di valutazione individuate:

Metodologie		Intervallo di concambi # azioni ordinarie Unipol Gruppo per 1 azione ordinaria UnipolSai*	
		Min	Max
UnipolSai	Unipol Gruppo		
Multipli di mercato	NAV	0,294	0,303
Regressione lineare	NAV	0,294	0,303
DDM	NAV	0,294	0,303

(\*) Gli intervalli di concambi presentati sono stati arrotondati al terzo decimale. I risultati delle diverse metodologie differiscono al quarto decimale.

Pertanto, ad esito delle analisi condotte, Rothschild è dell'opinione che, nel contesto della Fusione e alla data della Fairness Opinion, "il Rapporto di Cambio pari a n. 0,300 azioni ordinarie Unipol Gruppo per ogni azione ordinaria di UnipolSai sia congruo da un punto di vista finanziario".

## 5.2 Parere dell'Advisor Metodologico

L'Advisor Metodologico ha analizzato le risultanze delle analisi condotte dall'Advisor Finanziario del Comitato, nonché le valutazioni allo stato condotte dall'*advisor* finanziario incaricato dal Consiglio di Amministrazione di US ai fini del rilascio delle rispettive *fairness opinion*.

In particolare, l'Advisor Metodologico ha concluso che:

- "la base informativa utilizzata dagli Advisor Finanziari [ndr Rothschild e l'*advisor*



finanziario incaricato dal Consiglio di Amministrazione] è completa e consente di svolgere con rigore il processo valutativo alla radice del giudizio di valutazione e della conseguente stima del rapporto di cambio;

- i principi e i metodi di valutazione adottati dagli Advisor Finanziari per la stima dei valori economici di Unipol Gruppo e UnipolSai, sui quali è fondata la successiva determinazione del rapporto di cambio, sono corretti e coerenti con le indicazioni della dottrina prevalente e con gli standard utilizzati nella prassi per operazioni similari tenendo conto delle complessive caratteristiche dell'Operazione;
- i criteri applicativi di fondo impiegati dagli Advisor Finanziari nelle stime sono ragionevoli e adeguati rispetto agli standard di prassi alla luce del quadro informativo disponibile e delle finalità della stima;
- le ipotesi valutative adottate dagli Advisor Finanziari sono ragionevoli; i limiti e le difficoltà di valutazione sono stati apprezzati correttamente e la loro esistenza non compromette la qualità dei risultati delle stime.”

## **6. ANALISI E VALUTAZIONI DEL COMITATO**

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

- (a) Accordo Quadro e relativi allegati;
- (b) Fairness Opinion di Rothschild (qui acclusa *sub* Allegato 1);
- (c) Parere dell'Advisor Metodologico;
- (d) Risultanze delle analisi condotte da BCG;
- (e) Legal Opinion di Legance.

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

Sulla base dei documenti esaminati emerge quanto segue.

### **6.1 Interesse al compimento dell'Operazione**

Sulla base della documentazione esaminata dal Comitato e delle informazioni e dei chiarimenti forniti durante le riunioni, il Comitato ritiene che l'Operazione risulti funzionale al perseguimento dell'interesse sociale di US e, in generale, del Gruppo Unipol. In particolare, il Comitato ritiene che la stessa sia coerente con le motivazioni strategiche descritte nel precedente Paragrafo 2.3.

Per quanto occorrer possa, peraltro, il Comitato osserva anche che l'Offerta fornirà agli azionisti di US che non intendano mantenere il proprio investimento nella Società Risultante l'ulteriore opportunità di liquidare – appunto, nel contesto dell'OPA promossa da UG – la propria partecipazione. Viceversa, gli azionisti di US che intenderanno mantenere il proprio investimento nella Società Risultante avranno, a loro volta, l'opportunità di divenire soci di un'entità non soggetta, correntemente, a direzione e coordinamento, avvicinandosi a una maggior pienezza della programmazione strategica societaria.

Infine, il Comitato ha valutato e preso atto della circostanza che, sulla base delle informazioni e



dei dati al momento disponibili, la Fusione comporterebbe una più efficiente allocazione del capitale rispetto a quella attuale di UnipolSai, nonché un impatto positivo sul *solvency ratio* della Società Risultante dalla Fusione; tale impatto si ridurrebbe in funzione del grado di adesione all'Offerta da parte degli azionisti UnipolSai nonché dell'esercizio del Diritto di Recesso. Anche in caso di adesione totale all'Offerta e di esercizio del Diritto di Recesso nei termini massimi in precedenza indicati non vi sarebbero impatti negativi significativi sul *solvency ratio* della Società Risultante dalla Fusione.

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

Il Comitato, all'esito della propria istruttoria e delle relative valutazioni, osserva di aver ricevuto, discusso e approfondito quanto segue:

- riguardo all'Operazione, un flusso informativo completo e aggiornato per il coinvolgimento tempestivo del Comitato stesso nella fase delle trattative e nella fase istruttoria dell'Operazione, nei termini descritti al precedente Paragrafo 4, in conformità a quanto prescritto dall'art. 9.1 della Procedura OPC;
- da Rothschild apposita Fairness Opinion, attestante che "*il Rapporto di Cambio pari a n. 0,300 azioni ordinarie Unipol Gruppo per ogni azione ordinaria di UnipolSai sia congruo da un punto di vista finanziario*", in quanto ricompreso all'interno dell'intervallo di valori dei rapporti di cambio individuati con le metodologie sopra descritte;
- dall'Advisor Metodologico il Parere dell'Advisor Metodologico, attestante l'adeguatezza delle metodologie impiegate dall'Advisor Finanziario del Comitato e da quello incaricato dal Consiglio di Amministrazione ai fini del rilascio delle rispettive *fairness opinion*, come meglio *supra* descritto;
- supporto ed espressa conferma, dall'Advisor Industriale, circa la ragionevolezza delle proiezioni economico-patrimoniali di US e di UG su base *stand alone* e della Società Risultante dall'Operazione;
- per la redazione e la negoziazione dell'Accordo Quadro, US si è inoltre avvalso di un primario consulente legale, quale è Legance, che ha svolto la propria attività anche nell'interesse del Comitato, rilasciando apposita Legal Opinion attestante la conformità del predetto Accordo Quadro con le prassi di mercato per operazioni comparabili;
- di aver ricevuto dall'Advisor Legale anche un'apposita Legal Opinion attestante l'adeguatezza del percorso societario seguito da US in relazione all'Operazione, avuto riguardo alla conformità alle disposizioni normative e regolamentari applicabili in materia di operazioni con parti correlate;
- la convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione come declinate nell'Accordo Quadro, per come descritte nel precedente Paragrafo 2.2, risulta comprovata da motivazioni strategiche e industriali coerenti con i piani strategici di US e, in generale, del Gruppo Unipol e funzionali al raggiungimento degli obiettivi a essi sottesi.

All'esito delle proprie analisi, il Comitato ha ritenuto di valutare positivamente i contributi offerti dagli *advisor* e di riconoscersi nelle conclusioni da ciascuno di essi rassegnate.



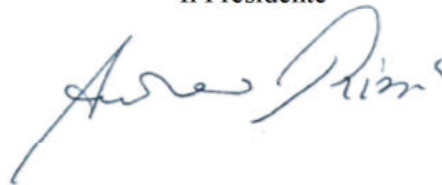
## **7. CONCLUSIONI**

Il Comitato, in conformità alle previsioni dell'art. 9 della Procedura OPC e dell'art. 8 del Regolamento OPC, esaminata la documentazione in precedenza indicata e, in particolare, la Fairness Opinion di Rothschild, unitamente all'intero plesso del corredo istruttorio, nonché considerate le Assunzioni riportate al Paragrafo 6 che precede, esprime all'unanimità parere favorevole su (i) l'interesse al compimento dell'Operazione nei termini sopra descritti, nonché (ii) la relativa convenienza e correttezza sostanziale e procedurale.

Bologna, 14 febbraio 2024

Per il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Il Presidente

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Andrea Pini', is written over a faint circular stamp.

**Allegati:**

- 1. Fairness Opinion Rothschild.**



**Strettamente riservato e confidenziale**

Milano, 13 febbraio 2024

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

*Alla cortese attenzione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate*

**Opinione sulla congruità del rapporto di cambio offerto agli azionisti ordinari di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. nell'ambito della prospettata fusione per incorporazione in Unipol Gruppo S.p.A.**

### **1. L'incarico**

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "**Comitato OPC**") di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. ("**UnipolSai**", "**US**" o la "**Società**") ha incaricato Rothschild & Co Italia S.p.A. ("**Rothschild & Co**" o "**Advisor**") ad agire in qualità di consulente finanziario nell'ambito del prospettato progetto di razionalizzazione societaria (la "**Lettera di Incarico**") che prevede, allo stato attuale, una fusione per incorporazione (la "**Fusione**") di UnipolSai, Unipol Investment S.p.A. ("**Unipol Investment**" o "**UI**"), UnipolPart I S.p.A. ("**UnipolPart I**" o "**UP**") e Unipol Finance S.r.l. ("**Unipol Finance**" o "**UF**" e insieme a UI e UP le "**Holding Intermedie**") nella controllante Unipol Gruppo S.p.A. ("**Unipol**" o "**Unipol Gruppo**" e insieme a US e alle Holding Intermedie le "**Società Partecipanti alla Fusione**"). La Fusione sarà preceduta da un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria da parte di Unipol Gruppo ("**OPA**" o "**Offerta Volontaria**") sulle azioni ordinarie di UnipolSai non detenute, direttamente o indirettamente, dalla stessa (la Fusione e l'OPA definiti congiuntamente l' "**Operazione**").

Nell'ambito delle attività previste nella Lettera di Incarico, UnipolSai ha richiesto a Rothschild & Co il rilascio di una lettera destinata al Comitato OPC avente ad oggetto una *Fairness Opinion* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del rapporto di cambio proposto tra le azioni ordinarie Unipol Gruppo e le azioni ordinarie UnipolSai (la "**Fairness Opinion**", "**Parere**" o "**Opinione**").



## **2. L'Operazione e la Fusione**

L'Operazione prevede un progetto di razionalizzazione societaria del gruppo facente capo a Unipol, come di seguito riassunto.

Alla data della presente Opinione, Unipol Gruppo detiene l'85,2% del capitale sociale al netto delle azioni proprie di UnipolSai detenute direttamente e indirettamente. Unipol Gruppo e UnipolSai hanno in corso la finalizzazione di un accordo quadro, di cui l'Advisor ha ricevuto una bozza (l'“**Accordo Quadro**”), contenente i principali termini e condizioni della Fusione e dell'Operazione, tra i quali si segnalano:

- l'impegno di Unipol Gruppo e UnipolSai a cooperare e fare tutto quanto in proprio potere affinché, nel rispetto delle rilevanti previsioni di legge, siano poste in essere tutte le attività necessarie e opportune ai fini della realizzazione dell'Operazione;
- la promozione da parte di Unipol Gruppo, prima della Fusione, dell'Offerta Volontaria ai sensi dell'art. 102 del TUF e delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti;
- la Fusione prevedrà l'incorporazione di UnipolSai e delle Holding Intermedie in Unipol Gruppo;
- le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione saranno rappresentate, ai sensi dell'art. 2501-*quater*, comma 1, del codice civile, dal progetto di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2023 di UnipolSai e Unipol Gruppo la cui approvazione da parte dei relativi Consigli di Amministrazione è all'ordine del giorno della riunione del 15 febbraio 2024;
- l'impegno di UnipolSai e di Unipol Gruppo ad approvare un progetto di fusione in un testo sostanzialmente conforme alla bozza dello stesso allegata all'Accordo Quadro che si baserà sulle situazioni patrimoniali di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione al 31 dicembre 2023 (il “**Progetto di Fusione**”);
- la presenza di condizioni sospensive della Fusione: rilascio delle autorizzazioni alla fusione, assenza di atti e/o provvedimenti dell'Autorità che impediscano l'esecuzione della Fusione e/o tali da alterare in misura rilevante le valutazioni poste alla base della determinazione del Rapporto di Cambio (come di seguito definito), rilascio di un parere positivo da parte dell'esperto comune nominato ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del codice civile circa la congruità del Rapporto di Cambio, approvazione del Progetto di Fusione da parte delle assemblee straordinarie di Unipol Gruppo, UnipolSai e delle Holding Intermedie, ammontare complessivo da corrispondere da Unipol Gruppo per l'acquisto delle azioni Unipol Gruppo oggetto di recesso e non acquistate dagli altri azionisti di Unipol Gruppo o dal mercato (l'“**Esborso per il Recesso**”) non superiore a Euro 100 milioni;
- il completamento della Fusione prescinde dall'esito dell'Offerta Volontaria;



- Unipol Gruppo e UnipolSai hanno definito e condiviso una tempistica preliminare relativa alla Fusione e all'Offerta Volontaria.

### **3. Il Rapporto di Cambio**

Alla data della presente Opinione UnipolSai ha comunicato all'Advisor il rapporto di cambio della Fusione negoziato da UnipolSai e Unipol Gruppo in vista dell'approvazione del Progetto di Fusione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione per la proposta alle rispettive assemblee. Il rapporto di cambio proposto è pari a n. 0,300 azioni ordinarie Unipol Gruppo per ogni azione ordinaria di UnipolSai (il "Rapporto di Cambio").

### **4. L'Opinione sul Rapporto di Cambio**

Tutto quanto sopra premesso, alle condizioni tutte di cui alla – e in esecuzione della – Lettera di Incarico, condizioni che si intendono qui espressamente ed integralmente richiamate, Rothschild & Co, con la presente, provvede al rilascio della *Fairness Opinion* destinata, con le precisazioni e le avvertenze ivi riportate, all'esclusivo utilizzo da parte del Comitato OPC di UnipolSai e avente per oggetto la congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

#### **4.1 Documentazione, informazioni e fonti utilizzate**

Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla redazione della presente Opinione, Rothschild & Co si è basata sulle informazioni ricevute da UnipolSai, nonché sui dati e le informazioni acquisiti in forma scritta ovvero orale in occasione delle *conference call* avute con il *management* e i consulenti di UnipolSai, oltre ai dati e alle informazioni pubblicamente disponibili da fonti qualificate (complessivamente le "Informazioni"), le quali Informazioni includono, tra l'altro, e in via non esaustiva, i seguenti elementi:

- bozza dell'Accordo Quadro tra Unipol e UnipolSai datata 2 febbraio 2024, inclusiva della bozza del progetto di fusione per incorporazione di UnipolSai, Unipol Investment, UnipolPart I e Unipol Finance in Unipol allegato all'Accordo Quadro ("Bozza Progetto di Fusione");
- schemi di conto economico e stato patrimoniale consolidati di Unipol e UnipolSai al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;
- schemi di conto economico e stato patrimoniale individuali al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023 di Unipol, Holding Intermedie, UnipolRec S.p.A. ("UnipolRec") e UnipolSai Investimenti SGR S.p.A. ("UnipolSai Investimenti SGR");
- dettagli relativi ai fondi propri consolidati di Unipol e di UnipolSai al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;



- *solvency capital requirement* di UnipolSai al 30 settembre 2023, al quarto trimestre 2023 ed evoluzione prospettica dello stesso a livello di gruppo per il periodo 2024-2028 e con il dettaglio riferito a BPER Banca S.p.A. (“**BPER Banca**” o “**BPER**”), Banca Popolare di Sondrio S.p.A. (“**BP Sondrio**” e insieme a BPER le “**Partecipazioni Bancarie**”), UnipolRec e UnipolSai Investimenti SGR;
- *solvency capital requirement* di Unipol al 30 settembre 2023, al quarto trimestre 2023 ed evoluzione prospettica dello stesso per il periodo 2024-2028;
- proiezioni di conto economico e stato patrimoniale consolidate di Unipol e UnipolSai in ottica *stand alone* per il periodo 2023-2028 (rispettivamente “**Proiezioni ricevute Unipol**” e “**Proiezioni ricevute UnipolSai**” e insieme le “**Proiezioni Ricevute**”), elaborate con il supporto di un advisor industriale. Le Proiezioni Ricevute sono state successivamente integrate per riflettere gli ultimi dati ricevuti relativi al 2023 (rispettivamente le “**Proiezioni Unipol**” e “**Proiezioni UnipolSai**”);
- posizione finanziaria netta a livello di Unipol al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;
- dettagli in merito alla composizione di alcune voci relative agli schemi di bilancio individuali di Unipol al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;
- valori di carico, nel bilancio individuale di Unipol, delle partecipazioni in UnipolSai, Holding Intermedie, BPER Banca, BP Sondrio, UnipolRec e UnipolSai Investimenti SGR al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;
- valori di carico, nel bilancio individuale di UnipolSai, delle partecipazioni in BPER Banca, BP Sondrio, UnipolRec e UnipolSai Investimenti SGR al 30 settembre 2023 e al 31 dicembre 2023;
- note informative relative a specifiche poste di bilancio / modalità di contabilizzazione;
- dettaglio su interessi passivi per il periodo 2023-2028 afferenti lo strumento subordinato Restricted Tier 1 emesso da UnipolSai;
- dettagli relativi all’ammontare (valore nominale, contabile e relativo rateo maturato) dei titoli di debito senior emessi da Unipol al 30 settembre e 31 dicembre 2023;
- dettagli relativi al numero di azioni Unipol e UnipolSai ai fini della determinazione del valore per azione e al numero di azioni UnipolSai che saranno oggetto di concambio;
- dettagli delle spese generali di Unipol al 30 settembre 2023, al 31 dicembre 2023 ed evoluzione prospettica per il periodo 2024-2028 (i “**Costi operativi di holding**”);
- dividendi inclusi nelle Proiezioni Unipol e nelle Proiezioni UnipolSai per il periodo 2023-2028;
- contributi economici prospettici delle partecipazioni in BPER Banca, BP Sondrio UnipolRec e UnipolSai Investimenti SGR inclusi nelle Proiezioni Unipol e nelle Proiezioni UnipolSai;



- dettagli relativi ai proventi e oneri non operativi (ricorrenti e non ricorrenti) per il periodo 2023-2028 di UnipolSai;
- altre informazioni pubbliche o disponibili al pubblico o reperite tramite banche dati specialistiche e altri information providers (e.g. Bloomberg, FactSet, Refinitiv) relative a UnipolSai, Unipol, alle società quotate comparabili e al settore assicurativo in generale.

#### **4.2 Avvertenze sull'uso delle Informazioni e delle fonti utilizzate**

In relazione alle Informazioni si ritiene opportuno sottolineare che le Proiezioni UnipolSai e le Proiezioni Unipol sono state predisposte a livello consolidato e in ottica *stand alone*. Pertanto l'*Advisor*, nel presente Parere, ha utilizzato, per l'applicazione delle metodologie di valutazione individuate tali dati attesi predisposti dal *management*.

Rothschild & Co ha assunto che tutte le Informazioni fornite da UnipolSai, nonché tutte le informazioni pubblicamente disponibili, siano accurate, veritiere e complete. In linea con la Lettera di Incarico, Rothschild & Co non ha proceduto alla revisione contabile né alla verifica dell'attendibilità di tali informazioni, né a verificare la validità dei rapporti giuridici sottesi all'attività svolta dalle Società Partecipanti alla Fusione e in base ai quali sono state elaborate le informazioni storiche e prospettiche acquisite e non assume pertanto alcuna responsabilità in relazione alle stime e alle proiezioni economico-finanziarie ottenute, né in relazione all'attendibilità e alla accuratezza delle loro fonti di provenienza. In particolare, riguardo all'insieme delle informazioni finanziarie, economiche, patrimoniali e regolamentari fornite da UnipolSai, Rothschild & Co ha assunto che siano state elaborate secondo criteri di ragionevolezza e che riflettano le migliori stime e giudizi individuabili da ciascuna di dette società. Inoltre, Rothschild & Co ha fatto affidamento sul fatto che non sia stato omesso il riferimento ad alcun dato, evento o situazione che anche solo potenzialmente, se fosse stato reso noto a Rothschild & Co o comunque da essa conosciuto, avrebbe potuto influenzare in modo rilevante le conclusioni di cui al presente Parere.

Ne consegue che scostamenti anche significativi rispetto agli assunti e quindi alle conclusioni di cui alla presente Opinione potrebbero risultare da eventuali imprecisioni, errori od omissioni nei dati, nei documenti e nelle informazioni fornite a Rothschild & Co.

Ferme restando le ulteriori attività a carico dell'*Advisor* già previste, Rothschild & Co non assume alcun impegno a rivedere, successivamente al rilascio della presente Opinione, i dati e le assunzioni che ne sono stati posti alla base.

#### **4.3 Principali limiti e difficoltà dell'analisi**

L'utilizzo della presente Opinione non potrà prescindere dal tenere in considerazione, tra l'altro, i limiti e le difficoltà che vengono qui di seguito esposti:



- le valutazioni sono state effettuate utilizzando principalmente le Proiezioni UnipolSai e le Proiezioni Unipol e le stime relative ad aggiustamenti specifici predisposti e forniti dal *management* di UnipolSai. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza, pertanto la loro eventuale futura variazione potrebbe avere un impatto anche rilevante sui risultati ottenuti. In particolare si segnala che alcuni dei dati forniti sono stati predisposti a soli fini di simulazione per permettere le analisi effettuate dall'*Advisor*. In aggiunta le Proiezioni UnipolSai e Proiezioni Unipol non risultano alla data della presente Opinione approvate dai relativi Consigli di Amministrazione e non sono state comunicate al mercato;
- le Proiezioni UnipolSai e le Proiezioni Unipol sono state effettuate applicando per la prima volta il principio contabile IFRS 17, ciò ha comportato una discontinuità nella modalità di contabilizzazione rispetto al passato e nella comparazione di risultati attesi con quelli storici;
- le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione sono al 31 dicembre 2023. Gli schemi di bilancio relativi a tali situazioni patrimoniali sono stati forniti esclusivamente in bozza e alla data della presente Opinione non sono ancora stati approvati dai Consigli di Amministrazione di UnipolSai, di Unipol Gruppo e delle Holding Intermedie (per Unipol e UnipolSai approvazione prevista in data 15 febbraio 2024), né tantomeno sono state soggette a esame da parte della società incaricata della revisione contabile o certificate da fonti terze indipendenti; si sottolinea che eventuali differenze tra i dati utilizzati e i bilanci effettivi approvati potrebbero avere impatti significativi sull'effettiva evoluzione delle Proiezioni UnipolSai / Proiezioni Unipol e sui dati utilizzati da Rothschild & Co e pertanto verrebbero meno alcune delle ipotesi alla base dei risultati ottenuti;
- con particolare riferimento al *solvency capital requirement* di UnipolSai si sottolinea che le Proiezioni UnipolSai sono state predisposte con un cambio di parametri (*model change*) rispetto ai dati storici sia al 30 settembre 2023 che al quarto trimestre 2023 (senza *model change*). A tale riguardo e per mantenere la coerenza tra i dati utilizzati, il *management* di UnipolSai ha predisposto e fornito all'*Advisor* una stima del SCR al 30 settembre 2023 rettificato per tener conto del *model change*, rettifica successivamente applicata ai dati del quarto trimestre 2023 nell'ambito delle analisi valutative. Una modifica dei risultati effettivi del SCR rispetto a quelli stimati potrebbe avere un impatto significativo sui risultati ottenuti;
- nello svolgere le proprie valutazioni ai fini della presente Opinione, Rothschild & Co ha considerato le difficoltà che derivano dalla partecipazione alla Fusione di società aventi partecipazioni incrociate tra loro, con azioni proprie detenute direttamente e indirettamente;
- nonostante i titoli Unipol Gruppo e UnipolSai siano entrambi quotati, le analisi effettuate hanno evidenziato una limitata liquidità delle quotazioni di borsa, in particolare delle azioni ordinarie di UnipolSai caratterizzate da ridotti volumi



scambiati e da un limitato flottante. Si ritiene pertanto che il confronto tra i prezzi, anche alla luce di quanto evidenziato, non sia rappresentativo del rapporto tra i valori economici di UnipolSai e Unipol Gruppo, facendo venir meno i presupposti delle valutazioni relative in ottica di Fusione. Rothschild & Co ritiene quindi che l'utilizzo dei prezzi di mercato non sia applicabile, con conseguente mancato utilizzo di una valutazione relativa basata sui prezzi di mercato;

- le considerazioni di Rothschild & Co si basano sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e sulle altre condizioni in essere alla Data di Riferimento (come di seguito definita). Al momento della redazione della presente Opinione il contesto macro-economico è caratterizzato da una situazione di significativa incertezza in relazione alle situazioni geopolitiche internazionali e all'evoluzione dei fattori macroeconomici. Tali elementi potrebbero alterare significativamente le informazioni utilizzate in questo Parere e le relative conclusioni;
- le considerazioni svolte dall'*Advisor* assumono che l'attuale quadro regolamentare italiano ed europeo presenti requisiti di continuità rispetto al passato e non sia soggetto a cambiamenti se non quelli pubblicamente noti ad oggi di possibile evoluzione della normativa di riferimento. Al riguardo si richiama l'attenzione sullo stretto collegamento dell'attività delle assicurazioni con la regolamentazione del settore e di conseguenza sulla possibilità che eventuali modifiche, anche parziali, possano influenzarne in maniera rilevante le dinamiche e caratteristiche;
- nella definizione delle proprie considerazioni valutative Rothschild & Co ha utilizzato diverse metodologie di valutazione che per loro natura presentano caratteristiche e limiti propri;
- Rothschild & Co ha utilizzato per l'applicazione delle metodologie di valutazione, tra l'altro, dati tratti dalle osservazioni di mercato sul presupposto che tali indicatori siano applicabili alla società oggetto di valutazione, in quanto riferiti a realtà comparabili a quella in esame. Tuttavia, la difficoltà di individuare società perfettamente comparabili può limitare la significatività dei valori ottenuti.

#### **4.4 Assunzioni e metodologie di valutazione adottate**

Presupposto fondamentale delle valutazioni effettuate nell'ambito di una fusione è l'individuazione di valori economici funzionali alla determinazione del rapporto di cambio, pertanto l'omogeneità e la comparabilità dei metodi di stima adottati, uniti al profilo patrimoniale, economico e operativo *stand alone* di UnipolSai e Unipol Gruppo costituiscono gli elementi principali per la determinazione dei metodi di valutazione da adottare. Le metodologie prescelte non possono essere pertanto analizzate singolarmente, ma vanno considerate come parte di un unico processo di valutazione.





La determinazione dei valori economici di UnipolSai e di Unipol Gruppo, assunta da Rothschild & Co ai fini della Fusione, risulterebbe priva di significato se fosse utilizzata al di fuori di tale contesto e conseguentemente tali valori non possono costituire il riferimento per nessun altro fine ed in modo particolare quali potenziali valori di cessione o riferimenti per l'Offerta Volontaria.

Rothschild & Co, nell'elaborazione dell'Opinione, ha considerato UnipolSai e Unipol Gruppo in ottica *going-concern* e ha proceduto all'applicazione di diverse metodologie di stima normalmente utilizzate nella migliore prassi valutativa italiana ed internazionale. L'*Advisor* ha tenuto in considerazione le finalità delle analisi, i dati inclusi nelle Proiezioni UnipolSai e Proiezioni Unipol e delle ulteriori informazioni fornite dal *management*. Nell'ambito del processo valutativo Rothschild & Co ha tenuto conto delle peculiarità di UnipolSai e Unipol Gruppo ed in particolare del fatto che UnipolSai è un gruppo assicurativo operante principalmente in Italia mentre Unipol Gruppo è una holding che detiene sia la partecipazione di controllo in UnipolSai sia altre partecipazioni in banche e altre società. Anche al fine di mantenere l'omogeneità e la coerenza di valutazione, si è ritenuto di utilizzare: (i) per UnipolSai metodologie di valutazione di tipo analitico e di mercato, effettuate in diversi scenari anche per tenere conto della dotazione patrimoniale della stessa e (ii) per Unipol Gruppo la metodologia del *Net Asset Value*.

Sia la valutazione di UnipolSai che quella di Unipol Gruppo sono state effettuate rettificando i dati di ciascuna per tener conto delle partecipazioni nelle banche e in altre società che sono state considerate separatamente e, ove possibile, con coerenti analisi di sensitività. Le Partecipazioni Bancarie, in particolare, sono state valorizzate in funzione di diversi intervalli di valore basati su medie di prezzi osservate nell'arco di sei mesi.

Le valutazioni sono state effettuate con un approccio *ex-dividend*, è stata pertanto assunta per UnipolSai la distribuzione dei dividendi di competenza 2023, con contestuale incasso per Unipol Gruppo del dividendo UnipolSai distribuito e il pagamento dei dividendi dell'esercizio 2023 agli azionisti Unipol Gruppo.

Rothschild & Co non ha tenuto conto nelle proprie valutazioni degli effetti dell'eventuale esercizio del diritto di recesso spettante agli azionisti di Unipol Gruppo che non dovessero concorrere alla delibera della Fusione.

Inoltre le considerazioni dell'*Advisor* non assumono alcun impatto derivante dall'avvio e/o dalla conclusione dell'Offerta Volontaria promossa da Unipol Gruppo sulle azioni ordinarie di UnipolSai e pertanto ha considerato che la Fusione avvenga tenendo in considerazione le azioni in circolazione ad oggi non detenute, direttamente e indirettamente, da Unipol Gruppo nella stessa; l'esito di tale Offerta Volontaria potrebbe modificare la partecipazione in UnipolSai detenuta da Unipol Gruppo e pertanto una delle ipotesi alla base del Parere e quindi i relativi risultati.

Le analisi incluse nella presente Opinione sono basate sull'attività e sulle Informazioni ricevute e disponibili sino alla data dell'11 febbraio 2024 ("**Data di Riferimento**").



In particolare, Rothschild & Co ha utilizzato per la valutazione di UnipolSai i seguenti metodi di valutazione:

- Metodo dei multipli di mercato: è basato sull'analisi delle quotazioni di borsa di un campione di società paragonabili a quella oggetto di valutazione e comporta l'individuazione di moltiplicatori desunti rapportando alla capitalizzazione di borsa indicatori di natura economica, patrimoniale o finanziaria o legati all'operatività delle società stesse. I rapporti così ottenuti vengono applicati alle grandezze di riferimento della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Nella fattispecie sono stati considerati moltiplicatori maggiormente utilizzati nella prassi internazionale, ed in particolare il multiplo Price / Earnings ("P/E"), il quale è stato applicato agli utili netti *adjusted* 2024 e 2025 di UnipolSai. Il campione utilizzato ai fini dell'applicazione della metodologia in esame include i principali gruppi assicurativi europei *composite*. I multipli P/E per gli esercizi 2024 e 2025 per il campione sono stati calcolati facendo riferimento alla media dei prezzi a tre mesi, al fine di ridurre eventuali distorsioni legate alla volatilità dei prezzi, e sulla base delle stime del *consensus* degli analisti finanziari (fonte: FactSet). Le valorizzazioni così ottenute sono state integrate per tener conto delle partecipazioni in BPER, BP Sondrio, UnipolRec, UnipolSai Investimenti SGR, del valore attuale netto dei costi non ricorrenti, del dividendo atteso di competenza 2023 e, in funzione dello scenario, del capitale in eccesso stimato della Società.
- Metodo della regressione lineare: determina il valore economico di una società assicurativa sulla base della correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione ritenuto significativo di società quotate comparabili, esistente tra (i) indicatori di redditività prospettica e (ii) il rapporto esistente tra la capitalizzazione di borsa e selezionate grandezze economico, patrimoniali, finanziarie e/o regolamentari. Qualora statisticamente significativi, i parametri della regressione vengono applicati all'assicurazione oggetto di valutazione al fine di determinarne il corrispondente valore economico. Nel caso specifico tale metodo è stato applicato a UnipolSai, facendo riferimento al medesimo campione utilizzato per la metodologia dei multipli di mercato. Ai fini della presente Opinione sono state applicate le regressioni del rapporto tra capitalizzazione di mercato e fondi propri, cosiddetti *own funds*, ("P/OF") rispetto alla redditività media attesa degli stessi ("ROAOF" – *return on average own funds*), in particolare si sono utilizzate P/OF 2023 vs. ROAOF 2024 e P/OF 2024 vs. ROAOF 2025. Le valorizzazioni così ottenute sono state integrate per tener conto della valorizzazione delle partecipazioni in BPER, BP Sondrio, UnipolRec, UnipolSai Investimenti SGR, del valore attuale netto dei costi non ricorrenti, del dividendo atteso di competenza 2023 e, in funzione dello scenario, del capitale in eccesso stimato della Società.
- Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model* nella variante *excess capital*): stima il valore economico di una compagnia assicurativa come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente



distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale pari al periodo esplicito di piano, coerentemente al mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione stimato sulla base del capitale regolamentare e (ii) del valore attuale del *Terminal Value* calcolato utilizzando il metodo della crescita costante con il mantenimento di un livello adeguato di patrimonializzazione.

Per il tasso di attualizzazione dei flussi si è fatto riferimento al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori / azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è stato calcolato secondo il *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"). Tale tasso è stato stimato pari all'11% mentre il tasso di crescita di lungo periodo è stato stimato pari al 2%.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei risultati ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati sono state effettuate analisi di sensitività, tra l'altro, in relazione al tasso di attualizzazione dei flussi, alla variazione del *combined ratio* di lungo termine, al *solvency ratio target*, incluse considerazioni in merito al *timing* di distribuzione del potenziale *excess capital*. Alle valorizzazioni così ottenute sono state sommate le valorizzazioni delle partecipazioni in BPER, BP Sondrio, UnipolRec, UnipolSai Investimenti SGR.

Con riferimento a Unipol Gruppo, data la natura di holding di partecipazioni, si è applicato il metodo di valutazione del *Net Asset Value*, riesprimendo, ove possibile, la valorizzazione degli attivi e dei passivi a *fair market value*; con particolare riferimento alla partecipazione in UnipolSai la valorizzazione a *fair market value* è stata calcolata in coerenza con ciascuno dei metodi di valutazione sopra esposti.

#### 4.5 I risultati ottenuti

Sulla base di quanto sopra esposto, si riportano nella tabella seguente i risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie di valutazione individuate:

Metodologie		Intervallo di concambi # azioni ordinarie Unipol Gruppo per 1 azione ordinaria UnipolSai (*)	
		Min	Max
UnipolSai	Unipol Gruppo		
Multipli di mercato	NAV	0,294	0,303
Regressione lineare	NAV	0,294	0,303
DDM	NAV	0,294	0,303

(\*) Gli intervalli di concambi presentati sono stati arrotondati al terzo decimale. I risultati delle diverse metodologie differiscono al quarto decimale.



## **5. Avvertenze finali**

Le valutazioni contenute nell'Opinione sono riferite alle condizioni di mercato ed economiche esistenti e valutabili sino alla Data di Riferimento. Rothschild & Co in particolare non assume, pertanto, alcuna responsabilità in ordine ad eventuali sopravvenute carenze delle analisi o delle conclusioni, dipendenti da eventi che potrebbero verificarsi nell'intervallo temporale tra la Data di Riferimento della presente Opinione e la data dell'approvazione del progetto di Fusione / la data in cui la Fusione avrà esecuzione.

Fermo quanto precede, Rothschild & Co non è a conoscenza e, pertanto, non ha considerato, l'impatto di eventuali fatti verificatisi e non conosciuti, o gli effetti conseguenti ad eventi che si potrebbero verificare, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, che possano comportare modifiche nelle proiezioni economico-finanziarie e nelle altre informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali posti alla base della presente Opinione. Pertanto, qualora si fossero verificati ovvero si verificassero fatti o eventi sopra menzionati, tali da comportare modifiche delle proiezioni economico-finanziarie e delle altre informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione della Fusione, potrebbero venire meno alcuni essenziali presupposti dell'Opinione di Rothschild & Co e, pertanto, anche le conclusioni ivi contenute.

La presente Opinione è rilasciata ad esclusivo uso e beneficio del Comitato OPC di UnipolSai per le considerazioni di propria competenza nell'ambito del processo decisionale relativo alla Fusione e assume che i termini e le condizioni finali della Fusione non si discostino da quanto incluso nell'Accordo Quadro e rappresentato da UnipolSai. Si evidenzia che, a seguito della promozione dell'Offerta Volontaria, qualora dovessero verificarsi le condizioni per l'esercizio del diritto di acquisto da parte di Unipol Gruppo, potrebbe non essere più necessaria la determinazione del Rapporto di Cambio.

L'Opinione non è finalizzata ad un'analisi di merito della Fusione proposta, degli effetti e delle prospettive che dalla stessa derivino e/o possano derivare per gli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione e dell'andamento / valore che i titoli delle stesse avranno in futuro. Rothschild & Co non assume, pertanto, alcuna responsabilità, diretta o indiretta, in ordine alle conseguenze di qualsiasi tipo che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni e delle conclusioni raggiunte nel Parere.

La presente Opinione non può, inoltre, essere riprodotta, pubblicata e/o divulgata - in tutto o in parte - sotto qualsiasi forma senza il previo consenso scritto di Rothschild & Co, salvo per l'adempimento di inderogabili obblighi di legge o regolamentari a cui è soggetta UnipolSai.

Rothschild & Co è Advisor del Comitato OPC di UnipolSai per la Fusione e riceverà un compenso per le attività incluse nella Lettera di Incarico.



## **6. Conclusioni**

Tutto quanto sopra richiamato, sulla base di quanto esposto e delle analisi condotte, Rothschild & Co è dell'opinione che, nel contesto della Fusione e alla data della presente, il Rapporto di Cambio pari a n. 0,300 azioni ordinarie Unipol Gruppo per ogni azione ordinaria di UnipolSai sia congruo da un punto di vista finanziario.

---

Alessandro Daffina  
*Amministratore Delegato*  
Rothschild & Co Italia S.p.A.

---

Fabio Palazzo  
*Managing Director*  
Rothschild & Co Italia S.p.A.

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

*Spettabile*  
**Consiglio di amministrazione**

*Spettabile*  
**Comitato OPC**

**UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A.**

*Milano, 13 febbraio 2024*

**PARERE SUI PRINCIPI, METODI E CRITERI APPLICATIVI UTILIZZATI PER LE VALUTAZIONI SVOLTE NELL'AMBITO DELLA FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI UNIPOLSAI ASSICURAZIONI IN UNIPOL GRUPPO**

## **I. Premessa**

Il progetto di razionalizzazione societaria del Gruppo Unipol prevede la fusione per incorporazione (la Fusione) in Unipol Gruppo s.p.a. (Unipol Gruppo) di UnipolSai Assicurazioni s.p.a. (UnipolSai) nonché di Unipol Investment s.p.a. Unipol Finance s.r.l. e UnipolPart I s.p.a. (le Holding Intermedie) e un'offerta pubblica di acquisto volontaria (l'OPA) da parte di Unipol Gruppo sulle azioni di UnipolSai da essa non detenute direttamente o indirettamente per il tramite delle Holding Intermedie (la Fusione e l'OPA congiuntamente l'Operazione).

Il Consiglio di amministrazione di UnipolSai è chiamato a deliberare la stipula di un accordo quadro che disciplini le attività propedeutiche e funzionali alla realizzazione della Fusione e della complessiva Operazione e stabilisca il rapporto di cambio.

La Fusione costituisce un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate e perciò per l'adozione dell'anzidetta delibera è necessario il parere favorevole del comitato OPC di UnipolSai che dovrà esprimersi sull'interesse della società al compimento della Fusione e sulla congruità del rapporto di cambio.

Il Consiglio di amministrazione di UnipolSai ha conferito a Mediobanca l'incarico di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del rapporto di cambio che sarà determinato dal consiglio di amministrazione e proposto agli azionisti di minoranza di UnipolSai e il Comitato OPC di UnipolSai ha attribuito analogo incarico a Rothschild & Co (unitamente a Mediobanca, gli Advisor Finanziari).

In questo contesto, UnipolSai ha stabilito di avvalersi dell'attività di *advisory* metodologica di Gualtieri e Associati (G&A).

## II. Incarico

In data 19 gennaio 2024 ci è stato affidato l'incarico di assistere il Consiglio di amministrazione e il Comitato OPC di UnipolSai per le rispettive determinazioni, rilasciando un parere sui principi, sui metodi e sui criteri applicativi utilizzati dagli Advisor Finanziari per le valutazioni di Unipol Gruppo e di UnipolSai alla base della stima di un rapporto di cambio per gli azionisti di UnipolSai nell'ambito della Fusione (il Parere).

Le analisi in corso da parte di Mediobanca e i relativi risultati sono illustrati nel documento indirizzato al Consiglio di amministrazione di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. convocato per il 15 febbraio 2024, consegnatoci in bozza il 13 febbraio 2024 (di seguito la Fairness Opinion Mediobanca); le analisi svolte da Rothschild & Co e i relativi esiti sono illustrati nel documento "Opinione sulla congruità del rapporto di cambio offerto agli azionisti ordinari di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. nell'ambito della prospettata fusione per incorporazione in Unipol Gruppo S.p.A." datato 13 febbraio 2024 (di seguito la Fairness Opinion Rothschild & Co).

Gli Advisor Finanziari, attraverso numerose riunioni, ci hanno fornito un quadro informativo del processo di valutazione adeguato allo svolgimento del nostro incarico.

Il Parere contiene un giudizio professionale su:

- a) la correttezza e la coerenza dei principi e dei metodi di stima applicati dagli Advisor Finanziari per le valutazioni di Unipol Gruppo e UnipolSai alla base della successiva stima del rapporto di cambio rispetto alle indicazioni della dottrina prevalente e agli standard utilizzati nella prassi per operazioni simili tenendo conto delle complessive caratteristiche dell'Operazione;
- b) l'adeguatezza e la ragionevolezza dei criteri applicativi di fondo adottati nelle stime rispetto agli standard di prassi e tenuto conto delle informazioni disponibili.

Il giudizio professionale richiestoci attiene ai profili metodologici e alle principali scelte applicative e pertanto non abbiamo verificato le elaborazioni numeriche da loro svolte per giungere alle risultanze quantitative di valore di Unipol Gruppo e UnipolSai sulla base delle quali si calcolano i rapporti di cambio.

Il Parere è espresso nell'interesse e a beneficio del Consiglio di amministrazione e del Comitato OPC di UnipolSai, che potranno utilizzarlo per le proprie valutazioni.

Il Parere ha lo scopo di fornire elementi utili per formarsi un'opinione riguardo (i) al processo valutativo degli Advisor Finanziari e (ii) al rapporto di cambio della Fusione che ne scaturisce, dalla prospettiva degli azionisti di UnipolSai nel più ampio quadro delle complessive caratteristiche dell'Operazione. Naturalmente il Consiglio di amministrazione e il Comitato OPC di UnipolSai compiranno le proprie valutazioni

nella loro piena autonomia di giudizio.

Il Parere non è rivolto ad altri soggetti e non potrà essere usato per finalità differenti da quella dianzi indicata.

G&A non autorizza terzi diversi dai membri del Consiglio di amministrazione e del Comitato OPC di UnipolSai a fare affidamento sulle analisi e sulle conclusioni espresse nel Parere e declina espressamente ogni responsabilità per eventuali danni derivanti da un utilizzo del Parere e delle informazioni in esso contenute per scopi diversi da quello per il quale è stato redatto.

Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di amministrazione e al Comitato OPC di UnipolSai, che lo potranno utilizzare a supporto delle determinazioni di loro competenza. Pertanto, fatte salve eventuali richieste delle Autorità di vigilanza e/o di mercato ed eventuali adempimenti legislativi o regolamentari, è vietato divulgare, riferire o riportare a terzi informazioni, comunicazioni o consulenze fornite da G&A per iscritto o in altra forma relativamente ai servizi resi per la redazione del Parere e il Parere, i dati in esso contenuti, nonché eventuali ulteriori documenti forniti da G&A non potranno essere riprodotti, usati o riferiti (anche in forma sintetica), in tutto o in parte, in documenti divulgabili a terzi e/o in dichiarazioni stampa senza la preventiva autorizzazione scritta di G&A.

G&A non assume alcuna responsabilità in relazione alle decisioni del Consiglio di amministrazione e del Comitato OPC di UnipolSai o di qualunque altro soggetto di effettuare o non qualsiasi azione con riferimento alla Fusione e più in generale all'Operazione.

Il Parere si basa sul contesto economico, finanziario e di mercato e sul quadro normativo e regolamentare esistenti e valutabili alla data della sua redazione e sulle informazioni fornite a G&A dal management di UnipolSai sino alla medesima data. G&A non assume pertanto alcuna responsabilità in ordine a eventuali carenze delle analisi o inesattezze delle conclusioni dipendenti da fatti e informazioni emersi nell'intervallo temporale tra la data del Parere e la data in cui la Fusione sarà attuata. Eventi successivi potrebbero incidere sui presupposti, sui contenuti e sulle conclusioni del Parere.

### **III. L'Operazione, il contesto di riferimento per le valutazioni e alcuni principi metodologici che ne conseguono**

Il progetto di razionalizzazione societaria del Gruppo Unipol che sarà realizzato mediante l'Operazione ha l'obiettivo di creare una società capogruppo operativa, compagnia di assicurazioni, quotata, in modo da semplificare i processi decisionali, soprattutto quelli di direzione e coordinamento del gruppo, e conseguire sinergie di costo attraverso l'eliminazione della duplicazione di alcune strutture centrali presenti sia in Unipol Gruppo sia in UnipolSai. La nuova organizzazione societaria è maggiormente in linea con le *best practice* internazionali rispetto a quella attuale e perciò dovrebbe essere apprezzata dagli investitori professionali creando i presupposti per una maggiore



liquidità del mercato delle azioni e per migliori condizioni di *funding*.

La complessiva Operazione prevede di realizzare il riassetto societario dando al contempo agli azionisti di minoranza di UnipolSai la possibilità alternativa di partecipare alla Fusione, divenendo così soci della *combined entity*, capogruppo operativa, oppure di monetizzare l'investimento aderendo all'OPA.

Per le valutazioni alla base delle condizioni economiche dalla Fusione un aspetto rilevante, da tenere in considerazione, è la circostanza che Unipol Gruppo attualmente non svolge alcuna attività operativa (è una holding pura) e che il valore della partecipazione che detiene in UnipolSai (Unipol Gruppo possiede, direttamente e attraverso le Holding Intermedie, l'85,2% del capitale di UnipolSai) costituisce circa il 70% del valore del suo attivo patrimoniale e un'altra rilevante parte è composta dalle partecipazioni in BPER (10,5% delle azioni in circolazione) e in Banca Popolare di Sondrio (10,3% delle azioni in circolazione), aziende di credito al cui capitale partecipa anche UnipolSai con quote rispettivamente del 9,3% e del 9,6% delle azioni in circolazione.

In questa situazione i risultati della valutazione del capitale di UnipolSai e delle partecipazioni bancarie devono essere riflessi nella stima del valore di Unipol Gruppo per assicurare la necessaria coerenza valutativa. Infatti, nel caso delle fusioni le valutazioni del capitale azionario delle singole società coinvolte sono un passaggio intermedio del procedimento di stima il cui scopo ultimo è determinare un rapporto tra valori. Ne consegue che, come da lungo tempo la dottrina ha segnalato, i valori assoluti delle società partecipanti alla fusione devono essere confrontabili dato che si deve giungere a determinare un valore relativo. Per ottenere questa confrontabilità si fa di solito riferimento al principio di omogeneità dei metodi di valutazione e dei criteri e delle scelte applicative fondamentali. Tuttavia, nel caso in esame, a causa della ricordata natura di holding pura di Unipol Gruppo e della rilevanza economica per quest'ultima della partecipazione in UnipolSai e nelle due banche, l'unico modo per assicurare la coerenza delle stime e la confrontabilità dei valori è riflettere pienamente il valore di UnipolSai nel valore di Unipol Gruppo e stimare con lo stesso metodo il valore delle partecipazioni bancarie detenute, in quota percentuale leggermente diversa, sia da Unipol Gruppo sia da UnipolSai.

Il principio metodologico appena indicato è essenziale per ottenere il risultato di determinare un rapporto di cambio che preservi i valori economici di pertinenza dei vari azionisti coinvolti nella Fusione e quindi non determini trasferimenti di ricchezza tra compagini azionarie. Infatti, il Comitato OPC prima e il Consiglio di amministrazione di UnipolSai successivamente, nell'esprimersi in merito al rapporto di cambio devono assumere la prospettiva degli azionisti di UnipolSai, i cui interessi si confrontano con quelli degli azionisti di Unipol Gruppo, allo scopo di individuare un equilibrio dei valori economici di rispettiva pertinenza nel contesto della complessiva Operazione.

Occorre infine segnalare che, per effetto della preponderante rilevanza del valore della partecipazione in UnipolSai rispetto al valore totale dell'attivo di Unipol Gruppo e della

sostanziale equivalenza delle partecipazioni nelle due banche detenute dalla compagnia e dalla holding, il rapporto di cambio, che è il riflesso del confronto tra valori relativi, fisiologicamente varia poco al modificarsi dei risultati delle valutazioni perché all'aumentare o diminuire del valore di UnipolSai aumenta o diminuisce anche il valore di Unipol Gruppo.

#### **IV. Considerazioni sulla completezza e adeguatezza della base informativa**

La base informativa utilizzata dagli Advisor Finanziari è analiticamente indicata nel paragrafo 1 della Fairness Opinion Mediobanca e nel paragrafo 4.1 della Fairness Opinion Rothschild & Co.

In estrema sintesi essa è costituita dalla bozza dell'accordo quadro tra Unipol Gruppo e UnipolSai con i relativi allegati (inclusa la bozza del progetto di Fusione), dai dati storici delle società coinvolte nella Fusione, dalle proiezioni economico-finanziarie di UnipolSai e Unipol Gruppo elaborate dal management con l'ausilio di un advisor industriale e da numerosi dati e informazioni di mercato, sia pubblici sia reperiti tramite banche dati specialistiche e altri *information providers*.

Gli Advisor Finanziari hanno inoltre organizzato incontri e colloqui con manager di UnipolSai durante i quali hanno posto quesiti e chiesto chiarimenti e precisazioni di natura qualitativa e quantitativa, che sono stati loro forniti dal management di UnipolSai anche, quando utile, dopo interlocuzioni con il management di Unipol Gruppo.

Gli Advisor Finanziari hanno assunto che tutte le informazioni fornite da UnipolSai, nonché tutte le informazioni pubblicamente disponibili, siano accurate, veritiere e complete e hanno fatto affidamento sul fatto che non sia stato omesso il riferimento ad alcun dato, evento o situazione che anche solo potenzialmente, se fosse stato reso noto o conosciuto, avrebbe potuto influenzare in modo rilevante le conclusioni raggiunte.

\* \* \* \* \*

Il nostro giudizio è che la base informativa utilizzata dagli Advisor Finanziari sia ampia e completa e corrisponda all'insieme delle informazioni che ordinariamente si usano nei processi valutativi di operazioni simili per caratteristiche, importanza e dimensione delle società coinvolte. Essa è perciò adeguata e consente di svolgere le valutazioni e di stimare un intervallo di valori utile a determinare un rapporto di cambio congruo.

#### **V. Considerazioni sulla correttezza e coerenza dei principi di valutazione e dei metodi di stima scelti**

Le valutazioni, secondo prassi e conformemente alle indicazioni della dottrina, sono state svolte assumendo la continuazione autonoma dell'attività da parte delle società coinvolte nella Fusione (cosiddetta logica *stand-alone*), senza considerare le sinergie e gli oneri di integrazione, e ipotizzano che le società siano in grado di proseguire durevolmente ed economicamente la loro attività (*going concern*). La logica *stand alone* sottende che la stima rappresenti il valore economico che gli azionisti delle società

coinvolte nella Fusione apportano alla *combined entity*.

Per quanto riguarda la valutazione di UnipolSai, entrambi gli Advisor Finanziari hanno adottato un metodo analitico (*DDM* nella versione *excess capital*) e metodi di mercato (multipli di borsa e retta di regressione).

Le partecipazioni nelle banche quotate BPER e Banca Popolare di Sondrio sono state valutate in base ai prezzi di borsa e il valore così determinato è stato aggiunto al risultato delle stime del capitale azionario di UnipolSai ottenuto mediante l'applicazione di ciascun metodo. Il valore delle partecipazioni in UnipolRec e in UnipolSai Investimenti Sgr è stato calcolato in base al patrimonio netto ed è stato sommato al risultato di ciascuna stima del capitale di UnipolSai.

Per la valutazione di Unipol Gruppo gli Advisor Finanziari hanno impiegato il metodo del *Net Asset Value (NAV)* che consiste nell'esprimere a valori di mercato, ove possibile, le attività e passività della società. A tal fine la partecipazione, diretta e indiretta, in UnipolSai è stata valorizzata secondo le risultanze delle singole metodologie applicate per la valutazione della compagnia e le partecipazioni detenute da Unipol Gruppo in BPER, Banca Popolare di Sondrio, UnipolRec e UnipolSai Investimenti Sgr sono state valutate con gli stessi criteri adottati per stimare il valore delle partecipazioni detenute da UnipolSai nelle medesime società.

Le valutazioni per la determinazione del rapporto di cambio sono *ex-dividend*, pertanto i valori del capitale di UnipolSai assumono il pagamento dei dividendi relativi all'esercizio 2023 e i valori di Unipol Gruppo ipotizzano, da un lato, l'incasso della quota di propria spettanza (diretta e indiretta) degli anzidetti dividendi e, dall'altro, il pagamento dei dividendi dell'esercizio 2023.

All'esito delle stime del valore del capitale azionario di UnipolSai e di Unipol Gruppo effettuate con ciascuna metodologia, gli Advisor Finanziari hanno calcolato e indicato l'intervallo del rapporto di cambio risultante.

Infine, si segnala che, sebbene Unipol Gruppo e UnipolSai siano società quotate, gli Advisor Finanziari hanno ritenuto di non utilizzare il metodo del rapporto tra le quotazioni di mercato dei titoli perché l'azione UnipolSai presenta un livello di liquidità basso e anche significativamente inferiore a quello dell'azione Unipol Gruppo e hanno perciò ritenuto i prezzi di borsa delle due società non egualmente affidabili.

\* \* \* \* \*

#### *V.1 I principi di valutazione*

Il ricorso a una pluralità di criteri di valutazione è opportuno sotto il profilo metodologico soprattutto se le varie metodiche impiegate consentono di assumere angoli di visuale diversi perché in questa maniera si possono cogliere gli effetti sul valore di differenti determinanti (cosiddetti *driver* di valore) e si ottengono riscontri incrociati dei risultati, dando così robustezza al giudizio di valutazione conclusivo.

L'insieme delle metodologie utilizzato dagli Advisor Finanziari per la stima del valore del capitale azionario di UnipolSai offre la prospettiva dell'analisi dei fondamentali e quella del mercato e tiene conto della redditività prospettica e della solidità patrimoniale. Si può perciò ritenere completo e conforme ai principi di valutazione.

Infatti, il *DDM excess capital*, metodo analitico di tipo finanziario, apprezza la capacità della compagnia di generare in futuro profitti, espressi in termini di flussi di cassa, rispettando i vincoli patrimoniali di vigilanza, mentre il metodo dei multipli e quello della retta di regressione riflettono le indicazioni rivenienti dal mercato sulle prospettive di profitto, considerando, nel caso della retta di regressione, anche il livello di dotazione patrimoniale.

Le metodiche basate sull'analisi fondamentale e quelle di mercato sono complementari anche per l'ulteriore ragione che presentano pregi e limiti intrinseci opposti: le prime hanno il pregio di seguire un percorso logico razionale, ben fondato nella teoria economica, per la stima del valore ma il limite di basarsi su dati interni all'azienda per loro natura dotati di un minor grado di oggettività rispetto a dati estratti dal mercato, le seconde hanno il pregio di un elevato livello di oggettività dei dati di partenza che sono ricavati dal mercato e da fonti terze ma il limite di fondarsi su un processo logico di comparazione tra società che sconta il fatto che ogni impresa è unica e mai perfettamente comparabile a un'altra.

Il metodo del *NAV*, utilizzato dagli Advisor Finanziari per la valutazione di Unipol Gruppo – che ha consentito di determinare distinti valori del capitale della holding in corrispondenza del valore attribuito alla compagnia partecipata UnipolSai mediante l'applicazione di ciascuno dei ricordati metodi (*DDM*, multipli e retta di regressione) – è l'unico che nella specifica situazione permette di rispettare rigorosamente il principio della confrontabilità dei valori delle società che partecipano alla Fusione, nella quale la finalità della stima è determinare un rapporto tra valori. Infatti la stima dei valori del capitale economico delle società coinvolte in una fusione costituisce un passo intermedio del processo di valutazione per poi giungere a determinare il rapporto di cambio che scaturisce dal confronto tra valori che devono perciò essere tra loro omogenei nel senso di comparabili. L'esigenza di comparabilità discende dall'obiettivo di stabilire condizioni della fusione che preservino il valore economico di pertinenza dei soci delle singole società coinvolte prima e dopo l'operazione evitando trasferimenti di ricchezza tra le compagini di soci.

Sebbene sia la holding Unipol Gruppo sia la compagnia UnipolSai siano quotate, gli Advisor Finanziari non hanno utilizzato tra le metriche di stima il rapporto tra i prezzi di borsa. L'affidabilità dei prezzi quali indicatori di valore dipende dalla liquidità ed efficienza informativa dei mercati di scambio. I prezzi delle azioni delle due società mostrano un livello di liquidità basso e molto differente e non comparabile. La scarsa comparabilità e il basso livello di efficienza informativa si riflettono in un rapporto tra prezzi che si discosta significativamente dai rapporti tra valori stimati dagli Advisor Finanziari sulla base delle metodiche valutative sia fondamentali sia di mercato. I rapporti tra valori stimati differiscono notevolmente dal rapporto tra prezzi e indicano che quest'ultimo non riflette i valori economici di lungo termine.



Nel caso dell'Operazione l'uso tra le metriche di stima del rapporto tra i prezzi di borsa non sarebbe giustificato neppure dalla funzione di equivalente monetario, cioè di valore al quale l'investimento nelle azioni può essere trasformato in cassa, che svolgono le quotazioni perché questa funzione è assicurata dalla parallela OPA che verrà lanciata sulle azioni UnipolSai. Infatti, nell'Operazione agli azionisti di minoranza di UnipolSai è data un'ulteriore garanzia costituita dall'offerta proposta al mercato da Unipol Gruppo – le cui condizioni economiche terranno ovviamente conto del prezzo di borsa dell'azione UnipolSai – alla quale potranno aderire, trasformando in moneta le azioni detenute, qualora non ritenessero di partecipare alla Fusione e diventare soci della *combined entity*.

Pertanto, vi sono varie motivazioni, dianzi esposte, per opinare che nel contesto dell'Operazione il rapporto di cambio debba essere espressione di valori relativi stimati in un'ottica di lungo termine e non di prezzi quotati e quindi per ritenere corretta la scelta degli Advisor Finanziari di non usare i prezzi di borsa per determinare il rapporto di cambio.

I risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie sono stati dagli Advisor Finanziari rappresentati singolarmente, senza operare composizioni o mediazioni tra di essi, attribuendo quindi pari dignità alle tecniche valutative adottate. La scelta, conforme alla prassi, è condivisibile sotto il profilo metodologico perché consente di fornire un quadro informativo ampio e pienamente intellegibile sulla base del quale, attraverso il confronto dei risultati ottenuti, è possibile formarsi un compiuto giudizio sul valore.

## V.2 I metodi di stima

### Dividend Discount Model (DDM)

Il DDM nella versione *excess capital* stima il valore del capitale di una compagnia di assicurazioni in misura pari all'ammontare attualizzato dei dividendi attesi distribuibili – stimati in modo analitico per un determinato orizzonte temporale e in modo sintetico, attraverso un valore finale, per gli anni successivi – rispettando il vincolo di mantenere il livello di patrimonializzazione necessario per lo sviluppo futuro (quantificato in base a un selezionato margine di solvibilità obiettivo).

Si tratta, tra i criteri di stima analitici (cioè quelli fondati sui dati economici, patrimoniali e finanziari della società il cui capitale azionario è oggetto di stima), del metodo ritenuto preferibile per la valutazione delle compagnie di assicurazioni e negli anni recenti più impiegato nella prassi perché consente di tenere compiutamente conto del fattore maggiormente rilevante per la creazione di valore per gli azionisti, e cioè la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa e distribuire dividendi, e nel contempo di considerare anche gli effetti sul valore della sua solidità patrimoniale.

### Multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nell'applicare a talune grandezze patrimoniali e/o reddituali della società oggetto di valutazione il rapporto tra il prezzo di borsa e le medesime grandezze (cosiddetti multipli) rilevato per società quotate comparabili; si

tratta perciò di una tecnica che si fonda sullo studio della relazione tra grandezze contabili (cosiddette *driver*) e valore.

E' un metodo largamente utilizzato nella prassi valutativa, fondato sull'assunto che gli investitori siano in grado di valutare correttamente una società sulla base di tutte le informazioni pubblicamente disponibili, che i prezzi riflettano queste valutazioni e che una società appartenente a un determinato settore d'attività abbia una redditività attesa (riflessa nel multiplo scelto) coerente con quella media o mediana delle società di quel settore ritenute dal valutatore comparabili sulla base di analisi qualitative con riferimento a più aspetti (ad esempio il modello di business, il portafoglio di attività, la dimensione, il posizionamento di mercato, la qualità della governance).

Il suo utilizzo nel caso in esame è certamente opportuno per fornire la prospettiva degli investitori professionali e utilizzare le informazioni sul valore ritraibili dal mercato.

#### Analisi di regressione

Il metodo della regressione lineare, analogamente a quello dei multipli di borsa, si fonda sulla relazione tra grandezze contabili e valore ma studia il paradigma valutativo che, attraverso i prezzi, il mercato implicitamente esprime, mediante il ricorso a tecniche statistiche.

La sua applicazione, che è consistita nello studio della relazione tra un moltiplicatore dei fondi propri e la redditività di questa grandezza patrimoniale, fornisce un contributo informativo ulteriore rispetto al metodo dei multipli di borsa perché le stime del valore del capitale azionario così ottenute sono basate congiuntamente sulle capacità reddituali attese e sulla solidità patrimoniale, elementi entrambi fondamentali per la valutazione di una compagnia.

## **VI. Considerazioni sull'adeguatezza e ragionevolezza dei criteri applicativi**

L'applicazione dei diversi metodi di valutazione è descritta nel paragrafo 3.2 della Fairness Opinion Mediobanca e nel paragrafo 4.4 della Fairness Opinion Rothschild & Co.

Nel seguito si commentano i principali criteri applicativi e le più importanti scelte del processo di valutazione degli Advisor Finanziari, esaminando in maniera distinta ciascuna metodologia.

Occorre ricordare che nell'applicazione di una metodica di valutazione è ineliminabile un certo grado di discrezionalità tecnica che può condurre i valutatori a fare talvolta scelte di dettaglio differenti.

#### Valutazione di UnipolSai: Dividend Discount Model (DDM)

Il DDM è una metodica di valutazione di tipo analitico che si fonda sulle proiezioni economiche e patrimoniali dell'impresa e richiede coerenza interna nella selezione dei criteri e dei parametri applicativi.

La valutazione è stata svolta partendo da un periodo di stima analitica dei flussi di cassa di 5 anni (2024-2028), orizzonte coerente con la prassi degli analisti finanziari e degli investitori professionali di non considerare previsioni di più lungo termine perché troppo incerte.

I flussi di dividendo distribuibili sono stati stimati sulla base delle proiezioni economiche e patrimoniali elaborate dal management di UnipolSai, con il supporto di un advisor industriale, tenendo conto delle specificità della compagnia, dell'evoluzione attesa del settore assicurativo e dell'andamento macroeconomico. Gli Advisor Finanziari hanno condivisibilmente assunto che tali proiezioni costituiscano ad oggi le migliori e più accurate stime. I dati sono stati rettificati degli effetti derivanti dalle partecipazioni in BPER, Banca Popolare di Sondrio, UnipolRec e UnipolSai Investimenti Sgr, che sono state oggetto di valutazione separata.

Il livello di dotazione patrimoniale obiettivo espresso in termini di margine di solvibilità è stato definito sia basandosi sui dati rilevati per un campione di compagnie di assicurazioni comparabili quotate sia considerando il margine di solvibilità registrato da UnipolSai negli ultimi anni. Questo approccio, che ha previsto la presentazione di due scenari, consente di mostrare gli effetti sul valore del livello di dotazione patrimoniale della compagnia.

L'analisi è stata sviluppata assumendo la distribuzione annuale dell'*excess capital* e, nel caso di Rothschild & Co, anche con una seconda modalità che fattorizza nel periodo di previsione analitica 2024-2028 le distribuzioni di dividendi previste nelle proiezioni e considera la distribuzione dell'*excess capital* alla scadenza dell'orizzonte di piano.

Il tasso di crescita di lungo periodo è stato assunto da entrambi gli Advisor Finanziari pari al tasso d'inflazione obiettivo stabilito dall'Autorità monetaria europea, in linea con la prassi valutativa delle imprese del settore finanziario.

Il costo del capitale usato dai due Advisor Finanziari per attualizzare i flussi di cassa è stato ottenuto applicando il *capital asset pricing model*; inoltre Mediobanca ha anche considerato le più recenti stime pubblicate nelle ricerche degli analisti finanziari. Esso è quindi per costruzione in linea con i dati di mercato.

La quantificazione del *terminal value*, secondo le caratteristiche del modello di stima, è stata effettuata rapportando l'utile distribuibile nel lungo periodo alla differenza tra il costo del capitale e il tasso di crescita  $g$ .

L'utile di lungo periodo è stato stimato partendo dall'utile dell'ultimo anno di previsione analitica ed eliminando le componenti di natura straordinaria. L'identificazione di un livello di profitto normalmente sostenibile nel lungo termine è conforme alla logica sottesa alla metodica di valutazione e riflette la prassi professionale.

Lo svolgimento di analisi di sensitività al fine di verificare la variabilità del valore ottenuto al modificarsi di singoli parametri è opportuno per fornire un quadro informativo più completo riguardo agli effetti sul valore delle singole determinanti e i fattori selezionati dagli Advisor Finanziari per svolgere queste analisi sono quelli

abituamente utilizzati nel caso di compagnie di assicurazione.

#### Valutazione di UnipolSai: multipli di borsa

La valutazione mediante i multipli è una metodica di mercato che stima il valore dell'impresa studiando una relazione con i valori espressi dalle capitalizzazioni di borsa di società appartenenti al medesimo settore. Ne consegue che i criteri applicativi e le scelte più importanti attengono alla selezione del campione di società comparabili e degli indicatori determinanti del valore.

Il campione selezionato da entrambi gli Advisor Finanziari è il medesimo ed è composto da compagnie operanti nel mercato assicurativo europeo comparabili a UnipolSai per modello di business. Esso è stato costruito considerando le società utilizzate negli studi degli analisti finanziari per effettuare confronti tra compagnie e riflette un adeguato compromesso tra l'ampiezza del campione e il grado di omogeneità delle società che lo compongono rispetto a quella da valutare.

Il multiplo utilizzato per la comparazione è il *price/earning* (P/E) applicato agli utili attesi per il biennio 2024-2025, rettificati degli oneri non ricorrenti e depurati del contributo all'utile derivante dalle partecipazioni in BPER, Banca Popolare di Sondrio, UnipolRec e UnipolSai Investimenti Sgr, che sono state oggetto di valutazione separata.

La scelta di adottare l'utile netto atteso quale determinante del valore è la più osservata nella prassi valutativa ed è coerente con la circostanza che il P/E è un indicatore molto utilizzato dagli investitori professionali per fare confronti intertemporali e tra società del medesimo settore ed è alla base di alcune strategie d'investimento.

Le analisi sono state effettuate considerando sia la situazione patrimoniale di UnipolSai "as-is" sia considerando un teorico *excess capital* rispetto a un margine di solvibilità in linea con quello del campione di riferimento; in questo secondo caso, gli utili inclusi nelle proiezioni di UnipolSai sono stati rettificati per tener conto del mancato rendimento del capitale in eccesso che si ipotizza distribuito e valorizzato separatamente. Questo approccio è coerente con quello adottato nel DDM.

#### Valutazione di UnipolSai: analisi di regressione

L'analisi è stata svolta utilizzando il medesimo campione impiegato per il metodo dei multipli di borsa e ha riguardato, nel caso di entrambi gli Advisor Finanziari, la regressione del rapporto tra la capitalizzazione di mercato e i fondi propri (*Price/Own Funds* o *P/OF*) rispetto alla redditività attesa dei fondi propri, espressa dall'indicatore *ROAOF* (*Return On Average Own Funds*). In particolare, Rothschild & Co ha considerato la regressione *P/OF 2023 versus ROAOF 2024* e quella *P/OF 2024 versus ROAOF 2025* e Mediobanca la regressione *P/OF latest versus ROOF 2024* e quella *P/OF latest versus ROOF 2025*.

Mediobanca ha inoltre considerato la regressione del rapporto tra la capitalizzazione di mercato e il capitale di migliore qualità (*Price/Unrestricted Tier 1 Capital* o *P/URT1*) e la redditività attesa dell'anzidetto capitale, espressa dall'indicatore *ROURT1* (*Return On*



*Unrestricted Tier 1 Capital*), e in particolare *P/URT1 latest versus ROURT1 2024* e quella *P/URT1 latest versus ROURT1 2025*.

Questa metodica di mercato è complementare a quella dei multipli di borsa e fornisce una stima del valore che tiene conto sia della redditività attesa che della dotazione patrimoniale. La rilevanza oltre che della redditività anche dei fondi propri quali determinanti del valore risulta da numerose analisi scientifiche.

Le regressioni calcolate dagli Advisor Finanziari mostrano tutte R-quadro elevati e ciò indica che la relazione di valore con le determinanti considerate è stata correttamente stimata dalla regressione statistica.

Pure in questo caso le analisi sono state effettuate considerando sia la situazione patrimoniale di UnipolSai “*as-is*” sia un teorico *excess capital* rispetto a un margine di solvibilità in linea con quello del campione di riferimento.

Le altre scelte applicative sono state analoghe a quelle adottate per la metodica dei multipli di borsa in modo da avere coerenza nell’approccio fondato sui dati mercato e quindi una migliore confrontabilità dei risultati delle stime.

#### Valutazione di UnipolSai: valore delle partecipazioni

La valutazione separata delle partecipazioni detenute sia da UnipolSai sia da Unipol Gruppo è opportuna per rispettare il principio della coerenza valutativa e quindi ottenere la confrontabilità dei valori risultanti dalle stime, elemento essenziale per la determinazione di un rapporto di cambio.

Il valore delle partecipazioni di UnipolSai in BPER e in Banca Popolare di Sondrio è stato determinato sulla base dei prezzi di mercato delle azioni delle due banche rilevati in intervalli temporali da 1 a 12 mesi e quello delle partecipazioni in UnipolRec e UnipolSai Investimenti sgr è stato assunto pari al patrimonio netto *pro quota*.

Si tratta di criteri semplici e diretti, coerenti con la finalità della valutazione.

#### Valutazione di Unipol Gruppo: calcolo del NAV

Per la valutazione di Unipol Gruppo, nel calcolo del NAV:

- ✓ la partecipazione di Unipol Gruppo in UnipolSai è stata valorizzata riflettendo i valori risultanti dalle singole metodologie di volta in volta applicate per la valutazione della compagnia;
- ✓ le partecipazioni di Unipol Gruppo nelle Holding Intermedie, che hanno quale componente preponderante dell’attivo di bilancio azioni di UnipolSai, sono state valutate al rispettivo NAV, utilizzando per le azioni di UnipolSai le risultanze delle metodologie di volta in volta applicate per la valutazione della compagnia e per le altre attività e passività il relativo valore contabile;
- ✓ le partecipazioni di Unipol Gruppo in BPER e Banca Popolare di Sondrio e quelle in UnipolRec e UnipolSai Investimenti sgr sono state valutate analogamente a

quanto fatto per le partecipazioni detenute da UnipolSai;

- ✓ le DTA sono state riespresse in base al valore attuale del beneficio;
- ✓ la posizione finanziaria netta è stata valorizzata al valore contabile e al valore di mercato (per i titoli);
- ✓ le altre attività e passività di Unipol Gruppo sono state valorizzate in base al valore contabile;
- ✓ è stato sottratto il valore attuale dei costi operativi attesi della holding;
- ✓ è stato considerato l'effetto fiscale sulle plus/minusvalenze rispetto ai valori contabili.

I criteri applicati sono condivisibili e coerenti con l'obiettivo di riflettere nella valutazione di Unipol Gruppo i risultati delle stime di UnipolSai e di adottare per le altre partecipazioni metodi di stima omogenei in modo da garantire la confrontabilità dei valori.

#### **VII. Considerazioni sulle ipotesi valutative e sull'apprezzamento dei limiti e delle difficoltà di valutazione**

Le ipotesi valutative assunte dagli Advisor Finanziari sono analiticamente indicate nel paragrafo 2.2 della Fairness Opinion Mediobanca e nel paragrafo 4.4 della Fairness Opinion Rothschild & Co.

I limiti e le difficoltà di valutazione incontrati sono dettagliatamente descritti nel paragrafo 2.1 della Fairness Opinion Mediobanca e nel paragrafo 4.3 della Fairness Opinion Rothschild & Co.

Le ipotesi valutative sono essenzialmente: (i) non avere assunto alcun impatto derivante dall'OPA (considerando quindi, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, la situazione dei possessori azionari ad oggi) e (ii) non aver tenuto conto degli effetti dell'esercizio del diritto di recesso spettante agli azionisti di Unipol Gruppo.

I limiti e le difficoltà di valutazione specifici del caso in esame sono (i) il basso livello di liquidità e il ridotto flottante dell'azione UnipolSai, che hanno indotto gli Advisor Finanziari a ritenere di non utilizzare le quotazioni come metodo di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio e (ii) il coinvolgimento nella Fusione di società aventi partecipazioni incrociate tra loro, che comporta la detenzione indiretta di azioni proprie.

Gli Advisor Finanziari citano poi i limiti e le difficoltà che caratterizzano ogni processo di valutazione del capitale azionario, sia quelli derivanti dal contesto, potenzialmente mutevole, economico, monetario, di mercato e regolamentare, sia quelli connaturati allo sviluppo delle metodologie (ricorso a dati previsionali, che presentano per loro natura fattori di incertezza; peso rilevante del *terminal value* nell'ambito del DDM; difficoltà di individuare società perfettamente comparabili nell'applicazione dei metodi di mercato).

\* \* \* \* \*

Il nostro giudizio è che le ipotesi valutative adottate dagli Advisor Finanziari siano ragionevoli e che i limiti e le difficoltà di valutazione siano stati apprezzati correttamente e la loro esistenza non comprometta la qualità dei risultati delle stime.

## 7. Conclusioni

In considerazione dell'esame svolto, tenuto conto della finalità per la quale l'incarico è stato conferito, a nostro parere:

- la base informativa utilizzata dagli Advisor Finanziari è completa e consente di svolgere con rigore il processo valutativo alla radice del giudizio di valutazione e della conseguente stima del rapporto di cambio;
- i principi e i metodi di valutazione adottati dagli Advisor Finanziari per la stima dei valori economici di Unipol Gruppo e UnipolSai, sui quali è fondata la successiva determinazione del rapporto di cambio, sono corretti e coerenti con le indicazioni della dottrina prevalente e con gli standard utilizzati nella prassi per operazioni simili tenendo conto delle complessive caratteristiche dell'Operazione;
- i criteri applicativi di fondo impiegati dagli Advisor Finanziari nelle stime sono ragionevoli e adeguati rispetto agli standard di prassi alla luce del quadro informativo disponibile e delle finalità della stima;
- le ipotesi valutative adottate dagli Advisor Finanziari sono ragionevoli; i limiti e le difficoltà di valutazione sono stati apprezzati correttamente e la loro esistenza non compromette la qualità dei risultati delle stime.

Occorre segnalare che, qualora, successivamente alla data di emissione del Parere, si verificassero modifiche rispetto al quadro informativo a disposizione di G&A, le conclusioni potrebbero cambiare anche in maniera significativa.

Milano, 13 febbraio 2024



(prof. avv. Paolo Gualtieri)