Allegato 10

Relazione di stima
ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile
per il conferimento del ramo di azienda
di Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.
in Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A.

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€14,62
Agenzia Entrate QUATTORDICI/62
00016528 00000752 W00HA001
00051946 26/03/2007 16:07:49
0001-00009 7AC507308F9C0B50
IDENTIFICATIVO : 01060409886144
0 1 06 040998 614 4

COMPAGNIA ASSICURATRICE UNIPOL S.P.A.

CONFERIMENTO DEL RAMO D'AZIENDA ASSICURATIVO A FAVORE DELLA

NUOVA UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.

SOCIETA' UNIPERSONALE

RELAZIONE DI STIMA EX ART. 2343 COD. CIV.

DELL'ESPERTO DESIGNATO DAL TRIBUNALE DI BOLOGNA

DOTT. PIERO AICARDI

Con istanza presentata al Presidente del Tribunale di Bologna in data 9 gennaio 2007 la società Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. con sede in Bologna Via Stalingrado, 45 richiedeva, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2343 cod. civ., la nomina dell'esperto che provvedesse alla redazione della relazione ivi prevista relativamente al ramo d'azienda assicurativo di compendio della richiedente ed oggetto di conferimento a favore di società appositamente costituita e interamente posseduta dalla richiedente.

Con decreto in data 24 gennaio 2007 (N.R.Vol.Giur. 67/07 Cron. 453/07), depositato in cancelleria il 25 gennaio 2007 (all.1), il Giudice Delegato Dott.ssa Lucia Ferrigno nominava lo scrivente Dott. Piero Aicardi, Dottore Commercialista, iscritto all'Albo della Circoscrizione del Tribunale di Bologna al n. 1539, Revisore Contabile iscritto all'Albo al n. 418 pubblicato in G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995, con studio in Bologna, alla Via Guinizelli, 10.

In esecuzione dell'incarico ricevuto lo scrivente, a norma del su menzionato art. 2343 del Codice Civile, rilascia la sottoriportata Relazione e la conseguente Attestazione.

SOMMARIO

1. PREMESSA 5

1.1 INQUADRAMENTO DELL'OPERAZIONE 5
1.2 ESECUZIONE DELL'INCARICO 7

2. BREVE PROFILO DI UNIPOL E DEL SUO GRUPPO 11

3. IL GRUPPO UNIPOL ED IL MERCATO ASSICURATIVO IN ITALIA 13

3.1 IL GRUPPO UNIPOL OGGI 13
3.2 LE PROSPETTIVE DEL GRUPPO UNIPOL 17
3.3 IL MERCATO ASSICURATIVO IN ITALIA: SITUAZIONE E PROSPETTIVE 21

4. IL CONFERIMENTO 26

4.1 IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO: SINTESI E RINVIO 26
4.2 PREMESSA NORMATIVA CIVILISTICA E FISCALE 28
4.3 AUTORIZZAZIONI AMMINISTRATIVE 31
4.4 DESCRIZIONE ED ANALISI DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI OGGETTO DEL CONFERIMENTO 32
Attivi immateriali (voce B) 33
Investimenti (voce C) 33
Terreni e fabbricati (voce C.I) 33
Investimenti in imprese del Gruppo e in altre partecipate (voce C.II) 35
Altri investimenti finanziari (voce C.III), Depositi presso imprese cedenti (voce C.IV) 36
Investimenti a beneficio di assicurati dei rami vita i quali ne sopportano il rischio e derivanti dalla gestione dei fondi pensione (Voce D) 38
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori (voce D.bis) 38
Crediti (voce E) 39
Altri elementi dell'Attivo (Voce F) 40
Ratei e risconti (voce G) 41
Riserve tecniche (voci C.I – rami Danni e C.II – rami Vita) 41
Riserve tecniche allorchè il rischio dell'investimento è sopportato dagli assicurati e Riserve derivanti dalla gestione dei fondi pensione (Voce D) 43
Fondi per rischi ed oneri (voce E) 44
Depositi ricevuti da riassicuratori (voce F) 44
Debiti ed altre passività (voce G) 44
Ratei e risconti (Voce H) 45
Conti d'ordine 46

5. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE 47

5.1 PREMESSA CONCETTUALE 47
5.2 I CRITERI DI STIMA: PRINCIPI GENERALI 48
5.3 I CRITERI DI STIMA (SEGUE): I CRITERI ADOTTATI 59

5.4 LE PROSPETTIVE DEL RAMO ASSICURATIVO: IL PIANO INDUSTRIALE 60
5.5 LA VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO 61
5.6 LA VALUTAZONE CON IL METODO DEL "DIVIDEND DISCOUNT MODEL" 71
5.7 LA VALUTAZIONE DI CONTROLLO CON IL METODO DEI MULTIPLI 75
5.8 RIEPILOGO DEI RISULTATI OTTENUTI 77
6. CONCLUSIONI ED ATTESTAZIONE 78
ALLEGATI: 80

1. PREMESSA

1.1 INQUADRAMENTO DELL'OPERAZIONE

L'operazione di conferimento in oggetto si inquadra nell'ambito di una più complessa operazione di integrazione e riorganizzazione del Gruppo Unipol approvata dal Consiglio di Amministrazione della Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. ("Unipol") con delibera in data 11 dicembre 2006 e che prevede, in sintesi, l'integrazione di Unipol con Aurora Assicurazioni S.p.A. ("Aurora"), società attualmente controllata e soggetta ad attività di direzione e coordinamento di Unipol, attraverso la fusione per incorporazione di Aurora in Unipol, previo lancio di un'offerta pubblica di acquisto promossa da Unipol sull'intero capitale sociale di Aurora (con esclusione delle azioni già detenute dalla stessa Unipol) e il successivo scorporo da Unipol dell'intero ramo di azienda assicurativo attraverso il conferimento ("Conferimento") dello stesso ramo (oggetto della presente relazione di stima) in favore della neo costituita ed interamente controllata "Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A.", ed il contemporaneo scorporo da Aurora dell'intero ramo di azienda assicurativo in favore altra di società appositamente costituita ed interamente controllata da Aurora.

In data 29 dicembre 2006, Unipol ha infatti proceduto con atto a ministero Dott. Carlo Marchetti Notaio in Rho (rep. 2528/1252) alla costituzione della società conferitaria del proprio ramo di azienda assicurativo, denominata appunto Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A. e iscritta al Registro delle Imprese di Bologna al n. 02705901201. La società conferitaria è interamente controllata da Unipol ed ha un capitale sociale sottoscritto e interamente versato pari a Euro 5.000.000,00= suddiviso in n. 5.000.000 di azioni dal valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

Per effetto del Conferimento, Unipol assumerà unicamente le caratteristiche di una *holding* svolgendo attività di gestione delle proprie partecipazioni e di servizi.

Come precisato nell'istanza presentata al Tribunale di Bologna per la nomina dell'esperto, oggetto del conferimento e, conseguentemente, della presente relazione di stima, è pertanto il ramo d'azienda assicurativo di Unipol, che sarà trasferito alla società conferitaria con tutti i rapporti giuridici, beni, diritti, attività e passività ad esso inerenti, fatta eccezione per taluni elementi dell'attivo (quali ad es. le partecipazioni in società assicurative e bancarie del Gruppo) e talune funzioni e servizi (quali ad es. le funzioni di indirizzo e i servizi condivisi, come l'attività di gestione delle risorse finanziarie e dell'informatica nonché le attività di acquisti e servizi generali e altre attività di supporto alle società partecipate, quali le attività di gestione dei sinistri e la pianificazione e sviluppo delle reti distributive) che

unitamente a tutti i connessi rapporti giuridici, beni e diritti, rimarranno in capo alla conferente Unipol.

Secondo le prospettazioni del Consiglio di Amministrazione di Unipol il progetto di integrazione testé sinteticamente descritto è coerente con gli obiettivi indicati nel piano industriale del Gruppo Unipol 2006/2009 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 13 settembre 2006[1] e consentirà al Gruppo di adottare un assetto idoneo a rafforzare la propria posizione sul mercato assicurativo e finanziario nazionale ed europeo. In particolare, il progetto di integrazione tra Unipol e Aurora punta alla realizzazione di un modello organizzativo più semplice e trasparente, con una netta separazione tra le funzioni di *holding* e le funzioni operative in capo a ciascuna società, con conseguente eliminazione di duplicazioni, ed una chiara identificazione di responsabilità.

Il ruolo di Unipol dopo il conferimento sarà quello di governare, indirizzare e controllare le attività delle società del Gruppo definendo un quadro strategico comune all'interno del quale le società operative possano efficacemente condurre i rispettivi business. In particolare Unipol svolgerà tutte le attività e i servizi che non incidono sulla differenziazione competitiva delle singole società sfruttando le economie di scala e di scopo che potranno emergere grazie alla accresciuta dimensione, all'eliminazione delle funzioni duplicate e alla messa a fattor comune delle migliori competenze.

In virtù degli obiettivi sopra delineati – si legge nel Documento di Offerta indirizzato agli azionisti Aurora, saranno collocate in Unipol (i) le funzioni di indirizzo, quali ad esempio le attività relative alla pianificazione e controllo e alle strategie e politiche del personale, (ii) i servizi condivisi, quali ad esempio l'attività di gestione delle risorse finanziarie e dell'informatica nonché le attività di acquisti e servizi generali e (iii) altre attività di supporto alle società partecipate, quali ad esempio le attività di gestione dei sinistri e la pianificazione e sviluppo delle reti distributive.

Unipol con raccomandata in data 2 febbraio 2007 (all.2) ha richiesto all'ISVAP l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività assicurativa da parte delle società conferitarie dei rami di azienda assicurativi rispettivamente di Unipol e di Aurora e alla cessione in favore delle stesse delle aziende assicurative rispettivamente di Unipol e di Aurora.

Con delibera del Consiglio di Amministrazione del 15 marzo 2007[2] il consiglio di Unipol ha, fra l'altro, approvato il Conferimento e la relativa Situazione Patrimoniale al 31 dicembre 2006 ("Situazione Patrimoniale di Conferimento") (all.3) individuando esattamente l'oggetto del conferimento ed il valore allo stesso attribuito, pari a € 700.000.000,00 (settecentomilioni di euro) precisando che il compendio aziendale oggetto del Conferimento, costituito dagli elementi

[1] La sintesi di detto Piano Industriale è disponibile sul sito di Unipol S.p.A. all'indirizzo http://www.unipolonline.it/Downloads/2006-09-13%20presentazione%20piano%20-%20ITA.pdf

[2] Il cui testo, tuttavia, alla data di stesura della presente relazione non è ancora disponibile

patrimoniali rappresentati dalla situazione patrimoniale allegata, è stato valutato sulla base dei dati contabili di Unipol al 31 dicembre 2006 e a valori di libro (fatta eccezione per due immobili, uno di interesse storico e/o artistico, sito in Bologna Via Mentana n.2, e l'altro sito in Via Pizzecolli, 60 ad Ancona, che sono stati conferiti a valori di mercato).

Con lettera in data 22 marzo 2007 (all.4) l'amministratore delegato di Unipol S.p.A. Carlo Salvatori ha trasmesso in via definitiva ed ufficiale allo scrivente la suddetta Situazione Patrimoniale di Conferimento con i relativi dettagli (all.5 subb da 1 a 26), nonché il Conto economico previsionale del ramo aziendale assicurativo oggetto del conferimento stesso (all.6) con i relativi criteri di redazione (all.7) nonché il prospetto di dimostrazione della copertura del margine di solvibilità (all.8).

Infine, con lettera in data 4 aprile 2007 (all.9) l'amministratore delegato di Unipol S.p.A. Carlo Salvatori e il Direttore Amministrativo Salvatore Petrillo hanno attestato che dalla data di riferimento del 31 dicembre 2006 alla data di stesura della presente relazione non si sono manifestati fatti di rilievo che possano modificare significativamente i dati forniti allo scrivente che, con al medesima lettera, sono stati garantiti completi ed accurati.

1.2 ESECUZIONE DELL'INCARICO

Il sottoscritto, avuta comunicazione dell'incarico in data 1 febbraio 2007 da parte del Tribunale di Bologna e della Dott.ssa Fulvia Pirini della Direzione Affari Legali Societari e Partecipazioni di Unipol ed accettato l'incarico, dava immediatamente inizio alle operazioni peritali ricevendo da parte di Unipol, a mezzo posta elettronica, in via riservata, i seguenti documenti:

1. documento descrittivo dei termini e delle condizioni dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni di Aurora Assicurazioni S.p.A., pubblicato il 26 gennaio 2007;
2. i comunicati stampa diffusi da Unipol e da Aurora dall'11 dicembre 2006 sino al 1 febbraio 2007 relativamente all'Operazione medesima;
3. la documentazione a supporto della presentazione al mercato dell'Operazione;
4. le relazioni illustrative dei termini e delle condizioni generali dell'Operazione e delle relative modifiche statutarie approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in occasione della menzionata riunione dell'11 dicembre scorso.

Dopo di che lo scrivente accedeva in Unipol in data 21 febbraio 2007 per partecipare ad una riunione organizzata con alcuni responsabili di Unipol (Dott.ri Pirini, Guizzardi, Mussi, Petrillo e Benedetti) e di Aurora, gli esperti dei Conferimenti e

della Fusione, e con gli *advisor* di Unipol (Mediobanca) e Aurora (Crédit Suisse, dott. Banfi), al fine di definire il *timing* e le modalità operative dei lavori.

Successivamente lo scrivente richiedeva ed otteneva da Unipol i seguenti documenti:

(in data 23 febbraio 2007):

5. statuto delle Società;
6. bilancio d'esercizio e bilancio consolidato di Unipol al 31 dicembre 2005 con le relative relazioni della società di revisione;
7. relazione attuariale sulle riserve tecniche Vita al 31 dicembre 2005 predisposta da attuario incaricato Vita Unipol;
8. relazione attuariale sulle riserve tecniche RCA e RCN al 31 dicembre 2005 predisposta da attuario incaricato Unipol;
9. relazione semestrale Unipol al 30 giugno 2006 individuale e consolidata e relative relazioni della società di revisione;
10. relazione attuariale sulle riserve tecniche vita al 30 giugno 2006 predisposta da attuario incaricato Vita Unipol;
11. relazione attuariale sulle riserve tecniche RCA e RCN al 30 giugno 2006 predisposta da attuario incaricato Unipol;
12. sintesi del Piano Industriale del Gruppo Unipol 2006/2009 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 13 settembre 2006;
13. istanze ad ISVAP per autorizzazione al conferimento rami d'azienda;

(in data 27 febbraio 2007)

14. relazione analitica rilasciata da attuario revisore di Unipol su riserve tecniche del bilancio al 31 dicembre 2005;
15. relazioni e dettagli di calcolo *embedded value* ed *appraisal value* portafoglio Vita 31 dicembre 2005, con attestazioni di attuario indipendente;
16. relazioni e dettagli di calcolo *embedded value* ed *appraisal value* portafoglio Vita semestrale 2006;

(in data 1/2 marzo 2007)

17. dati di conto economico e di stato patrimoniale consolidati al 31 dicembre 2006;
18. dati di conto economico previsionale 2006/2009 consolidato;

(in data 5 marzo 2007)

19. relazione attuariale sulle riserve tecniche Vita al 31 dicembre 2006 predisposta da attuario incaricato Vita Unipol;
20. relazione attuariale sulle riserve tecniche RCA e RCN al 31 dicembre 2006 predisposta da attuario incaricato Unipol;

(in data 9 marzo 2007)

21. bozza del bilancio d'esercizio di Unipol al 31 Dicembre 2006 che verrà sottoposto al Consiglio di Amministrazione del 15 marzo successivo;
22. bozza elaborato di Conto economico previsionale (Piano Industriale) del ramo assicurativo da conferire con dettaglio copertura margine;

(in data 19 marzo 2007)

23. bozza di Situazione Patrimoniale di Conferimento con breve relazione di accompagnamento e alcuni dettagli;

(in data 23 marzo 2007)

24. bozza *assumptions* Conto economico previsionale (Piano Industriale) del ramo assicurativo Unipol da conferire;
25. bilancio d'esercizio e bilancio consolidato di Unipol al 31 Dicembre 2006 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 15 marzo 2007;

(in data 26 marzo 2007)

26. relazione ex art. 2501 *sexies* c.c. della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. in data 22 marzo 2007;

(in data 30 marzo 2007)

27. bozza dei Bilanci d'esercizio delle principali partecipate di Unipol oggetto di conferimento (in quanto le relative azioni e/o quote appartengono alle gestioni separate conferite);

(in data 5 aprile 2007)

28. relazione al bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006 di Unipol della società di revisione KPMG S.p.A. e relativa relazione attuariale sulle riserve tecniche Vita al 31 dicembre 2006 predisposta da attuario indipendente Prof. Riccardo Ottaviani;
29. relazione al bilancio consolidato al 31 dicembre 2006 di Unipol della società di revisione KPMG S.p.A.
30. lettera di Unipol S.p.A. a firma A.D. Carlo Salvatori e Direttore Amministrativo Salvatore Petrillo con cui viene attestata la veridicità e completezza dei dati consegnati allo scrivente e la mancanza di modifiche significative agli stessi intervenute fra il 31 dicembre 2006 e la data di stesura della presente perizia;
31. Situazione Patrimoniale di Conferimento definitiva con lettera di accompagnamento a firma dell'A.D. Carlo Salvatori (datata 22 marzo 2007) e dettagli della stessa;
32. Conto economico previsionale (Piano Industriale) definitivo del ramo assicurativo da conferire con prospetto di dimostrazione della copertura del margine di solvibilità e breve relazione di accompagnamento contenente i criteri di redazione del Conti economici previsionali 2007-2008-2009.

Lo scrivente ed i propri collaboratori hanno poi intrattenuto colloqui ed hanno incontrato in più occasioni, al fine di ottenere informazioni e per lo scambio di opinioni:

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Agenzia Entrate
IDENTIFICATIVO
0 1 06 040998 612 2

- la Dott.ssa Fulvia Pirini, la Dott.ssa Stefania Guizzardi, la Dott.ssa Silvia Bettini e la Dott.ssa Chiara Venturi della Direzione Affari Legali Societari e Partecipazioni di Unipol;
- il Dott. Filiberto Borghi del Controllo di Gestione di Unipol;
- il Dott. Roberto Giay, Direttore Affari Legali Societari e Partecipazioni di Unipol;
- il Dott. Salvatore Petrillo, Direttore Amministrativo di Unipol, la Dott.ssa Giovanna Benedetti responsabile del Bilancio Consolidato e la Dott.ssa Elena Villani dell'ufficio Amministrazione e Bilancio di Unipol;
- la Dott.ssa Angela Zattini, responsabile dell'Ufficio Fiscale di Unipol unitamente alla Dott.ssa Sonia Piombetti;
- il Dott. Pierluigi Stefanini, Presidente e Legale Rappresentante di Unipol;
- i Dott.ri Antonio Solinas e Elisa Fabris di Deloitte Financial Advisor Service;
- i Dott.ri Riccardo Azzali e Claudio Bellomo di Deloitte & Touche S.p.A., incaricata di redigere il giudizio di congruità sul rapporto di concambio azioni Unipol/Aurora nell'ambito della fusione fra le due società;
- il Dott. Massimo Tamburini, socio di KPMG S.p.A., società di revisione incaricata di certificare il bilancio di Unipol ed i Dott.ri Maurizio Guzzi e Silvio Storari di KPMG S.p.A.

Successivamente lo scrivente ed i propri collaboratori hanno preso contatto diretto con la direzione amministrativa e legale di Unipol al fine di chiarire esattamente il perimetro del ramo aziendale oggetto del conferimento e di conseguenza l'esatto contenuto dell'incarico e l'esatto oggetto della valutazione, e prendere in consegna l'ulteriore documentazione e il materiale informativo ritenuti necessari per la redazione della presente perizia di stima.

Dopo di che il sottoscritto, anche avvalendosi dell'opera dei suoi collaboratori, ha provveduto ad effettuare verifiche per campione, senza rilevare anomalie di rilievo.

Ha quindi esteso la presente relazione.

2. BREVE PROFILO DI UNIPOL E DEL SUO GRUPPO

Unipol è una società per azioni fondata nel 1963 e quotata in Borsa dal 1986.

Oggi, oltre a svolgere il ruolo di compagnia operativa, è a capo di un Gruppo attivo sia nel settore assicurativo (attraverso il Gruppo Assicurativo Unipol, attualmente al 3° posto in termini di raccolta premi in Italia – Fonte ANIA 2005) sia in quello bancario (attraverso il Gruppo Bancario Unipol Banca). Tale articolazione permette al Gruppo di soddisfare in maniera integrata le diverse esigenze della clientela in campo assicurativo, bancario e di gestione del risparmio, inclusi i settori della previdenza integrativa individuale e collettiva e quello dell'assistenza sanitaria nel quale opera, attraverso la compagnia specializzata Unisalute S.p.A., con un modello di gestione innovativo. L'offerta dei prodotti può contare su una rete distributiva, presente capillarmente in tutte le regioni italiane. L'intera rete del Gruppo conta su circa 4.500 punti vendita assicurativi e bancari che offrono i propri servizi a 6,5 milioni di clienti.

Unipol, come detto, ricopre anche il ruolo di società *holding*, detenendo direttamente il controllo delle principali aziende del Gruppo. In essa, oltre all'attività assicurativa, si concentrano così attività e servizi comuni alle diverse realtà imprenditoriali, quali la gestione dei sistemi informativi e della liquidazione sinistri, la finanza, la gestione immobiliare e degli acquisti ed il controllo dei prodotti vita.

Unipol ha sede legale in Bologna, via Stalingrado n. 45, ed è iscritta presso il Registro delle Imprese di Bologna al n. 00284160371.

Il capitale sociale sottoscritto e interamente versato è pari a Euro 2.360.144.410, suddiviso in complessive n. 2.360.144.410 azioni, prive di valore nominale, di cui n. 1.460.524.546 azioni ordinarie e n. 899.619.864 azioni privilegiate.
Le azioni ordinarie e privilegiate di Unipol sono quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Unipol è interamente controllata, ai sensi dell'art. 93 del TUF e dell'art. 2359 del codice civile, da Holmo S.p.A. che possiede il 56,24% del capitale sociale di Finsoe S.p.A. la quale detiene, a sua volta, il 50,57% del capitale ordinario di Unipol e il 31,29% del capitale sociale comprensivo anche delle azioni privilegiate.

Unipol ha per oggetto l'esercizio, sia in Italia sia all'estero, di tutti i rami di assicurazione, di riassicurazione e di capitalizzazione consentiti dalla legge.
Unipol può inoltre gestire le forme di previdenza complementare di cui alla normativa vigente e successive modificazioni ed integrazioni, nonché istituire, costituire e gestire fondi pensione aperti, in conformità a quanto previsto dall'art. 9 del Decreto Legislativo del 21 aprile 1993 n. 124 e successive modificazioni ed

integrazioni. Nei limiti di tale attività, e sempre che consentito dalle vigenti leggi che disciplinano l'esercizio dell'attività assicurativa, Unipol può, anche attraverso la partecipazione in altre società, compiere tutte le operazioni immobiliari, mobiliari e finanziarie ritenute necessarie o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale; essa può anche assumere, sia direttamente sia indirettamente, partecipazioni in altre società con particolare riguardo alle imprese assicuratrici e/o riassicuratrici. Essa può, infine, assumere, sotto qualsiasi forma, la rappresentanza di altre imprese assicuratrici italiane ed estere.

Lo statuto di Unipol prevede che la società sia amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da un minimo di 15 a un massimo di 25 membri. Gli amministratori durano in carica tre esercizi e sono rieleggibili.
Il Consiglio di Amministrazione di Unipol attualmente in carica è composto dai Sigg.ri:

- Pierluigi Stefanini, Presidente
- Vanes Galanti, Vice Presidente
- Carlo Salvatori, Amministratore Delegato
- Antonio Silvano Andriani
- Jean Dominique Antoni
- Francesco Boccetti
- Rocco Carannante
- Piero Collina
- Bruno Cordazzo
- Pier Luigi Fabrizi
- Jacques Forest
- Fabrizio Gallone
- Claudio Levorato
- Ivan Malavasi
- Riccardo Margheriti
- Massimo Masotti
- Enrico Migliavacca
- Pier Luigi Morara
- Marco Pedroni
- Aldo Soldi
- Graziano Trerè
- Marco Giuseppe Venturi
- Francesco Vella
- Luca Zaccherini
- Mario Zucchelli

ed è stato nominato dall'Assemblea ordinaria del 29 aprile 2004 per il periodo di tre esercizi e, dunque, fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2006.

Lo statuto di Unipol prevede che il Collegio Sindacale sia composto da tre sindaci effettivi e due supplenti. Il Collegio Sindacale attualmente in carica è composto dai Sigg.ri:

- Umberto Melloni - Presidente
- Carlo Cassamagnaghi - Sindaco Effettivo
- Luigi Capè - Sindaco Effettivo
- Marco Baccani - Sindaco Supplente
- Roberto Chiusoli - Sindaco Supplente

ed è stato nominato dall'Assemblea ordinaria del 29 aprile 2004 per il periodo di tre esercizi e, dunque, fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2006.

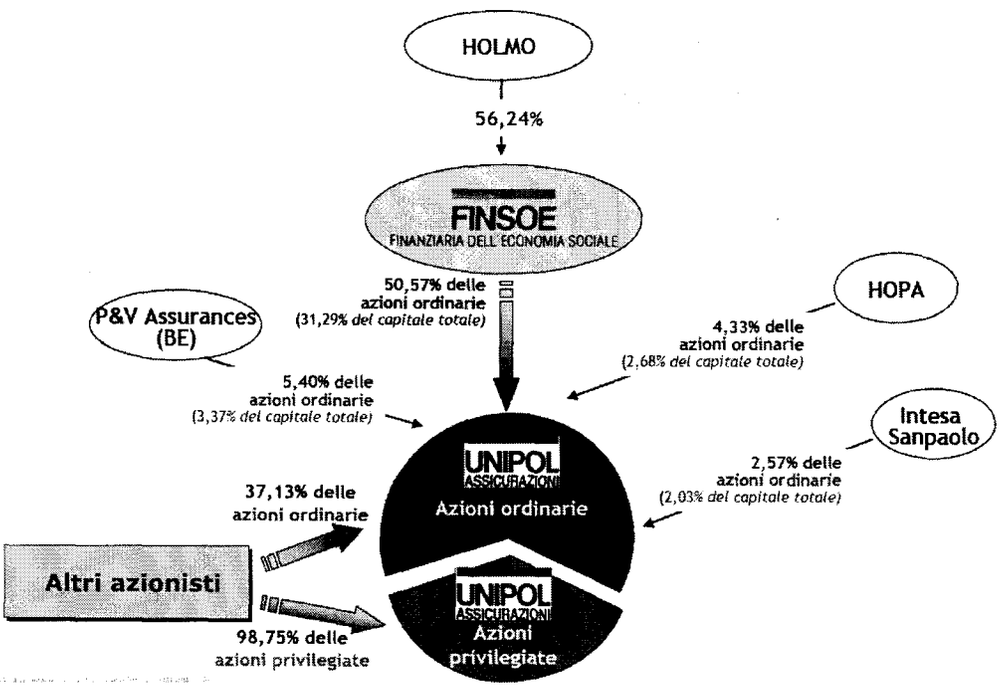
3. IL GRUPPO UNIPOL ED IL MERCATO ASSICURATIVO IN ITALIA

3.1 IL GRUPPO UNIPOL OGGI

Il gruppo facente capo a Unipol è uno dei principali gruppi assicurativi italiani. Il Gruppo Unipol è attivo nei rami danni e vita e adotta una strategia di offerta integrata diretta a coprire l'intera gamma dei prodotti assicurativi e finanziari. In tale contesto il Gruppo Unipol è particolarmente attivo anche nel settore della previdenza integrativa, individuale e collettiva, della salute, attraverso la compagnia specializzata Unisalute S.p.A. che conta circa 1 milione di clienti, e in quello bancario, dove dispone di un network distributivo unico tra i gruppi assicurativi italiani, costituito dalle oltre 260 filiali della controllata Unipol Banca.

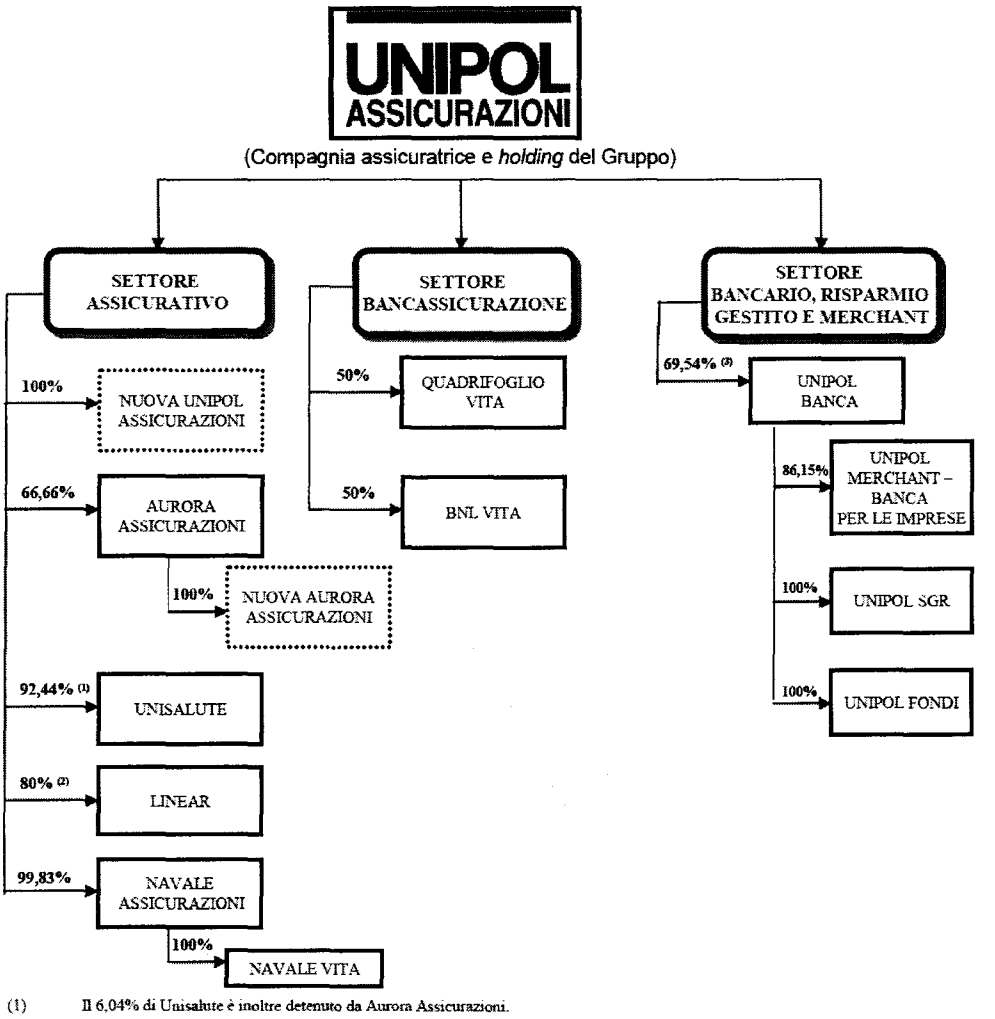
Il Gruppo Unipol è sinteticamente descritto nella seguenti tabelle:

I SOCI DI UNIPOL



MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
€14,62
Agenzia Entrate
0 1 06 040998 611 1

IL GRUPPO UNIPOL



(1) Il 6,04% di Unisalute è inoltre detenuto da Aurora Assicurazioni.

(2) Il 20% di Linear è inoltre detenuto da Aurora Assicurazioni.

(3) Il 14,99% di Unipol Banca è inoltre detenuto da Aurora Assicurazioni.

Al fine di implementare tale strategia di offerta integrata, il Gruppo Unipol ha compiuto negli ultimi anni significativi investimenti sia nel comparto assicurativo sia nel comparto bancario. In particolare, per quanto concerne il comparto assicurativo ha operato: (i) l'acquisizione, nel 2003, del controllo delle attività italiane del gruppo Winthertur, confluite in Aurora in seguito alla fusione con le attività della controllata Meieaurora S.p.A.; e (ii) l'acquisizione, nel 2005, delle attività italiane del gruppo Mutuelles du Mans, costituite dalle società MMI Danni S.p.A., MMI Assicurazioni S.p.A. e MMI Vita S.p.A. Per quanto concerne il comparto bancario, l'acquisizione di 51 sportelli di Banca Intesa nel 2001, di 60 sportelli del gruppo Capitalia nel 2002 e di 22 sportelli del gruppo Banca Antonveneta nel 2004. Tali investimenti e operazioni di acquisizione hanno inciso significativamente sulla struttura del Gruppo Unipol e sui livelli di crescita conseguiti e attesi.

Si legge nel Documento di Offerta che alla data della sua pubblicazione il Gruppo Unipol conta più di 6,5 milioni di clienti, con una rete di circa 4.500 punti vendita assicurativi e bancari.

Al 31 dicembre 2005, il Gruppo Unipol si è posizionato[3] (i) al terzo posto tra i gruppi assicurativi operanti in Italia nei rami danni e vita, con una quota di mercato pari al 9,77%, (ii) al quarto posto nel ramo malattia, con una quota di mercato pari all'11,31%, e (iii) al primo posto per quanto riguarda i fondi pensione, con una quota di mercato pari al 47,81%.

Nel 2006 l'andamento dell'attività assicurativa della società si è confermato su buoni livelli. Il Gruppo Unipol, infatti, ha chiuso il 2006 con un utile netto di 281 milioni di euro, in crescita del 10,6% rispetto ai 254 milioni di euro raggiunti nel 2005. I premi complessivi hanno raggiunto, al termine del 2006, gli 8.784 milioni di euro, in leggera contrazione (- 0,8%) rispetto agli 8.855 del 2005

Il Gruppo Unipol opera nel settore assicurativo secondo una strategia multiramo, sia attraverso le due società principali - la capogruppo Unipol e Aurora - attive nei rami vita e danni, sia attraverso società focalizzate in settori specialistici e innovativi.

In particolare:

Unipol opera in tutti i rami di assicurazione danni e vita (Unipol è inoltre attiva nella gestione di fondi pensione aperti e negoziali). Nel 2005, Unipol ha raccolto complessivamente premi per Euro 3.234 milioni, in crescita rispetto al 2004 di circa il 22,1% e distribuisce i propri prodotti attraverso una rete di 576 agenzie e di 264 filiali Unipol Banca S.p.A., che costituiscono attualmente il riferimento principale del modello distributivo integrato del Gruppo Unipol.

Aurora, anch'essa operante in tutti i rami di assicurazione danni e vita, è la terza compagnia multiramo, per volume di premi, operante in Italia. Costituita nel corso del 2004 a seguito della fusione di Winterthur Assicurazioni S.p.A., Meieaurora S.p.A., NewWin Assicurazioni S.p.A. e Winterthur Vita S.p.A., nel 2005 ha raccolto complessivamente premi per Euro 3.333 milioni (in crescita dell'1,8% rispetto al 2004) e distribuisce i propri prodotti principalmente attraverso 1.149 agenzie.

Le altre principali società del Gruppo sono:

Compagnia Assicuratrice Linear S.p.A. è specializzata nella vendita di polizze auto attraverso canali alternativi (telefono e Internet). Nel 2005 la compagnia ha raccolto complessivamente premi per Euro 162,7 milioni, in crescita del 6,1% rispetto al 2004, raggiungendo, al 31 dicembre, una quota pari a circa il 17,1% nel mercato delle compagnie a vendita diretta[4];

[3] Fonte: ANIA 2005
[4] Fonte: elaborazione Unipol su dati ANIA 2005

Unisalute S.p.A. è specializzata nel ramo malattia e assistenza attraverso la vendita diretta di polizze collettive ad aziende, associazioni ed enti vari, gestite con la tecnica del "*managed care*". Nel 2005, la compagnia ha raccolto premi diretti per Euro 81,9 milioni, in crescita del 10% rispetto al 2004, raggiungendo al 31 dicembre 2005 una quota di mercato nel ramo malattia pari a circa il 4,3%;

Navale Assicurazioni S.p.A., compagnia multiramo operante nel settore danni, nel 2005 ha raccolto premi diretti per Euro 212,5 milioni. Nel corso del 2005 la società ha incorporato le società MMI Danni S.p.A. e MMI Assicurazioni S.p.A. La rete di raccolta della società si avvale attualmente di 196 agenzie plurimandatarie e 224 broker;

Navale Vita S.p.A., compagnia vita controllata al 100% da Navale Assicurazioni S.p.A., nel 2005 ha raccolto premi diretti per Euro 1,4 milioni, in crescita del 3,21% rispetto al 2004.

Ne settore "bancassicurativo" il Gruppo Unipol opera attraverso le seguenti società:

Quadrifoglio Vita S.p.A. (*joint venture* paritetica tra Unipol e Banca Agricola Mantovana S.p.A., appartenente al Gruppo Monte Paschi di Siena) che nel 2005 ha raccolto premi per complessivi Euro 740,9 milioni;

BNL Vita S.p.A. (*joint venture* paritetica tra Unipol e Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., appartenente al Gruppo BNP Paribas) che nel 2005 ha raccolto premi per complessivi Euro 3.008,7 milioni.

Le suddette compagnie distribuiscono i propri prodotti attraverso la rete di vendita, rispettivamente, della Banca Agricola Mantovana S.p.A., costituita da 293 filiali, e della Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., costituita da circa 700 filiali.

Il Gruppo Unipol, infine, come detto, opera anche nel settore Bancario tradizionale e di Merchant Banking, ma di questi non ci occuperemo non essendo tali attività attinenti al ramo d'azienda oggetto del conferimento.

La tabella che segue[5] sintetizza i principali risultati, a livello consolidato, conseguiti dal Gruppo Unipol nel corso del 2005 e del 2006 espressi secondo gli standard contabili internazionali IAS/IRFS:

[5] Tratta dal Bilancio Consolidato Unipol al 31.12.2006

	31/12/2006	31/12/2005
ıccolta assicurativa diretta	**8.784**	**8.855**
riazione %	*-0,8*	*12,3*
di cui premi assicurativi danni	4.061	3.948
riazione %	*2,9*	*2,1*
- di cui premi assicurativi vita	4.695	4.238
variazione %	*10,8*	*45,7*
- di cui prodotti d'investimento	28	669
variazione %	*-95,9*	*-39,8*
Raccolta diretta bancaria	**7.917**	**6.951**
variazione %	*13,9*	*26,7*
Rapporto % Sinistri/Premi rami Danni (al netto della riassicurazione)	**73,1%**	**71,2%**
Rapporto % Spese di gestione nette/Premi netti Danni	**22,3%**	**23,0%**
Spese di gestione nette totali	**1.156**	**1.118**
variazione %	*3,3*	*8,0*
Proventi netti da investimenti e profitti su realizzi	**1.163**	**957**
variazione %	*21,5*	*16,6*
Risultato prima delle imposte	**591**	**482**
variazione %	*22,7*	*11,3*
Risultato consolidato	**362**	**283**
variazione %	*28,0*	*6,4*
Utile netto di Gruppo	**281**	**254**
variazione %	*10,5*	*5,2*

Investimenti e disponibilità	**37.350**	**35.925**
variazione %	*4,0*	*28,6*
Riserve tecniche	**24.042**	**22.249**
variazione %	*8,1*	*19,3*
Passività finanziarie	**10.379**	**10.436**
variazione %	*-0,5*	*6,6*
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	**5.358**	**5.552**
variazione %	*-3,5*	*110,0*

N° dipendenti	**6.595**	**6.405**

3.2 LE PROSPETTIVE DEL GRUPPO UNIPOL

Come detto in precedenza, è opinione del *management* di Unipol che con la complessa operazione societaria di cui si è fatto ampio cenno il Gruppo Unipol potrà concretamente migliorare le proprie risorse competitive sui mercati in cui opera grazie:

- all'efficace azione di governo delle società operative che opererà sia mediante la definizione di una strategia di sviluppo integrato, sia attraverso la verifica dell'implementazione dei singoli piani operativi;

- al coordinamento fra le diverse società assicurative e tra le aree di *business* assicurativa e bancaria, nel perseguimento degli obiettivi a loro assegnati;
- all'efficace gestione dei servizi comuni al fine di **(i)** realizzare le sinergie di scala e di scopo, **(ii)** presidiare in modo unitario i costi del Gruppo e **(iii)** eliminare le attività duplicate all'interno delle società;
- all'efficace gestione delle risorse (finanziarie, professionali, etc.) in modo da consentire la massimizzazione della redditività del Gruppo;
- alla definizione di politiche a tutto tondo di gestione del rischio;
- la puntuale azione di controllo sulle *performance* delle singole aree di *business*;
- alla gestione trasparente e diretta delle relazioni con tutti i soggetti con cui le società del Gruppo Unipol intrattengono rapporti istituzionali.

Per tale motivo è opinione del Consiglio di Amministrazione Unipol che, nel quadriennio 2006/2009, il Gruppo possa attendersi un miglioramento del R.O.E. di oltre 5 punti percentuali, ovvero un aumento dal 9,2%, raggiunto nel 2005, ad un livello prossimo al 14% nel 2009 (calcolato al netto del capitale stimato in eccesso rispetto ai requisiti regolamentari).

Inoltre, secondo il Piano Industriale 2006/2009, è previsto che il complesso delle strategie sopra riportate determini il raggiungimento, a fine progetto, di un utile netto di Gruppo pari a 570 milioni di euro (rispetto ai 254 milioni del 2005), ovvero un utile per azione pari a 0,24 euro (rispetto allo 0,11 euro del 2005).

Vengono qui di seguito riportati le linee strategiche ed i principali obiettivi del Gruppo, così come descritti nel suddetto Piano industriale, suddivisi nei relativi comparti settoriali.

Nel comparto assicurativo, Unipol Assicurazioni S.p.A. mira, in prima battuta, al consolidamento dell'attuale posizione di forza detenuta sul mercato nazionale, nonché ad uno sviluppo sempre maggiore della profittabilità attraverso una crescita generalizzata della raccolta aggregata dei rami diretti. In particolare tale sviluppo verrebbe perseguito mediante linee di azione sia orizzontali al mercato che specifiche al settore. Trattasi, nella prima fattispecie, di un rafforzamento generalizzato, in costanza dell'elevato grado di tecnicità raggiunto negli anni, della capacità di offerta e della performance commerciale, nonché di una riduzione dei costi operativi, realizzando le sinergie ancora inespresse, che potrebbe permettere un miglioramento sensibile nei rapporti sinistri/premi. Relativamente alle linee d'azione specifiche del settore, invece, gli obiettivi da perseguire sarebbero rappresentati dalla valorizzazione delle nuove produzioni, tanto nel ramo Vita, quanto nel Danni.
Complessivamente, la correlazione di tutte le linee di azione descritte dovrebbe aumentare, entro il 2009, i premi emessi del ramo Danni del 5% rispetto al 2005 e del ramo Vita del 5,3%.

Nello specifico:
a) comparto danni: attualmente, la crescita del comparto danni risulta sospinta per lo più dal ramo Non Auto, quale conseguenza di una crescita praticamente nulla del comparto Auto che continua a risentire delle contenute politiche tariffarie praticate

alla clientela. In ragione di ciò tra gli obiettivi del Piano Industriale 2006/2009, oltre ad un incremento ulteriore del settore Non Auto, che si stima possa addirittura implementare la raccolta premi del +6,9%, vi è principalmente il rilancio massiccio del settore Auto, che cercherà di incrementare le entrate del +3,8%.

Complessivamente il piano prevede di raggiungere nel 2009 una raccolta premi pari a circa 4.800 milioni di euro (di cui 2.850 milioni nei segmenti Auto e circa 1.950 milioni nei segmenti Non Auto rispetto ai risultati raggiunti nel 2005 rispettivamente di 2.456 milioni e 1.492 milioni), corrispondenti ad un tasso annuo di crescita composto (*Compound Annual Growth Rate*) del 5%.

Tale risultato, secondo il *management* Unipol, potrà essere perseguito grazie ad una ulteriore personalizzazione del RC Auto ed al lancio di nuovi prodotti CVT, nonché attraverso uno sviluppo della capacità di vendita dei prodotti Non Auto e la riorganizzazione della gamma di offerta del canale distributivo di tutti i prodotti offerti (sofisticati, standardizzati e semplici e poco costosi).

Trasversalmente agli obiettivi sopraccitati, infine, il rilancio commerciale della rete Aurora si auspica possa contribuire ai risultati del Gruppo. D'altra parte, il perseguimento di una sempre migliore integrazione, non solo della Rete Aurora ma di tutta la rete commerciale del Gruppo, realizzando concretamente le sinergie ancora inespresse, consentirebbe di ridurre i costi operativi addirittura del –1,2% sui premi.

Sul versante degli andamenti tecnici dei sinistri, gli obiettivi del Gruppo sono principalmente rivolti ad un contenimento della crescita del costo medio, tramite un miglioramento della gestione dei sinistri e dell'impatto delle procedure di indennizzo, nonché un miglioramento della capacità tariffaria, basata tanto su un database unico per tutte le compagnie quanto su una revisione dei parametri e della mutualità delle tariffe. In ragione di ciò, con una certa approssimazione, il management Unipol presume che l'incidenza della sinistralità (*loss ratio*) potrà essere pari a 70,5% sul complessivo rapporto sinistri/premi, con un incidenza in diminuzione di mezzo punto percentuale rispetto al 2005. In via residuale, quindi, l'*expense ratio* ovvero l'incidenza delle spese complessive, composte tanto dalle spese di acquisizione dei premi, quanto delle spese generali, graveranno del +21,5% sul complessivo *combined ratio* che, in sintesi, si assesterà attorno al 92% (in diminuzione del –1,7% rispetto al 2005).

b) comparto vita: accanto ai buoni risultati ottenuti dalla rete agenziale e dalla raccolta *corporate*, il comportato Vita continua a risentire favorevolmente della ulteriore crescita del comparto di bancassicurazione composto da Quadrifoglio Vita e BNL Vita. In ragione di ciò, gli obiettivi di tale settore sono di grande sviluppo. Attraverso azioni dirette alla innovazione dei prodotti Vita tradizionali (in particolar modo facendo leva sull'allargamento della gamma e la gestione dei pagamenti ricorrenti), nonché attraverso una estensione della gamma e dei prodotti (di particolare attualità sono ad esempio i Fondi pensione e FIP per l'avvio della previdenza integrata), il *management* auspica che il volume dei premi annui equivalenti raggiunga, entro il 2009, i 580 milioni di euro (rispetto ai 470 milioni del

2005), corrispondente ad un C.A.G.R. pari al 5,3%. In particolare, secondo il piano industriale, il valore della nuova produzione potrà raggiungere i 137 milioni di euro (97 milioni nel 2005), corrispondente ad un C.A.G.R. del 9%.

Il Piano Industriale riguarda anche il comparto bancario, dove il comune obiettivo del Gruppo di una migliore redditività verrà perseguito in primo luogo mediante il miglioramento del rapporto *cost/income* ovvero l'incremento dei margini tramite un forte sviluppo dei ricavi. In particolare, il Piano prevede che tale indicatore possa raggiungere, nel 2009, il 56,4% in netta contrazione rispetto all'84,3% del 2005. Tale obiettivo, che è indirizzato ad un allineamento verso le migliori performance del settore, sarà perseguito principalmente attraverso la messa a regime delle filiali aperte di recente (che si prevede genereranno una crescita dei ricavi del 15%), nonché un aumento della produttività commerciale della rete.

Unipol Banca, già da diverso tempo, sta proseguendo la strategia di espansione della rete di vendita raggiungendo, al 30/09/07 (ultimo dato diffuso) il numero di 257 filiali (+7 rispetto a fine 2005) delle quali 138 integrate con agenzie assicurative del Gruppo. Il piano, ambiziosamente ma realisticamente, d'altra parte ipotizza che entro il 2009 la rete di filiali possa arrivare a contare ben 398 sportelli, con particolare estensione alle agenzie con maggiore potenziale commerciale e l'avvio, come precedentemente accennato, dell'integrazione con la rete Aurora. L'attività commerciale, inoltre, sta proseguendo secondo linee strategiche volte ad incrementare le sinergie di clientela, in particolare *retail*, con il comparto assicurativo del Gruppo. Il potenziale dell'integrazione tra i *business* bancario ed assicurativo è, infatti, ancora elevato, in quanto la copertura della clientela assicurativa è ancora limitata (solo il 15% è servito potenzialmente da una filiale Unipol Banca, sebbene le esperienze di successo si stiano diffondendo progressivamente tra gli agenti generando una forte motivazione nella rete.

In sintesi, nell'ambito bancario, il *managment* si aspetta che il R.O.E. aumenti entro la fine del piano del +9,5% (contro il 3,5% annualizzato del primo semestre 2006) con un utile netto che superi i 90 milioni di euro (rispetto ai 16 milioni del primo semestre del 2006).

A livello organizzativo, l'obiettivo del piano industriale è il rafforzamento delle funzioni di *holding* della capogruppo, al fine di aumentare l'integrazione e lo sviluppo coordinato delle aree di business. In particolare è prevista la concentrazione di tutte le attività di "holding" sotto un'unica responsabilità allo scopo di consolidare e rafforzare il ruolo di indirizzo e controllo (*Corporate Center*), rafforzare il rapporto con mercati e *stakeholders*, migliorare la gestione finanziaria e la gestione del rischio, costituire progressivamente un unico presidio per la gestione dei costi operativi, con un approccio integrato su tutte le attività del Gruppo e, infine, potenziare il coordinamento commerciale fra business assicurativo e bancario.
Relativamente alla gestione del capitale, in coerenza con le strategie del Gruppo e con gli obiettivi di profittabilità del Piano, il piano mira alla valorizzazione e la ricerca di opportunità di crescita esterna. In particolare, è prevista l'acquisizione delle principali *minorities* delle controllate (con un impiego del capitale in eccesso di

circa 800 milioni di euro). La rimanente parte del capitale in eccesso potrà messa a disposizione per le eventuali opportunità di crescita che si verranno a sul mercato. Verrà confermata una politica dei dividendi in linea con quell anni passati. Considerando le acquisizioni delle *minorities* citata (800 mil euro), il capitale netto assorbito dalla crescita endogena, (circa 300 milioni di euro) e l'emissione di prestiti subordinati pari a circa 400 milioni di euro, nell'arco del piano risulterebbero disponibili circa 2.000 milioni di capitale regolamentare libero destinato alla crescita del Gruppo.

3.3 IL MERCATO ASSICURATIVO IN ITALIA: SITUAZIONE E PROSPETTIVE

L'industria assicurativa italiana si inserisce in un contesto economico nazionale attualmente contraddistinto da diffusi segnali di ripresa che fanno ben sperare nel superamento di quella fase di stagnazione che ha interessato l'intera economia nelle scorse annualità.

Nel 2006, infatti, la crescita del P.I.L. italiano è risultata pari all'1,9%, in forte accelerazione rispetto allo 0,1% di fine 2005 ma soprattutto rispetto al periodo quadriennale 2001-2005 che ha segnato un tasso medio di sviluppo pari ad appena lo 0,4 % all'anno (eccezion fatta per la ripresa, seppur minima, registrata nel 2004 con un incremento del P.I.L. dell'1,1%).

A sua volta, la soddisfacente *performance* italiana del 2006 va inserita in un contesto che ha visto l'Europa crescere, sebbene molto più lentamente di altre aree geografiche, a ritmi duplicati rispetto all'anno precedente. In particolare, alla fine del 2006, il P.I.L. nell'area €uro si assestava al 2,8% contro l'1,4% dell'anno precedente.

Anche lo sviluppo dell'economia mondiale, nonostante le non poche preoccupazioni, si è mantenuto vigoroso, pur in lieve rallentamento rispetto al ritmo del 2004. Secondo il F.M.I., l'economia mondiale ha continuato ad espandersi a ritmi prossimi al 5% tanto nel 2005 quanto nel 2006. Alla crescita ancora robusta degli Stati Uniti ed al consolidamento della ripresa in Giappone si sono aggiunti tassi di crescita molto elevati in India e Russia, ma soprattutto in Cina (dove il P.I.L. si è assestato addirittura il 9,9%)[6].

Grazie ai positivi andamenti dell'economia, l'anno appena trascorso ha portato un generalizzato contenimento dei deficit nazionali e, anche in Italia, il disavanzo dei conti pubblici è risultato inferiore alle aspettative.

Inoltre, i timori relativi alla dinamica dei prezzi ad oggi destano meno apprensione a fronte soprattutto di un ridimensionamento dei costi e dei consumi energetici, in virtù

[6] I dati relativi allo scenario macroeconomico, ed in particolare del P.I.L. dei diversi Paesi, sono stati estrapolati dei Rapporti annuali offerti dall'ISTAT.

dell'inverno mite appena trascorso. Il costo del petrolio dopo aver raggiunto nuovi massimi nel luglio 2006 (USD 78,3 a barile), si è poi stabilizzato su livelli più contenuti a fine anno (circa USD 60 al barile).

Facile intuire che una simile situazione congetturale possa comportare, a livello internazionale, un generalizzato incremento dei tassi, sia a breve che a medio/lungo termine. La Banca Centrale statunitense (F.E.D.), dopo i ripetuti interventi del 2006, ha nuovamente incrementato i propri tassi ufficiali portandoli, nella seduta del 08/03/07, al 5,25% (dal 2,25% di inizio 2005 e dal 4,50 del 01/02/06). Dal canto suo, la Banca Centrale Europea, durante la seduta del 08/03/07, ha comunicato il primo aumento dei tassi ufficiali del 2007 al 3,75%, con effetto dal 14 marzo 2007. L'ultimo aumento, che fa seguito ai quattro aumenti decisi nel 2006 che avevano portato il tasso dal 2,50% al 3,50%, rappresenta, in altre parole, la prima stretta varata nel 2007, che porta il costo del denaro sul livello del settembre 2001, ai tempi degli attacchi terroristici alle *Twin Towers*.

A completare il quadro economico appena delineato possiamo, infine, riferire che le stime del 2006 mostrano un miglioramento dei tassi di disoccupazione. In Italia si è scesi dal 7,7% di fine 2005 al 7,0%, in linea anche in questo caso con la flessione del dato europeo: nell'area Euro si è passati dall'8,6% del 2005 al 7,8% del 2006.

Non è quindi un caso che, nella delicata fase di transizione economica appena delineata, si sia assistito ad un posizionamento a livelli molto bassi dell'indice di fiducia, tanto delle famiglie quanto delle imprese, e ad una contestuale richiesta da parte dell'intera società di maggiore sicurezza. E' pertanto in questo ambito che va ricercata la ragione per cui il peso dell'assicurazione, quantomeno fino a tutto il 2005, sia stato in forte crescita. Il sistema assicurativo, infatti, consente a fronte della stipula di polizze, di ridurre la vulnerabilità della società e del sistema produttivo attraverso una più efficiente allocazione del rischio tra i diversi soggetti economici.

Anche in Italia, negli ultimi vent'anni, l'andamento della raccolta dei premi assicurativi testimonia un ruolo sempre più rilevante delle assicurazioni nel mercato. La crescita dei premi nel 2005 non fa che confermare una tendenza di più lungo periodo, sebbene rimanga un divario significativo nello sviluppo assicurativo fra il nostro Paese e le maggiori realtà europee.

Nel 2005 l'incremento del tasso di crescita della raccolta premi in Italia è stato dell'8,7% (in termini reali pari al 6,8%). Tale incremento è da attribuirsi sostanzialmente al ramo Vita per un ammontare pari al 12% (contro appena il 4,5% nel 2004), con una incidenza del 66,9% sul portafoglio italiano.
L'assicurazione sulla vita continua a riscuotere il favore dei risparmiatori italiani, sebbene si ritiene che tale mercato possa ancora esprimere grandi margini di sviluppo. Se, infatti, in termini di premi siamo ormai a livelli paragonabili a quelli degli altri principali paesi europei, in termini di consistenza siamo ancora da essi lontani: a fronte del nostro 25%, il rapporto tra riserve tecniche e P.I.L. è pari all'80% nel Regno Unito, al 50% in Francia e in Olanda e al 28% in Germania.

Il comparto Danni ha proseguito nel 2005, così come negli anni precedenti, ad un tasso di crescita abbastanza modesto (+2,5%); la crescita è stata determinata quasi esclusivamente dal settore Non Auto poiché il portafoglio relativo al comparto Auto ha visto decrescere la propria incidenza sia rispetto al settore Danni (dal 59,9% del 2004 al 58,7% del 2005) sia sulla raccolta diretta complessiva (dal 21% del 2004 al 19,4% del 2005).

Nella seguente tabella si riporta il valore dei premi del portafoglio diretto italiano distinti per settore d'attività fino al 2005 (milioni di euro):

PREMI DEL PORTAFOGLIO DIRETTO ITALIANO												
	2000	2001	Var. annua %	2002	Var. annua %	2003	Var. annua %	2004	Var. annua %	2005	Var. annua %	% sul tot. 2005
Danni	27.875	29.926	7,4	32.415	8,3	34.213	5,5	35.411	3,5	36.308	2,5	33,1
Vita	39.784	46.329	16,5	55.294	19,4	62.780	13,5	65.627	4,5	73.470	12	66,9
TOT	**67.659**	**76.255**	**12,7**	**87.709**	**15**	**96.993**	**10,6**	**101.039**	**4,2**	**109.779**	**8,7**	**100**

In controtendenza invece il 2006 dai cui primi dati ufficiali (periodo gennaio-settembre) si evince che la raccolta assicurativa in Italia si è attestata a 76,4 miliardi, registrando un calo del 3,6% rispetto allo stesso periodo del 2005. La battuta d'arresto deriva principalmente dai risultati raggiunti dai rami Vita che chiudono i primi nove mesi con un decremento della raccolta del 6,4%, accentuando la contrazione del 3,7% registrata nel primo semestre 2006. Tale riduzione si ritiene sia stata concretamente dovuta al forte rallentamento dell'attività svolta attraverso il canale bancario e ad una flessione della raccolta abbastanza generalizzata nei principali rami ministeriali.

A fronte di un comparto Vita decisamente debole, d'altra parte, il portafoglio rami Danni è cresciuto del 2,3% rispetto al fine 2005 e del 1,9% rispetto ai primi nove mesi del 2005. In particolare, nei rami Danni si stima una crescita in linea con quella del 2005 (2,5%), influenzata, anche per il 2006, dal ramo R.C. Auto che dovrebbe aumentare in misura limitata (1,0%) per effetto di incrementi tariffari (sebbene si auspichi che tali incrementi siano contenuti grazie al miglioramento dei risultati tecnici del settore registrato negli anni passati e dalle novità introdotte dal decreto Bersani in materia di indennizzo diretto).

Venendo al numero delle imprese assicurative che operano nel territorio vediamo come le stesse risultino essere in continuo calo, in linea d'altra parte con l'andamento di tutti i paesi dell'Unione Europea[7].

[7] Dati diffusi dall'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (I.S.V.A.P.).

Nella seguente tabella si riproduce il numero delle imprese, nazionali ed estere, che hanno esercitato dal 2000 al 2005 attività assicurativa in Italia.

ANNI	IMPRESE NAZIONALI				RAPPRESENTANZE DI IMPRESE ESTERE			TOTALE IMPRESE NAZIONALI ED ESTERE
						con sede in un Peese UE		
	Società per azioni	Società cooperative	Società mutue	Totale	con sede in un Paese Extra UE	vigilanza esercitata dall'Isvap	vigilanza esercitata dagli Organi di controllo dei rispettivi paesi d'origine	
2000	194	1	6	201	3	4	44	252
2001	194	1	5	200	3	5	48	256
2002	190	1	3	194	3	5	49	251
2003	185	1	3	189	3	6	51	249
2004	175	1	3	179	4	6	57	246
2005	170	1	3	174	4	5	62	245

Come si evince dalla tabella, alla fine del 2005 le imprese assicurative nazionali operanti sul territorio erano 174 (cinque in meno rispetto all'anno prima), di cui 170 società per azioni e solo 4 erano società cooperative o mutue.

I primi dati diffusi dall'I.S.V.A.P. relativi al 2006, peraltro, rilevano che la situazione di progressiva diminuzione delle società assicurative operanti in Italia non è andata modificandosi neanche in tale anno: al 30/04, ultimo dato ufficiale, le imprese nazionali operanti nel mercato assicurativo erano 171 (di cui 167 società per azioni, 1 società cooperativa e 3 società mutue). Le rappresentanze estere con sede in un paese Extra U.E. risultano essere sempre 4, mentre continuano a diminuire anche le imprese con sede nell'U.E. (quantificate a 62)[8].

In relazione al settore di attività, le imprese nazionali assicurative nel 2005 si ripartivano come segue[9]:

Imprese nazionali	174
- Ramo Vita	72
- Ramo Danni	80
- Multiramo	19
- Riassicuratrici	3

[8] Dati diffusi dall'Associazione nazionale tra le Imprese Assicuratrici (A.N.I.A.).

[9] Il numero delle imprese vita si è ridotto di quattro unità rispetto all'anno precedente per l'effetto congiunto dell'autorizzazione di una nuova impresa e della cessazione di altre cinque a seguito di operazioni di incorporazione, trasferimento di portafoglio e di decadenza dall'autorizzazione. Contestualmente, le imprese italiane operanti nei rami danni sono diminuite di una unità, a seguito dell'autorizzazione di due nuove imprese, due operazioni di fusione e una decadenza dall'autorizzazione.

Nel contesto appena descritto, la Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. rappresenta una delle principali aziende attualmente operante nel settore. Come precedentemente ricordato, nata nel 1963, già nella prima metà degli anni '80 entra a far parte dei primi dieci Gruppi assicurativi italiani e nel 1986 viene quotata in Borsa.

Ad oggi la suddetta società è il terzo operatore assicurativo tra quelli presenti sul mercato italiano e, con forti alleanze consolidate (in Italia e in Europa), è attiva nel settore dei servizi assicurativi, combinando in pratica l'esercizio di ogni specie di assicurazione e riassicurazione.

Dal 13 ottobre scorso il titolo Unipol è entrato a far parte dell'indice S&P/Mip, ovvero dell'indice di riferimento per il mercato azionario italiano che comprende i quaranta titoli quotati maggiormente rilevanti, consentendogli quindi ampia visibilità anche sui mercati esteri.

L'andamento dei dati recenti di Unipol si conforma all'andamento del mercato assicurativo nazionale testé descritto. I premi complessivi raccolti da Unipol, tanto nel ramo Danni che in quello Vita, hanno fatto registrare nel 2006 un tasso di decremento pari al -6,2% rispetto all'anno precedente. Decremento determinato da una riduzione del 13,07% del Vita (che nel precedente esercizio aveva beneficiato dell'ingresso nelle risorse di un importante fondo pensione ed una consistente produzione di contratti di capitalizzazione) e da un incremento positivo, seppur di poco, rappresentato dal Danni (+2,11%).

La tabella che segue sintetizza i suddetti dati (milioni di euro):

RAMI	2005	Comp %	2006	Comp %	Variaz. 2006/2005	Var. % 2006/05
LAVORO DIRETTO ITALIANO						
DANNI	1.428,9	44,8	1.475,7	49,01	46,8	**3,28%**
VITA	1.759,7	55,2	1.528,9	50,9	(230,8)	**-13,12%**
TOTALE LAV. DIRETTO	3.188,6	100	3.004,6	100	(184,0)	**-5,77%**
LAVORO INDIRETTO						
DANNI	41,9	92	26,1	86,5	(15,8)	**-37,71%**
VITA	3,7	8	4,1	13,05	0,4	**10,81%**
TOTALE LAV. INDIRETTO	45,6	100	30,2	100	(15,4)	**-33,77%**
PREMI COMPLESSIVI	**3.234,2**		**3034,8**		(199,4)	**-6,17%**
TOTALE						
TOT DANNI	1.470,8	45,48%	1.501,8	49,49%	31,0	**2,11%**
TOT VITA	1.763,4	54,52%	1.533,0	50,51%	(230,4)	**-13,07%**
PREMI COMPLESSIVI	**3.234,2**	**100**	**3.034,8**		(199,4)	**-6,17%**

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Agenzia Entrate
00016528 00000752
00051952 26/03/2007
0001-00009
IDENTIFICATIVO
0 1 06 040998 608 7

4. IL CONFERIMENTO

4.1 IL RAMO D'AZIENDA OGGETTO DI CONFERIMENTO: SINTESI E RINVIO

Come già detto, oggetto del conferimento è il complesso aziendale assicurativo oggi esistente in capo alla controllante Unipol composto da quell'insieme coordinato di beni, materiali ed immateriali, e di servizi organizzati per lo svolgimento di tale attività in forma di impresa.

Come precisato nella Relazione di accompagnamento alla Situazione Patrimoniale di Conferimento (all. 4) il ramo conferito è costituito dagli elementi patrimoniali rappresentati, in sintesi, da:

all'attivo:

- gli attivi materiali relativi a provvigioni di acquisizione, avviamento e parte dei costi pluriennali (vengono escluse nella voce Costi di impianto e di ampliamento le Spese per aumento capitale sociale);
- gli investimenti in terreni, fabbricati, in azioni, obbligazioni, fondi comuni di investimento, in altri strumenti finanziari, investimenti finanziari diversi a copertura delle riserve danni e vita, i depositi presso imprese cedenti e una parte dei finanziamenti (vengono esclusi i prestiti con garanzia reale);
- gli investimenti partecipativi che non sono relativi alle società assicurative e bancarie del gruppo (ad eccezione di quella parte delle azioni di Aurora Assicurazioni S.p.A., Unipol Banca S.p.A. e BNL Vita S.p.A. che sono attribuite alle gestioni separate e che vengono conferite con esse);
- tutti gli investimenti a beneficio di assicurati dei rami vita i quali sopportano il rischio e derivanti dalla gestione dei fondi pensione;
- tutte le riserve tecniche a carico dei riassicuratori;
- tutti i crediti derivanti da operazioni di assicurazione diretta e di riassicurazione diretta, nonché gli altri crediti;
- parte delle disponibilità liquide e delle attività diverse (vengono escluse le imposte anticipate legate a situazioni cristallizzate e anche i cespiti, che vengono gestiti a livello di gruppo);
- ratei e risconti per interessi relativi ai titoli conferiti;

al passivo:

- tutte le riserve tecniche del ramo danni (riserva premi, sinistri, di perequazione e altre) e del ramo vita (riserve matematiche, premi delle assicurazioni complementari, per somme da pagare, per partecipazione agli utili e ristorni, altre);
- tutte le riserve tecniche allorché il rischio dell'investimento è sopportato dagli assicurati e riserve derivanti dalla gestione dei fondi pensione;
- fondi per rischi ed oneri relativi alla parte di imposte limitatamente riferibile ai beni oggetto di conferimento, ad altri accantonamenti legati ad elementi conferiti;
- tutti i depositi ricevuti dai riassicuratori;
- tutti i debiti derivanti da operazioni di assicurazione diretta e di riassicurazione diretta, nonché la parte del TFR relativa ai dipendenti trasferiti; tra gli altri debiti sono trasferiti i debiti per imposte a carico degli assicurati, per oneri tributari diversi, verso enti assistenziali e previdenziali (la parte dei dipendenti trasferiti) e i debiti diversi, ad eccezione del debito nei confronti dei soci per dividendi non riscossi e parte dei debiti nei confronti dei dipendenti rimasti nella holding e verso i fornitori;
- tutte le altre passività ad eccezione delle fatture da ricevere e di partite afferenti al personale (es. accantonamento per ferie ecc.) relative a coloro che rimangono nella holding;
- tutti i ratei e risconti passivi ad eccezioni dei ratei sui prestiti obbligazionari subordinati e dei punti termini relativi a titoli che rimangono nella holding.

Il ramo di azienda oggetto di Conferimento sarà trasferito con tutti i rapporti giuridici, beni, diritti attività e passività ad essi inerenti. In particolare saranno oggetto di trasferimento:

- contratti di coassicurazione;
- contratti di riassicurazione attiva e passiva;
- contratti di Agenzia;
- lettere di brokeraggio;
- accordi commerciali per la distribuzione dei prodotti;
- contratti di conto corrente bancari e di conto deposito titoli;
- contratti di locazione attivi e passivi;
- contratti di lavoro subordinato e convenzioni ad essi correlati, contratti di collaborazione coordinata e continuativa e a progetto;
- diritti derivanti dalla partecipazione a gare od appalti;
- contratti relativi a depositi e/o cauzioni presso enti vari;
- contratti di consulenza;
- contratti di certificazione dei fondi interni assicurativi e dei Fondi pensione;
- incarichi conferiti a terzi per attività correlate allo svolgimento dell'attività assicurativa;
- contratti relativi alla gestione e manutenzione dei beni immobili;
- lettere di credito ed altri contratti di garanzia;
- contratti di sponsorizzazione;

- obblighi e diritti derivanti da accordi stipulati in via preliminare;
- obbligazioni non estinte alla data di conferimento, derivanti da contratti delle tipologie sopra elencate, anche nel caso in cui detti contratti non siano più in essere.

Con riferimento ai rapporti di lavoro dipendente oggetto di conferimento, si precisa che si prevede il trasferimento dei rapporti riferiti ai prestatori di attività funzionali al ramo d'azienda trasferito, per un totale di n. 411 unità, così suddivisi:

- Dirigenti n. 16
- Funzionari n. 68
- Impiegati n. 314
- Altri n. 13

Nel compendio aziendale assicurativo conferito è quindi compreso tutto il portafoglio assicurativo e tutte le connesse attività strumentali ad oggi svolte da Unipol nonché tutti i relativi contratti di impresa, in modo da garantirne la sostanziale prosecuzione dell'attività assicurativa in capo alla società conferitaria.

Non rientrano nel perimetro del Conferimento gli attivi materiali e le scorte, ritenuti funzionali all'attività di gestione centralizzata degli acquisti e dei servizi generali, che rimarrà in capo alla conferente Unipol; sono altresì esclusi dal conferimento, come già ricordato, (i) le partecipazioni in società assicurative e bancarie del Gruppo, (ii) le funzioni di indirizzo, quali ad esempio le attività relative alla pianificazione e controllo e alle strategie e politiche del personale, (iii) i servizi condivisi, quali ad esempio l'attività di gestione delle risorse finanziarie e dell'informatica, nonché le attività di acquisti e servizi generali e (iv) altre attività di supporto alle società partecipate, quali ad esempio la gestione dei sinistri e la pianificazione e sviluppo delle reti distributive unitamente a tutti i rapporti giuridici, beni, diritti, attività e passività i cui servizi verranno tuttavia assicurati dalla conferente che, come detto più volte, oltre a divenire *holding* assumerà il ruolo di direzione strategica indirizzo e coordinamento delle società controllate, compresa la conferitaria.

Nella sostanza si può dire che il complesso aziendale oggetto di conferimento presenta elementi di funzionalità che coincidono con quelli attuali della conferente.

4.2 PREMESSA NORMATIVA CIVILISTICA E FISCALE

Lo strumento giuridico prescelto per attuare il trasferimento di detto ramo aziendale in una società costituita *ad hoc* è quello del conferimento in natura previsto dagli artt. 2342 e ss. del Cod. Civ.

Il conferimento di capitale in società può avvenire infatti sia in denaro che, questo caso, "in natura" mediante cioè l'apporto in società di beni che, i caso, sono costituiti da un ramo d'azienda.

Attraverso questa operazione, il ramo aziendale viene apportato ad altra società di cui il soggetto conferente riceve, a titolo di corrispettivo, azioni o quote.

Il conferimento può riguardare l'intera azienda o, come nel caso di specie, un ramo azienda.

Come detto la normativa civilistica di riferimento è contenuta negli artt. 2342 e segg. del Cod. Civ. L'art. 2343 in particolare stabilisce che *"chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare una relazione giurata di un esperto designato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti."*

Lo scrivente pertanto, trattandosi del conferimento di un ramo aziendale, dovrà provvedere a identificare e descrivere le componenti attive e passive del patrimonio aziendale oggetto di conferimento e successivamente ad applicare alle stesse i criteri di valutazione più consoni al caso di specie al fine di dare una valutazione che sia affidabile.

Dall'esame della norma si rileva come il perito sia libero di scegliere i metodi valutativi che ritiene più idonei, a condizione che vengano illustrati nella relazione.

La norma prevede inoltre che: *"Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistono fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società"*

La teoria economico-aziendale[10] e la pratica professionale giudicano affidabile una stima, e quindi il valore che ne consegue, quando questa si ispira a principi di (i) razionalità, nel senso che la stima deve derivare da un processo logico chiaro, convincente e obiettivo, e come tale largamente condivisibile; (ii) dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula valutativa grandezze supportate da dati controllabili e aventi un accettabile grado di credibilità; (iii) unitarietà, nel senso che la stima deve portare ad un valore unitario dell'azienda, piuttosto che derivare dalla somma di singoli elementi considerati

[10] Si vedano, tra gli altri, L.Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA Milano 1998; P.Capaldo, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè Milano 1998; M.Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino Bologna 1998.

disgiuntamente tra di loro; (iv) neutralità, nel senso che la stima non deve essere influenzate da scelte meramente soggettive, arbitrarie o immotivate.
In più, trattandosi, quella della presente fattispecie, di stima che deve garantire la certezza del capitale conferito, è necessario che la stessa sia ispirata anche al generale principio di prudenza.

Poiché si tratta di determinare il valore corrente di un'azienda in funzionamento, come vedremo più diffusamente nel prosieguo, le tecniche di valutazione da applicarsi, affinché il risultato ottenuto abbia le caratteristiche di affidabilità di cui si è detto, dovranno non solo tener conto della consistenza patrimoniale della stessa, ma anche e soprattutto dell'effettiva capacità dell'azienda a produrre nel tempo flussi correnti di reddito e di cassa.

Negli ultimi anni si è assistito infatti a una profonda evoluzione dei metodi di valutazione delle aziende, evoluzione che ha visto il progressivo migrare da approcci tipicamente patrimoniali a quelli sempre più legati alla capacità dell'azienda di produrre redditi, evolutisi poi, a loro volta, in una visione più finanziaria che reddituale. Dal concetto di patrimonio degli anni settanta/ottanta si è passati a quello dell'utile: il Return on Equity (ROE) e il Price/Earning (P/E) delle società hanno guidato la selezione degli investimenti negli anni novanta. Dopo di che la discesa dell'inflazione, l'avvento dell'euro e la considerevole riduzione dei tassi di interesse anche in Italia hanno portato con sé, anche nel nostro Paese, metodologie già note oltre oceano, meno orientate alla valorizzazione della solidità del patrimonio delle aziende e più inclini a valorizzare la loro capacità di generare in prospettiva flussi positivi di cassa. Ma su questi temi torneremo in maniera più diffusa laddove illustreremo i criteri di valutazione disponibili e quelli adottati.

Non si deve comunque dimenticare, da un punto di vista generale, che la stima in questione è richiesta dal legislatore a tutela dei creditori sociali della conferitaria, dei futuri acquirenti delle sue azioni o di eventuali soggetti che potranno conferire in danaro, in modo che il conferimento in natura non venga valutato per un importo superiore a quello del suo effettivo valore[11] (ovvero che non ci sia, in sostanza, annacquamento del capitale); essa pertanto dovrà essere concretamente improntata a criteri di prudenza e, in ogni caso, per la sua specificità, non potrà essere utilizzata per finalità diverse e, in particolare, per valutazioni di mercato.

Dal punto di vista fiscale il conferimento viene effettuato, ai fini dell'imposizione diretta, in regime di cd. "doppia sospensione di imposta", ai sensi dell'art. 176 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi.

Tale norma prevede che i conferimenti di azienda (o rami d'azienda), effettuati in regime di doppia sospensione di imposta, non comportino il realizzo né di plusvalenze né di minusvalenze fiscalmente rilevanti.

[11] Nel caso di specie in realtà la società conferitaria è già interamente posseduta dalla conferente e non sono previsti né l'ingresso di altri soci né conferimenti in denaro

In sostanza, l'adozione di tale regime attribuisce alla società conferente e alla società conferitaria la possibilità di determinare liberamente il valore di iscrizione, nella propria contabilità, rispettivamente delle partecipazioni ricevute e del ramo d'azienda (purché, naturalmente, tale valore non ecceda quello espresso dalla presente perizia). Tuttavia, indipendentemente dai valori contabili attribuiti: **(i)** la società conferente assume come valore fiscale della partecipazione ricevuta l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto al ramo d'azienda conferito; **(ii)** la società conferitaria subentra nelle posizioni fiscali della società conferente relative ai beni componenti il ramo d'azienda ricevuto. In tal modo qualora ai beni conferiti vengano attribuiti valori contabili differenti da quelli fiscali si potrebbe verificare un disallineamento tra valori contabili e valori fiscali, del quale deve essere data evidenza in un apposito prospetto di riconciliazione da allegare alla dichiarazione dei redditi.

Nel caso di specie, tuttavia, il Conferimento, come ricordato poc'anzi, avviene ai valori contabili della conferente, per cui un eventuale disallineamento fiscale-contabile si avrà nella conferitaria solo se già presente nella conferente.

Ai fini delle imposte indirette, i conferimenti costituiscono un'operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, comma 3, lettera b), del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633. Secondo tale norma, infatti, non sono considerate cessioni rilevanti ai fini IVA i conferimenti in società che hanno per oggetto aziende o rami di azienda.

Per quanto concerne l'imposta di registro, i conferimenti, ai sensi dell'art. 4, lettera b), della Parte Prima della Tariffa allegata al D.p.r. 26 aprile 1986, n. 131, sono soggetti ad imposta fissa nella misura di € 168,00.

4.3 AUTORIZZAZIONI AMMINISTRATIVE

Affinché la società conferitaria possa esercitare l'attività della conferente è necessario il rilascio di apposita concessione dell'autorizzazione da parte dell'ISVAP alla società conferitaria.

Tale concessione, si legge nel "Documento di Offerta" potrebbe a termini di legge, richiedere fino ad un massimo di 120 giorni (nel corso dei quali è previsto che intervenga anche l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa da parte della società conferitaria).

Nell'ambito dell'Operazione, è richiesta inoltre l'autorizzazione della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione all'esercizio dell'attività di gestione dei fondi pensione aperti svolta da Unipol in conformità alla normativa applicabile. Il termine per il rilascio di detta autorizzazione è fissato in 60 giorni.

Come già anticipato, Unipol, con raccomandata in data 2 febbraio 2007 (all.2), ha richiesto all'ISVAP l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività assicurativa da parte delle società conferitarie dei rami di azienda assicurativi rispettivamente di

Unipol e di Aurora e alla cessione in favore delle stesse delle aziende assicurative rispettivamente di Unipol e di Aurora.

4.4 DESCRIZIONE ED ANALISI DEGLI ELEMENTI PATRIMONIALI OGGETTO DEL CONFERIMENTO

Il ramo d'azienda oggetto di conferimento è come ripetuto quello avente a oggetto l'attività di assicurazione, comprensivo di tutti i rapporti giuridici, beni, diritti, attività e passività ad esso inerenti sommariamente descritti *supra* al paragrafo 4.

Dal punto di vista contabile, lo stato patrimoniale di conferimento [i cui dettagli sono riportato negli allegati 5 subb 1-26] può essere sinteticamente espresso come segue:

STATO PATRIMONIALE DI CONFERIMENTO			
	ATTIVO		
B.	ATTIVI IMMATERIALI		32.095.808
C.	INVESTIMENTI		7.892.743.173
	I - Terreni e fabbricati	550.541.966	
	II - Investimenti in imprese del gruppo ed in altre partecipate	984.494.419	
	III - Altri investimenti finanziari	6.337.044.335	
	IV - Depositi presso imprese cedenti	20.662.453	
D.	INVESTIMENTI A BENEFICIO DI ASSICURATI DEI RAMI VITA I QUALI NE SOPPORTANO IL RISCHIO E DERIVANTI DALLA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE		1.125.430.802
D.	bis RISERVE TECNICHE A CARICO DEI RIASSICURATORI		90.711.753
E.	CREDITI		434.720.970
F.	ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO		342.135.633
	II - Disponibilità liquide	300.320.870	
	IV - Altre attività	41.814.763	
G.	RATEI E RISCONTI		84.260.492
	TOTALE ATTIVO		10.002.098.631
	PASSIVO		
C.	RISERVE TECNICHE		7.913.728.927
	I - RAMI DANNI	2.329.718.321	
	II - RAMI VITA	5.584.010.606	
D.	RISERVE TECNICHE ALLORCHE' IL RISCHIO DELL'INVESTIMENTO E' SOPPORTATO DAGLI ASSICURATI E RISERVE DERIVANTI DALLA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE		1.125.430.802
E.	FONDI PER RISCHI E ONERI		7.968.268
F.	DEPOSITI RICEVUTI DA RIASSICURATORI		35.936.434

G.	DEBITI E ALTRE PASSIVITA'		214.261.977
H.	RATEI E RISCONTI		4.772.223
	TOTALE PASSIVO		9.302.098.631

Il patrimonio netto di conferimento, dato dalla differenza fra attività e passività trasferite alla conferitaria, ammonta a euro 700.000.000 (settecento milioni).

La composizione e la natura delle voci sopra esposte dettagliata nei prospetti allegati viene di seguito commentata.

ATTIVI IMMATERIALI (VOCE B)

La voce "attivi immateriali" ammonta a euro 32.096 migliaia, ed è così costituita:

- provvigioni di acquisizione da ammortizzare per 28.653 migliaia di euro, delle quali 10.399 migliaia relative ai rami Vita e 18.254 migliaia ai rami Danni;
- quota residua dell'avviamento pagato sulle acquisizioni di portafoglio per euro 1.260 migliaia, relativi all'acquisizione di portafoglio da A.I.P. Assicurazioni S.p.A.;
- euro 2.183 migliaia, costituiti principalmente da spese incrementative su immobili non di proprietà.

Le provvigioni di acquisizione sui contratti a durata pluriennale relativi ai rami Danni sono differite ed ammortizzate (in conto) a quote costanti in un periodo di tre anni, con inizio in quello in cui tali costi sono sostenuti, mentre per i rami Vita tali provvigioni vengono ripartite in base alla durata delle polizze, e comunque per un periodo non superiore a dieci anni. Tutto ciò in conformità a criteri prudenziali rispondenti anche al principio della competenza economica.

INVESTIMENTI (VOCE C)

TERRENI E FABBRICATI (VOCE C.I)

Sono costituiti dagli immobili indicati nel sotto riportato prospetto, valorizzati come segue :

MARCA DA BOLLO
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Agenzia Entrate
0 1 06 040998 606 4

RELAZIONE DI STIMA EX ART. 2343 COD. CIV. DEL RAMO D'AZIENDA ASSICURATIVO DELLA COMPAGNIA ASSICURATRICE UNIPOL S.P.A.

Nr. Imm.	Ubicazione	Valori contabili in unità di Euro al 31/12/2006	Fondo Ammortamento in unità di Euro al 31/12/2006	Plusvalenza	Valore netto conferimento	di cui USO IMPRESA	di cui USO TERZI
41	NUORO - VIA L.DA VINCI 40	34.530,95	14.669,56	0,00	19.861,39	19.861,39	0,00
69	GENOVA - VIA XX SETTEMBRE 1	880.759,15	339.682,54	0,00	541.076,61	541.076,61	0,00
81	BOLOGNA - VIA STALINGRADO 45-53	56.646.115,54	15.603.312,29	0,00	41.042.803,25	24.724.134,82	16.318.668,43
85	MODENA - VIA S.FAUSTINO 155	153.966,88	0,00	0,00	153.966,88	0,00	153.966,88
121	COMO - VIA F.LLI ROSSELLI 13	246.592,08	38.634,09	0,00	207.957,99	10.275,43	197.682,56
128	PIACENZA - LARGO ERFURT 7	157.541,54	0,00	0,00	157.541,54	0,00	157.541,54
130	LECCO - VIA BESONDA 11	483.834,58	0,00	0,00	483.834,58	0,00	483.834,58
138	ANCONA - VIA 29 SETTEMBRE 2	222.015,07	94.422,19	0,00	127.592,88	127.592,88	0,00
158	PORTOFERRAIO - VIA CACCIO' 112	37.693,53	0,00	0,00	37.693,53	0,00	37.693,53
165	MESTRE - C.SO DEL POPOLO 146/C	244.685,35	129.971,48	0,00	114.713,87	114.713,87	0,00
171	MODENA - VIA VENCESLAO SANTI 14	874.245,23	0,00	0,00	874.245,23	0,00	874.245,23
185	FERRARA - P.TTA TOTI 10-12/VIA PIAVE 74	730.490,36	34.552,14	0,00	695.937,22	76.841,33	619.095,89
194	VICENZA - VIA VERONA 35	47.860,60	0,00	0,00	47.860,60	0,00	47.860,60
196	BRINDISI - VIA TOR PISANA 102	156.636,98	0,00	0,00	156.636,98	0,00	156.636,98
200	ALESSANDRIA - V.SPALTO MARENGO 11 PAL.PACTO	66.530,97	33.580,96	0,00	32.950,01	32.950,01	0,00
203	CAGLIARI - VIA ASPRONI 24	80.358,03	0,00	0,00	80.358,03	0,00	80.358,03
211	ORISTANO - P.ZZA ROMA PAL. SOTICO	40.047,10	0,00	0,00	40.047,10	0,00	40.047,10
215	PORTOGRUARO - VIALE CADORNA 8	75.892,33	0,00	0,00	75.892,33	0,00	75.892,33
218	UDINE - VIA PRADAMANO 4	143.415,15	0,00	0,00	143.415,15	0,00	143.415,15
233	CARPI - V.LE MANZONI 62/D	170.898,24	0,00	0,00	170.898,24	0,00	170.898,24
239	BOLOGNA - VIA BIGARI 5	241.970,91	0,00	0,00	241.970,91	0,00	241.970,91
253	BOLOGNA - VIA MENTANA 2	1.486.240,71	0,00	513.759,29	2.000.000,00	0,00	2.000.000,00
257	BOLOGNA - VIA ZAGO 2/2	654.078,92	0,00	0,00	654.078,92	0,00	654.078,92
270	REGGIO EMILIA - VIA PREMUDA 42	1.363.041,47	0,00	0,00	1.363.041,47	0,00	1.363.041,47
272	ROMA - P.ZZA ESQUILINO 5/VIA FARINI 5	23.194.028,35	2.763.806,79	0,00	20.430.221,56	6.506.010,87	13.924.210,69
278	MILANO - VIA L. DELLA PILA 61	2.444.562,81	0,00	0,00	2.444.562,81	0,00	2.444.562,81
279	MILANO - VIA SUZZANI 273	1.677.317,21	0,00	0,00	1.677.317,21	0,00	1.677.317,21
294	BOLOGNA - VIA ZACCHI 1-3	727.593,70	0,00	0,00	727.593,70	0,00	727.593,70
297	CRESPELLANO - VIA 2 AGOSTO 1980	5.307.669,65	1.052.032,02	0,00	4.255.637,63	4.255.637,63	0,00
298	BOLOGNA - VIA MARZIALE 17-19-23-31	1.645.113,43	0,00	0,00	1.645.113,43	0,00	1.645.113,43
310	BOLOGNA - VIA ROLLI 7-9	781.000,87	0,00	0,00	781.000,87	0,00	781.000,87
326	PERUGIA - VIA PALERMO 21/A	606.796,87	163.835,17	0,00	442.961,70	442.961,70	0,00
328	CARPI - VIA PERUZZI 2-VIA 3 FEBBRAIO 1	3.215.671,74	0,00	0,00	3.215.671,74	0,00	3.215.671,74
332	FIRENZE - VIA ALAMANNI 41	5.266.871,43	417.231,59	0,00	4.849.639,84	1.172.389,67	3.677.250,17
337	ANCONA - VIA PIZZECOLLI 60	194.947,66	0,00	165.052,34	360.000,00	0,00	360.000,00
338	BOLOGNA - VIA DON BEDETTI/RONCAGLIO	10.549,39	0,00	0,00	10.549,39	0,00	10.549,39
342	ROMA - VIA PIO IV 6	53.752.140,18	9.674.007,59	0,00	44.078.132,59	0,00	44.078.132,59
349	BOLOGNA - VIA DEL GOMITO 1	8.648.256,25	0,00	0,00	8.648.256,25	0,00	8.648.256,25
351	BOLOGNA - VIA CALZONI 8	10.147.950,62	0,00	0,00	10.147.950,62	0,00	10.147.950,62
355	BOLOGNA - VIALE MASINI 26-56	6.589.236,00	0,00	0,00	6.589.236,00	0,00	6.589.236,00
356	BOLOGNA - VIA MAJANI 2	2.555.279,30	0,00	0,00	2.555.279,30	0,00	2.555.279,30
357	SAN DONATO MILANESE - VIA DELL'UNIONE EUROPEA 3	190.425.987,62	2.560.359,32	0,00	177.865.628,30	31.636.881,87	146.228.746,43
358	BOLOGNA - VIA DEL PILASTRO 52	15.615.897,95	0,00	0,00	15.615.897,95	0,00	15.615.897,95
358	BOLOGNA - VIA DEL PILASTRO 52 (TERRENO)	138.000,00	0,00	0,00	138.000,00	0,00	138.000,00
359	BOLOGNA - PIAZZA DELLA COSTITUZIONE 2	79.974.635,67	0,00	0,00	79.974.635,67	0,00	79.974.635,67
360	BARI - VIA SPARANO DA BARI	4.533.565,12	118.402,54	0,00	4.415.162,58	3.828.348,64	586.813,94
361	ROMA - PIAZZA ESQUILINO 12-FARINI 17	41.345.028,78	0,00	0,00	41.345.028,78	0,00	41.345.028,78
362	MESSINA - VIA XXVII LUGLIO 195	8.886.887,39	67.937,40	0,00	8.818.949,99	2.196.642,60	6.622.307,39
363	MARSALA - VIA MOTHIA 2-4-6	153.144,00	0,00	0,00	153.144,00	0,00	153.144,00
364	MISTERBIANCO - VIA LENIN 100-102	263.144,00	0,00	0,00	263.144,00	0,00	263.144,00
365	BOLOGNA - VIA FARINI 12	19.120.282,00	0,00	0,00	19.120.282,00	0,00	19.120.282,00
366	BOLOGNA - VIA GUINIZELLI 17	22.942.828,00	0,00	0,00	22.942.828,00	0,00	22.942.828,00
367	MILANO - PIAZZA CASTELLO 13	16.936.282,00	0,00	0,00	16.936.282,00	0,00	16.936.282,00
369	MARSALA - VIA SALEMI 145	399.483,13	0,00	0,00	399.483,13	0,00	399.483,13
370	BRESCIA - QUARTIERE SANPOLINO (IMMOB. IN CORSO)	430.000,00	0,00	0,00	430.000,00	0,00	430.000,00
		582.969.592,79	33.106.438,07	678.811,63	550.541.965,75	75.686.319,32	474.855.646,43

In sintesi (migliaia di euro):

	Attivo	Fondo	Netto di conferimento
Uso strumentale	99.061	23.375	75.686
Uso terzi	484.157	9.731	474.426
Imm.in corso	430		430
Totale	583.648	33.106	550.542

L'importo conferito è l'intero valore di libro esposto nel bilancio al 31 dicembre 2006, con le seguenti eccezioni:

- immobile sito in Bologna, Via Mentana 2, che viene conferito al valore di 2 milioni di euro, superiore di 514 migliaia di euro rispetto al valore contabile;
- immobile sito in Ancona, Via Pizzecolli 60, conferito al valore di 360mila euro, superiore di 165 migliaia di euro rispetto al valore contabile.

Tali maggiori valori corrispondono ai valori di perizia (all. 10 e 11) determinati da esperti esterni, in possesso dei necessari requisiti, nominati dal Consiglio di Amministrazione, secondo le disposizioni emanate dall'ISVAP.

Il totale complessivo del valore corrente al 31 dicembre 2006, ottenuto come sopra descritto (e quindi confermato da perizia indipendente), è di oltre 615 milioni di euro, con quindi un'eccedenza positiva di circa 65 migliaia di euro rispetto al valore di conferimento.

INVESTIMENTI IN IMPRESE DEL GRUPPO E IN ALTRE PARTECIPATE (VOCE C.II)

La voce comprende:

- partecipazioni in imprese controllate per 626.717 migliaia di euro;

Aurora Assicurazioni S.p.A.	245.525
Unipol Banca S.p.A.	154.014
Midi S.r.l.	55.973
Unifimm S.r.l.	45.076
Smallpart S.p.A.	32.000
SRS S.p.A.	27.988
BNL Vita S.p.A.	66.141
Totale controllate	**626.717**

- partecipazioni in imprese collegate per 5.117 migliaia di euro;

Hotel Villaggio CDM S.p.A.	3.455
Euresa Holding S.A.	1.661
Totale collegate	**5.117**

- partecipazioni in altre imprese per 344.664 migliaia di euro,

Atlantis S.A.	1.557
Sagres S.A.	238
P & V Holding S.A.	8.241
Syneteristiki Insurance S.A.	2.124
The Co-operators Group S.A.	1.232
Banca di Bologna S.c.ar.l.	53
Allnations S.A. Ord	1
Cestar S.r.l.	76
Banca Popolare Etica S.c.ar.l.	52
Cooptecnital S.c.ar.l.	3

Fondazione CESAR	258
Inforcoop S.c.ar.l.	22
UCI S.c.ar.l.	22
Atlantis Vida S.A.	1.203
Hopa Spa	92.928
Consorzio Energia Fiera District	2
Previnet S.p.A.	465
Partisagres SGPS S.A.	328
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	235.838
Actel S.A.	22
Totale altre imprese	**344.664**

e così per complessivi 976 milioni di euro.

Tali partecipazioni non comprendono quelle detenute in imprese operanti nel ramo assicurativo e bancario, con l'eccezione, come specificato, di quelle detenute in Aurora Assicurazioni S.p.A., Unipol Banca S.p.A. e BNL Vita S.p.A. attribuite alle gestioni separate.

Al fine di evitare che, in seguito alla successiva incorporazione di Aurora Assicurazioni S.p.A. nella conferente, Nuova Unipol Assicurazioni detenga azioni della controllante, è stato riferito allo scrivente che la Società ha ottenuto dall'ISVAP l'autorizzazione a scorporare le azioni Aurora dalla gestione separata. Di fatto, pertanto, il valore di conferimento sopra esposto in 245.525 migliaia di euro verrà sostituito, in sede di conferimento, da una voce di conguaglio in denaro.

Sono inoltre comprese nella medesima voce obbligazioni emesse da imprese del gruppo per 7.997 migliaia di euro.

Le partecipazioni sono state iscritte in bilancio e nella situazione patrimoniale di conferimento al costo di acquisto o di sottoscrizione o ad un valore inferiore al costo nei casi in cui le partecipate presentino, sulla base della loro situazione patrimoniale, perdite durevoli di valore.

Per il valore corrente degli investimenti trattati in mercati regolamentati è stata assunta la media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese dell'esercizio. Per gli investimenti trattati in mercati non regolamentati è stata effettuata una valutazione analitica prudente del loro probabile valore di realizzo. In particolare, il valore corrente delle partecipazioni in società controllate e collegate è stato determinato considerando il patrimonio netto, comprensivo del risultato d'esercizio, le plusvalenze e minusvalenze latenti su titoli ed immobili nonché, laddove riscontrabile, un valore d'avviamento.

ALTRI INVESTIMENTI FINANZIARI (VOCE C.III), DEPOSITI PRESSO IMPRESE CEDENTI (VOCE C.IV)

La voce è costituita da 409.057 migliaia di euro investite in azioni di società c
60.610 migliaia di euro di quote di fondi comuni di investimento, 5.728.091 r
di euro in obbligazioni e altri titoli a reddito fisso, oltre a 33.723 migliaia di
finanziamenti e 105.563 migliaia di euro in investimenti finanziari diversi (titoli in
pronti contro termine).

Sono inoltre compresi depositi presso imprese cedenti per 20.662 migliaia di euro.
Si tratta degli importi più consistenti a copertura delle riserve danni e vita, e sono valutati come segue:

Azioni e quote di fondi comuni
I titoli azionari che non costituiscono immobilizzazioni e le quote di fondi comuni di investimento sono iscritti al minore fra il costo medio d'acquisto ed il valore di mercato, corrispondente, per i titoli quotati, alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese dell'esercizio e, per i titoli non quotati, ad una stima prudente del loro presumibile valore di realizzo.

Per i titoli quotati, peraltro, qualora la media dell'ultimo mese non sia rappresentativa del valore di mercato, si ricorre per prudenza a medie ritenute più rappresentative.

Le azioni e le quote di fondi comuni classificate come beni durevoli sono mantenute al costo d'acquisto, eventualmente rettificato dalle svalutazioni derivanti da perdite di valore ritenute durature.

Obbligazioni e altri titoli a reddito fisso
I titoli destinati a permanere durevolmente nel patrimonio della Società sono valutati al costo medio di acquisto o di sottoscrizione, rettificato o integrato dell'importo pari alla quota maturata nell'esercizio della differenza negativa o positiva tra il valore di rimborso ed il prezzo di acquisto, con separata rilevazione della quota di competenza relativa agli eventuali scarti di emissione. Vengono eventualmente svalutati solo a fronte di accertate perdite permanenti di valore. Per i titoli a tasso implicito (*zero coupon bond* ed altri) si tiene conto, per competenza, della quota di adeguamento del capitale già venuta a maturazione.

I titoli utilizzati per impieghi a breve sono allineati al minore tra il costo medio, incrementato o rettificato degli scarti di emissione maturati, e quello di mercato costituito, per i titoli quotati, dalla media aritmetica dei prezzi rilevati nel mese di dicembre e, per quelli non quotati, dal presumibile valore di realizzo al 31 dicembre, determinato sulla base del valore corrente dei titoli, negoziati in mercati regolamentati, aventi analoghe caratteristiche.

Per tali ultime attività, gli allegati alla Nota Integrativa del bilancio ordinario d'esercizio mostrano un valore corrente mediamente inferiore del 1,3% al valore di bilancio. Trattandosi di obbligazioni con rating compreso tra AAA e BBB+ la Società non ha provveduto alla svalutazione, ritenendo le perdite di carattere non durevole.

Finanziamenti
Sono costituiti per 31.745 migliaia di euro da prestiti su polizze e per 1.969 migliaia di euro da altri prestiti, per lo più ad agenti o dipendenti della società. Sono iscritti al valore nominale, corrispondente anche al loro presumibile realizzo.

Strumenti finanziari derivati
Il valore corrente dei contratti derivati è determinato con il metodo del "costo di sostituzione", utilizzando prezzi e tassi correnti a fine esercizio per pari scadenza e confrontandoli con quelli contrattuali. Sono esclusivamente utilizzati per finalità di copertura, a riduzione del profilo di rischio delle attività/passività coperte ovvero ad ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento delle stesse, e sono valutati in modo coerente con l'attività/passività coperta.

Dalla documentazione fornita da Unipol S.p.A. relativamente alla voce CIII si rileva una differenza complessiva fra il valore di conferimento e il valore corrente di 95.973 migliaia di euro, pressoché interamente imputabile alla voce "Obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso", di cui circa 70mila attribuibili alle gestioni separate; nonostante quanto esposto in Nota integrativa e sopra riportato, ai fini del computo del patrimonio netto rettificato il sottoscritto ritiene opportuno apportare una rettifica in diminuzione pari alla differenza che rimane a carico della Compagnia, al netto del relativo effetto fiscale.

Depositi presso imprese cedenti (voce C.IV)

Si tratta di depositi costituiti a garanzia presso le società cedenti in relazione ai rischi assunti in riassicurazione.
I depositi presso imprese cedenti non sono stati oggetto di svalutazione.

INVESTIMENTI A BENEFICIO DI ASSICURATI DEI RAMI VITA I QUALI NE SOPPORTANO IL RISCHIO E DERIVANTI DALLA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE (VOCE D)

La voce in esame, di importo pari a quello delle riserve alla cui copertura è destinata, comprende gli investimenti relativi alle riserve tecniche afferenti i prodotti Index-Linked e Unit-Linked[12] (voce D.I, per 717.259 migliaia di euro) nonché gli investimenti derivanti dalla gestione dei fondi pensione (voce D.II per 408.171 migliaia di euro.
Si tratta per lo più di quote di fondi comuni di investimento, obbligazioni e altri titoli a reddito fisso, sulla cui valutazione si è già detto sopra.

RISERVE TECNICHE A CARICO DEI RIASSICURATORI (VOCE D.BIS)

[12] I primi sono i contratti di assicurazione sulla vita in cui il valore delle prestazioni è indicizzato all'andamento di un determinato indice di mercato; nei secondi il valore delle prestazioni è rappresentato dal valore delle quote dei fondi di investimento partecipati in forza del contratto.

Il saldo di tale voce al 31/12/2006, interamente oggetto di conferimento, risulta di euro 90.712 migliaia: la composizione è riassunta nella seguente tabella (in migliaia di euro):

Riserve tecniche rami vita	1.880
Somme da pagare rami vita	1.244
Riserva premi rami danni	29.479
Riserva sinistri rami danni	58.109
Totale	90.712

Si tratta di una posta rettificativa della voci CI e CII del passivo, che non necessita di valutazioni.

CREDITI (VOCE E)

L'importo complessivo di 434.721 migliaia di euro evidenziato nello stato patrimoniale di conferimento è così costituito:

- Crediti verso assicurati per premi 174.302
- Crediti verso agenti ed altri intermediari 121.747
- Compagnie c/correnti 44.314
- Assicurati e terzi per somme da recuperare 20.987
- Crediti da operazioni di riassicurazione 18.695
- Altri crediti 54.677

L'evoluzione dei crediti verso assicurati, che rappresentano il 5,8% dei premi diretti di esercizio, è correlata ai premi acquisiti ed in particolare a quelli maturati al termine dell'anno. Tali crediti risultano per la maggior parte regolati entro il primo bimestre 2007.

I crediti verso agenti ed altri intermediari sono prevalentemente costituiti dalle rivalse di portafoglio nei confronti delle agenzie e dai crediti relativi ai premi incassati sul finire dell'anno.

I crediti verso compagnie di assicurazione e di riassicurazione e verso intermediari di riassicurazione, tutti di breve durata, derivano da rapporti di riassicurazione attiva e passiva.

Tra gli altri crediti la voce più significativa è rappresentata dai crediti verso l'Erario per 38,4 milioni di euro il cui dettaglio è specificato, unitamente al dettaglio degli "altri crediti" nel prospetto allegato (all. 12) costituiti prevalentemente dall'acconto sull'imposta sulle assicurazioni[13] per 12,4 milioni di euro e dal credito d'imposta sulle riserve dei rami vita[14] per 23,3 milioni di euro. Si tratta di crediti di certa

[13] Introdotto dall'art. 6 del D.L. 282/2004.
[14] Introdotto dall'art. 1 comma 2 del D.L. 209/2002.

recuperabilità in quanto scomputabili, rispettivamente, dagli ordinari versamenti dell'imposta sulle assicurazioni e delle imposte dirette.

E' inoltre iscritto un credito verso Societé Generale per 7,1 milioni di euro; detto credito è relativo a un dividendo di competenza 2006 e incassato in data 12 gennaio 2007 e alle commissioni riconosciute ad Unipol da Società Generale su tre polizze unit-linked di competenza 2006. Tali commissioni sono state incassate in data 31/1/2007.

Sono compresi nella voce anche crediti per interessi su polizze vita per euro 1,3 milioni, e un credito di 1 milione verso la Regione Sicilia per la parte a suo carico del mutuo accordato alla Compagnia dal Banco di Sicilia S.p.A.

I crediti verso assicurati sono iscritti al netto di un fondo di rettifica di complessive 1.040 migliaia di euro; gli altri crediti sono invece esposti al netto di un fondo di 1.522 migliaia di euro. La complessiva movimentazione del fondo è la seguente:

Conto		2005	Utilizzi	Acc.ti	2006
73	Crediti v/assicurati	979.780	- 94.224	154.703	1.040.259
74	Crediti v/intermediari di assicurazione	50.364	- 10.000		40.364
75	Compagnie c/correnti	580.350	- 60.545	210.000	729.805
78	Compagnie di assicurazione e riassicurazione	29.060	- 11.019		18.041
81	Altri crediti (contenzioso)	836.414	- 103.097		733.317
	TOTALE	2.475.968	- 278.885	364.703	2.561.786

ALTRI ELEMENTI DELL'ATTIVO (VOCE F)

La voce comprende depositi bancari e postali per complessive 300.321 migliaia di euro, e attività diverse il cui dettaglio è riportato in allegato (all.13) per 41.815 migliaia di euro.

Gli importi più significativi compresi in questa voce sono le imposte anticipate per 20.485 migliaia di euro; il saldo del conto di collegamento tra le sezioni Vita e Danni, che risulta a credito del comparto Vita per euro 17.024 migliaia ed è dovuto alle operazioni ordinarie di fine esercizio tra le due gestioni; l'ammontare degli assegni di traenza annullati, in attesa del riaccredito, per euro 2.899 migliaia.

Le imposte anticipate sono prevalentemente relative alla quota della variazione della riserva sinistri a deducibilità differita secondo quanto previsto dal comma 3 dell'art.

111 Tuir (12,7 milioni di euro), nonché dalle imposte relative alle minusvalenze realizzate sulle partecipazioni non immobilizzate (3,2 milioni di euro).

RATEI E RISCONTI (VOCE G)

La voce "ratei e risconti" presenta un saldo complessivo di 84.264 migliaia di euro, e la suddivisione tra ratei e risconti è la seguente (in migliaia di euro):

per interessi	83.214
per canoni di locazione	211
altri	837

La voce "interessi" è prevalentemente costituita da ratei su titoli, oltre a risconti pluriennali relativi alle spese di emissione dei prestiti obbligazionari subordinati.

La voce "altri ratei e risconti è costituita da risconti per spese di manutenzione e riparazione per 555 migliaia di euro, risconti su premi di polizze per 159 migliaia di euro, risconti per consulenza e prestazioni per 87 migliaia di euro, altri risconti singolarmente non significativi per 36 migliaia di euro.

RISERVE TECNICHE (VOCI C.I – RAMI DANNI E C.II – RAMI VITA)

Si tratta degli accantonamenti che le compagnie assicuratrici devono effettuare per legge a garanzia delle obbligazioni assunte, con la stipula dei contratti, nei confronti degli assicurati e dei terzi danneggiati.

Viene conferita l'intera consistenza al 31/12/2006, come risulta dal seguente dettaglio:

RISERVE TECNICHE RAMI DANNI

Le riserve tecniche dei rami Danni al 31/12/2006 ammontano complessivamente a euro 2.329,7 milioni e sono suddivise come segue:

RISERVA PREMI

La riserva premi, che corrisponde alle frazioni di premio di competenza degli esercizi futuri (ciò che nelle imprese industriali e commerciali rappresenta un risconto passivo), ammonta a euro 561.264 migliaia ed è così costituita:

- euro 555.434 migliaia di riserva premi per frazioni di premio;
- euro 5.830 migliaia di riserva premi per le assicurazioni indirette.

La riserva premi delle assicurazioni dirette è determinata analiticamente per ciascuna polizza secondo il metodo *pro-rata temporis*, sulla base dei premi lordi contabilizzati, dedotte le provvigioni di acquisizione e gli altri costi di acquisizione direttamente imputabili. Per i contratti pluriennali viene dedotta la quota di ammortamento relativa all'esercizio.

RISERVA SINISTRI

La riserva sinistri, che comprende le somme che l'impresa dovrà pagare relativamente a sinistri già avvenuti, ma non ancora accertati definitivamente o liquidati o addirittura non ancora denunciati, ammonta a euro 1.765.078 migliaia ed è costituita, per quanto riguarda il lavoro diretto, da:

- euro 1.527.052 migliaia per risarcimenti e spese dirette;
- euro 87.658 migliaia di riserva per spese di liquidazione;
- euro 117.339 migliaia di riserva per sinistri avvenuti e non denunciati.

Nel lavoro indiretto la riserva ammonta a euro 33.029 migliaia (di cui 173 migliaia di euro per sinistri avvenuti e non denunciati).

La riserva sinistri del lavoro diretto è determinata in modo analitico mediante la stima del costo presunto di tutti i sinistri aperti alla fine dell'esercizio e sulla base di valutazioni tecniche prudenziali, effettuate con riferimento ad elementi obiettivi, tali da consentire che l'ammontare complessivamente riservato sia in grado di far fronte ai risarcimenti da effettuare ed alle relative spese dirette e di liquidazione.

La riserva sinistri include, inoltre, l'accantonamento per ritardate denunce, stimato sulla base delle esperienze acquisite con riguardo ai sinistri degli esercizi precedenti denunciati tardivamente.

ALTRE RISERVE

Sono costituite da (migliaia di euro):

- riserva per partecipazione agli utili e ristorni 2.000
- riserva di senescenza 271
- riserve di perequazione 1.106

Queste ultime si riferiscono per euro 1.061 migliaia alla riserva di equilibrio per rischi di calamità naturali e per i restanti 45 migliaia di euro alla riserva di compensazione del ramo credito.
La riserva di senescenza viene calcolata forfetariamente, nella misura del 10%, sui contratti del ramo Malattia.

RISERVE TECNICHE RAMI VITA

Le riserve tecniche dei rami Vita al 31/12/2006 ammontano complessivamente a euro 5.584,0 milioni di euro, di cui 5.518,2 milioni costituiti dalla riserva matematica.
Le altre riserve sono le seguenti (migliaia di euro):

- riserva per somme da pagare 26.739
- riserva per partecipazione agli utili e ristorni 43
- altre riserve tecniche 39.020

La riserva matematica delle assicurazioni dirette è calcolata analiticamente per ogni contratto sulla base dei premi puri, senza detrazioni per spese di acquisizione delle polizze e facendo riferimento alle assunzioni attuariali (tassi tecnici di interesse, ipotesi demografiche di eliminazione per morte o invalidità) adottate per il calcolo dei premi relativi ai contratti in essere. La riserva matematica comprende le quote di premio puro relative alle rate di premio maturate nell'esercizio; comprende, inoltre, tutte le rivalutazioni attribuite in applicazione delle clausole contrattuali ed è sempre non inferiore al valore di riscatto.
Nella riserva matematica sono comprese le riserve costituite per coprire rischi di mortalità sui contratti di assicurazione del ramo III, che garantiscono una prestazione in caso di decesso dell'assicurato nel corso della durata contrattuale. Inoltre la riserva matematica è stata integrata con una posta a copertura del possibile scostamento fra i tassi di rendimento prevedibili delle attività a copertura delle riserve tecniche e gli impegni assunti, relativamente ai livelli delle garanzie finanziarie e alle dinamiche di adeguamento delle prestazioni contrattualmente previsti.

Le riserve matematiche delle polizze afferenti alle Gestioni Speciali annuali Unipol Vita, Unipol Vita Collettive e Previdenza Polizze Collettive sono state integrate di una riserva per decrescenza tasso. Tale riserva tiene conto di una possibile differenza positiva fra il tasso di rivalutazione già realizzato ed attribuito alle polizze nell'esercizio successivo ed il tasso di rendimento che maturerà durante tale periodo.

La riserva per somme da pagare comprende l'ammontare complessivo delle somme necessarie per far fronte al pagamento delle prestazioni maturate e non ancora liquidate.

Le somme da pagare del lavoro diretto al termine dell'esercizio risultano di euro 24.952 migliaia, di cui euro 4.402 migliaia relativi all'esercizio precedente.

La riserva per partecipazione agli utili e ristorni viene costituita per fare fronte all'impegno dell'Impresa di attribuire, su alcuni contratti in tariffa temporanea di Gruppo in caso di morte e/o di invalidità, gli importi maturati nell'esercizio come utili tecnici derivanti dal risultato dei singoli contratti.

Le altre riserve tecniche si riferiscono quasi interamente ad accantonamenti per spese di gestione.

RISERVE TECNICHE ALLORCHÈ IL RISCHIO DELL'INVESTIMENTO È SOPPORTATO DAGLI ASSICURATI E RISERVE DERIVANTI DALLA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE (VOCE D)

Tali riserve, costituite per coprire gli impegni derivanti da contratti di assicurazione il cui rendimento viene determinato in funzione di investimenti o indici, per i quali l'assicurato sopporta il rischio e quelle derivanti dalla gestione dei fondi pensione, sono calcolate con riferimento agli impegni previsti dai contratti.

L'importo complessivo è di 1.125.431 migliaia di euro, pari agli investimenti specifici di cui alla precedente voce D dell'attivo.

Con riferimento alle riserve complessivamente indicate alle voci C e D del passivo testé commentato, il sottoscritto precisa che non ne è stata verificata la congruità rispetto agli impegni assunti dalla compagnia, dovendosi per tale valutazione fare riferimento alla relazione dell'Attuario che è stata rilasciata in funzione dell'approvazione del bilancio dell'esercizio 2006.

FONDI PER RISCHI ED ONERI (VOCE E)

La voce E espone i saldi dei fondi di seguito specificati (in migliaia di euro):

- fondi per imposte 2.968
- fondo oneri futuri 5.000

L'importo del fondo imposte si riferisce all'onere previsto per imposte differite che si renderanno dovute in esercizi futuri, relativamente ai beni conferiti (immobili e partecipazioni).

Il fondo oneri futuri è a fronte di potenziali oneri di natura patrimoniale. Originariamente stanziato in relazione ad un provvedimento sanzionatorio dell'Antitrust e alle conseguenti cause civili intentate contro la Società, il fondo è stato mantenuto pur essendosi rivelato di entità decisamente più ridotta l'onere potenziale legato a tale vicenda. Nell'ottica prudenziale che ispira la presente relazione non si ritiene di dover procedere ad alcuna rettifica. Si precisa che si tratta di un fondo tassato, le cui imposte anticipate risultano iscritte nell'attivo patrimoniale.

Per quanto riguarda la posizione fiscale della Società, si precisa che, spirato il termine del 31/12/2006, gli esercizi non ancora definiti attengono al periodo 2002/2006 e che non vi sono contenziosi fiscali in essere.

DEPOSITI RICEVUTI DA RIASSICURATORI (VOCE F)

Si tratta di depositi costituiti a garanzia presso la Società in relazione ai rischi ceduti ed a quelli retroceduti, pari a euro 35.936 migliaia alla fine del 2006.

DEBITI ED ALTRE PASSIVITÀ (VOCE G)

Il saldo di tale voce al 31/12/2006, per la parte oggetto di conferimento, risulta di euro 227.379 migliaia. La composizione è la seguente (in migliaia di euro):

- debiti derivanti da operazioni di assicurazione diretta 12.260

- debiti derivanti da operazioni di riassicurazione 10.452
- debiti verso banche e istituti finanziari 804
- prestiti diversi e altri debiti finanziari 4.298
- trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato 7.380
- altri debiti 47.835
- altre passività 131.234

La voce "prestiti diversi e altri debiti finanziari" si riferisce interamente al controvalore dei premi incassati per opzioni vendute e risulta così costituita:

- controvalore del premio incassato per una *swap option*, pari a euro 2.696 migliaia;
- controvalore del premio di un'opzione *floor* per euro 1.602 migliaia;

La voce relativa al trattamento di fine rapporto, così come quelle relative ai debiti fiscali o verso istituti previdenziali, o gli stessi debiti verso il personale dipendente (compresi negli altri debiti), si riferisce ai dipendenti il cui contratto verrà trasferito alla conferitaria.

La voce "altri debiti" è così dettagliata:

- debiti per imposte a carico degli assicurati, che presenta un saldo di euro 30.097 migliaia, è costituita dagli importi dovuti per le imposte sulle assicurazioni (euro 21.625 migliaia) e dal debito verso il S.S.N. (euro 8.472 migliaia);
- debiti per oneri tributari diversi, che presenta un saldo di euro 8.779 migliaia, quasi interamente costituito per 3.343 migliaia di euro dal saldo IVA a debito, e per euro 5.425 migliaia da ritenute d'acconto.
- debiti verso enti assistenziali e previdenziali per euro 2.928 migliaia e debiti per retribuzioni per 6.032 migliaia di euro riferiti, come detto, ai dipendenti trasferiti.

La voce "altre passività" comprende:

il saldo delle provvigioni per premi in corso di riscossione per 24.360 migliaia al 31/12/2006;

passività diverse per euro 106.874 migliaia, tra cui figurano:

- incentivi provvigionali (rappel) per euro 47.234 migliaia;
- il saldo del conto di collegamento tra le gestioni Vita/Danni, a debito della gestione Danni, pari a euro 17.024 migliaia;
- la contropartita delle valutazioni e degli allineamenti sulle operazioni in strumenti finanziari derivati in essere al 31/12/2006 per euro 33.981 migliaia;
- gli oneri relativi a ferie non godute per euro 2.757 migliaia;
- la valutazione delle passività per fatture da ricevere per euro 3.190 migliaia.

RATEI E RISCONTI (VOCE H)

La voce presenta un saldo complessivo al 31/12/2006 di euro 4.772 migliaia, così costituiti:

- per interessi 4.657
- per canoni di locazione 115

CONTI D'ORDINE

Sono altresì oggetto di conferimento i seguenti conti d'ordine risultanti dal bilancio dell'esercizio 2006:

GARANZIE, IMPEGNI E ALTRI CONTI D'ORDINE			
I - Garanzie prestate			
1. Fidejussioni		161	477.540
2. Avalli		162	0
3. Altre garanzie personali		163	0
4. Garanzie reali		164	0
II - Garanzie ricevute			
1. Fidejussioni		165	13.073.257
2. Avalli		166	0
3. Altre garanzie personali		167	0
4. Garanzie reali		168	89.766.158
III - Garanzie prestate da terzi nell'interesse dell'impresa		169	15.868.883
IV - Impegni		170	1.495.670.121
V - Beni di terzi		171	0
VI - Attività di pertinenza dei fondi pensione gestiti in nome e per conto di terzi		172	305.153.461
VII - Titoli depositati presso terzi		173	9.061.840.271
VIII - Altri conti d'ordine		174	6.469.663

L'importo complessivo al 31/12/2006, pari a euro 10.918.319 migliaia, è costituito principalmente dai titoli depositati presso terzi (prevalentemente imprese del Gruppo) e dal conto impegni, quest'ultimo costituito pressoché interamente da operazioni su strumenti derivati (opzioni su azioni, opzioni e *swaps* su tassi).

La voce VI "Attività di pertinenza dei fondi pensione gestiti in nome e per conto terzi" è costituita come segue (in migliaia di euro):

- titoli obbligazionari 195.672
- titoli azionari 98.842
- liquidità 7.084
- altre attività nette 3.556

La voce VIII "altri conti d'ordine", il cui saldo al 31/12/2006 ammonta a euro 6.470 migliaia, è costituita come segue (in migliaia di euro):

- contributi non valorizzati e attesi dei Fondi Pensione 1.871
- depositi per sinistri pagati 4.300
- conti d'ordine diversi 298

Ulteriori dettagli sono forniti nel prospetto allegato (all. 14)

5. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

5.1 PREMESSA CONCETTUALE

Il Consiglio di Amministrazione di Unipol ha definito il "perimetro di conferimento" individuando i valori da conferire con riferimento alla situazione contabile della società al 31 dicembre 2006 sulla base di dati e valori desunti dal Bilancio della società approvato dal medesimo Consiglio in data 15 marzo 2007 e assoggetto a revisione da parte della KPMG che, a norma del disposto di cui all'art. 156 del D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 102 del D.Lgs 7 settembre 2005, n. 209 ha rilasciato in data 5 aprile 2007 la propria relazione con la relativa *opinion* senza riserve (All. 15).

Per quanto riguarda le riserve tecniche la congruità delle medesime è stata certificata a norma degli artt. 102 e 103 del D. Lgs 7/9/2005 n. 209 dal Prof. Riccardo Ottaviani, Attuario indipendente, con propria relazione in data 5 aprile 2007 (All. 16).

Il conferimento, come più volte ricordato, avrà luogo per la quasi totalità dei cespiti conferiti in base al valore di libro del complesso aziendale l'Amministratore Delegato ha comunicato con lettera in data 4 aprile 2007 (all. 9) che successivamente alla data di riferimento del 31 dicembre 2006 non sono intervenuti fatti tali che abbiano significativamente modificato la consistenza patrimoniale.

In altre parole, pertanto, nell'ambito dell'operazione di conferimento non verranno evidenziati nel patrimonio della conferitaria valori sostanzialmente diversi da quelli risultanti dalla contabilità della conferente, e, quindi, non verranno rilevati valori di avviamento o plusvalenze di sorta[15]. L'aumento di capitale della conferitaria che verrà liberato mediante il conferimento, pari ad Euro 700.000.000 (settecento milioni) è stato quindi fissato in misura pari alla differenza fra i valori contabili dell'attivo e del passivo conferiti, come descritti nel capitolo precedente.

Relativamente all'analisi dei dati contabili al 31 dicembre 2006 fornitici ed utilizzati per il conferimento, si ripete che gli stessi, come quelli degli anni precedenti, e come quelli della semestrale, sono stati sottoposti a revisione contabile da parte KPMG S.p.A. Lo scrivente pertanto, se si escludono gli immobili conferiti a valori superiori rispetto a quelli di libro, non ha ritenuto necessario sottoporre a revisione i dati contabili certificati limitandosi ad un'analisi a campione.

Per poter valutare la capacità reddituale prospettica del ramo d'azienda oggetto di

[15] Due eccezioni, lo si ricorda, si hanno relativamente ai valori di conferimento dell'immobile di Via Mentana 2 a Bologna e dell'immobile di Via Pizzecolli 60 a Ancona.

conferimento, è stato fornito al sottoscritto dalla Direzione di Unipol un conto economico previsionale del ramo di azienda in esame per il periodo 2007/2009 (all. 6) corredato da alcune indicazioni di supporto ai criteri utilizzati, in cui sono stati altresì evidenziati gli ipotetici dividendi distribuibili tenendo conto delle ragionevoli prospettive di produzione di cassa e della consistenza minima obbligatoria del patrimonio netto che la società conferitaria dovrà mantenere in rapporto all'attività aziendale, così come previsto dalla normativa in materia di società di assicurazioni.

Detto conto economico previsionale del ramo di azienda in esame per il periodo 2007/2009 appare ragionevole e non arbitrario, e coerente con il Piano Industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol.

Lo scrivente ha altresì analizzato per la redazione della presente perizia la documentazione messagli a disposizione dalla società di cui si è fatto ampio cenno *supra* al paragrafo 1.2 ed ha tenuto conto delle informazioni assunte in colloqui avuti con gli Amministratori, i Dirigenti e i Consulenti della società, nonché con la società di Revisione di Unipol, KPMG S.p.A.

Come ampiamente descritto *supra* al paragrafo 1.2 lo scrivente si è anche interfacciato con la società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. che è stata incaricata di attestare la congruità del rapporto di cambio fra le azioni Unipol e quelle Aurora nell'ambito della nota fusione e che quindi ha dovuto, come lo scrivente, operare una valutazione su dati Unipol.

Si rammenta infine, come già detto in precedenza, che la presente stima è condotta secondo le previsioni dell'art. 2343 del Cod. Civ, e che essa non è paragonabile ad una valutazione di cessione, né di fusione o, in generale, di mercato. Infatti, lo si ripete, l'obiettivo principale del legislatore con il disposto dell'articolo predetto è quello di garantire i terzi che intratterranno rapporti commerciali con la società conferitaria circa l'effettiva consistenza del capitale sociale costituitosi a seguito dell'apporto del ramo aziendale.

5.2 I CRITERI DI STIMA: PRINCIPI GENERALI

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale sono concordi nel ritenere che la determinazione del valore di un'azienda in funzionamento sia un problema complesso che trova soluzione mediante il ricorso ad una pluralità di criteri metodologici, diversi per impostazione e per formulazione matematica, da adottarsi di volta in volta in relazione sia alle finalità della stima sia alla peculiare natura dell'attività esercitata dall'azienda oggetto della valutazione.

Come si è avuto modo di anticipare nel corso delle precedenti pagine il perito, oltre a considerare i beni dell'azienda quali componenti un'entità unica, non deve prescindere dall'attitudine dinamica del complesso aziendale a produrre reddito anzi,

dall'esistenza o meno di tale attitudine deve trarre l'essenza della valutazione. Se, pertanto, è valida la legge economica secondo cui un insieme di beni raggiunge la pienezza del suo valore solo se, messo in funzione, produce un reddito, non vi è dubbio che il perito, nella determinazione dei valori di stima di un complesso aziendale o dei suoi singoli beni, debba analizzare tale valore anche sotto il profilo della particolare funzionalità degli stessi beni per effetto della loro destinazione. Valutare un complesso aziendale significa attribuirgli un valore economico che equivale sì al valore delle sue attività, al netto delle passività, ma corretto in funzione della sua capacità o meno di produrre reddito.

Come già detto l'esperto è libero da vincoli di scelta circa i metodi di valutazione da adottare, trattandosi di aspetto puramente tecnico lasciato alla discrezionalità ed alla esperienza dello stesso[16].

La presente stima ha quale oggetto un complesso aziendale e quindi, in ultima analisi, l'insieme dei beni materiali ed immateriali che - tra loro coordinati - debbono essere in grado di produrre determinati risultati economici. Da ciò deriva che la valutazione del perito deve trovare la sua base nelle elaborazioni dottrinali teoriche in materia di economia aziendale, dirette alla determinazione di un valore di un'azienda in funzionamento costituito da attività e passività patrimoniali, variabili al variare delle previsioni di reddito che l'azienda può produrre.

I principali metodi di calcolo presi comunemente a base dei procedimenti di stima, dei quali sono peraltro note numerose varianti, individuati da dottrina e prassi e sono riconducibili alle seguenti macro classi:

a) metodo patrimoniale
b) metodo reddituale (puro)
c) metodi misti patrimoniale-reddituale
d) metodo finanziario
e) metodo dei multipli di società comparabili

a) Metodo patrimoniale

Questo metodo perviene alla determinazione del valore dell'azienda mediante la sommatoria delle singole poste dell'attivo e del passivo debitamente classificate e, se del caso, rettificate sulla base del principio che, mentre gli elementi passivi devono essere sempre considerati assumendone il valore nominale, le attività debbono essere opportunamente stimate verificandone l'effettivo valore corrente ed apportando alle stesse le dovute modifiche dedotte dai principi prudenziali di valutazione, sempre nell'ottica di una azienda funzionante.

[16] E' necessario, tuttavia, come ricordato *supra* a pag. 28 che ne scaturisca una perizia affidabile nel senso più sopra ricordato di perizia razionale, dimostrabile, unitaria e neutrale, e che vengano esplicitati i criteri e i motivi per i quali si è ritenuto di adottarli.

Con il metodo patrimoniale il valore dell'azienda dunque coincide con il c.d. patrimonio netto rettificato, determinato come differenza degli elementi patrimoniali attivi espressi a valori correnti di mercato (considerandone anche l'effetto fiscale) e le passività aziendali espresse a valore di estinzione (che normalmente coincide con il valore nominale) incrementate di eventuali poste stanziate a fronte di rischi futuri ed incerti.

Con detto procedimento si giunge alla determinazione del valore del patrimonio aziendale corrente alla data di riferimento della perizia.

La formula sulla quale si basa il presente metodo è la seguente:

$$\mathbf{W = K}$$

dove

W è il valore del capitale economico dell'azienda
K è il valore del capitale (o patrimonio) netto rettificato.

Tale metodo è caratterizzato da un limitato grado di soggettività, in quanto il patrimonio netto rettificato deriva dal valore dei singoli elementi patrimoniali, le cui valutazioni trovano normalmente riscontro nella realtà operativa dell'azienda, ma presenta un rilevante limite, e cioè quello di non tener conto in alcun modo dell'organizzazione aziendale, del legame esistente tra i vari elementi e, quindi, della capacità dell'azienda di produrre ricchezza in futuro.

Per questo motivo, il metodo patrimoniale può essere utilizzato con discreto successo nella valutazione ad esempio delle società immobiliari, dove il valore deriva dagli immobili "rimanenza", che non necessitano di essere stimati in un'ottica unitaria e reddituale.

b) Metodo reddituale (puro)

Tale metodo è fondato sul presupposto che il valore della azienda derivi essenzialmente dai redditi che la stessa è in grado di produrre nel futuro. E' quindi dall'attualizzazione di detti redditi che emerge il valore dell'azienda: vale pertanto la regola che l'azienda ha valore solo se ed in quanto sia in grado di produrre utili.

Il metodo reddituale giunge al valore dell'azienda mediante l'attualizzazione di una rendita i cui termini sono rappresentati dai redditi che in futuro presumibilmente si potranno ritrarre dalla stessa. Esso, pertanto, non ammette scomposizioni del valore nei singoli elementi patrimoniali, considera l'azienda come una istituzione unitaria capace di produrre reddito, e quindi un tutto inscindibile e organizzato.
Se ne distinguono due tipologie:

- il metodo reddituale semplice, in cui il valore dell'azienda coincide con il valore attuale di una rendita illimitata:

$$W = R/i$$

- il metodo reddituale complesso, dove il valore dell'azienda deriva dal valore attuale di una rendita con un numero limitato di termini:

$$W = R \cdot a_{n \neg i}$$

dove W rappresenta il valore dell'azienda, R il reddito, *i* il tasso di attualizzazione e *n* il numero limitato di anni preso in considerazione.

Per l'applicazione di tale metodo di stima è opinione diffusa e prevalente che ci si debba riferire ad una nozione di reddito che sia:

- prelevabile: calcolato cioè dopo aver correttamente remunerato tutti i fattori della produzione consumati, compresi quelli per eventuali compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio;
- annuo prospettico: calcolato quindi analizzando l'evoluzione delle condizioni interne ed esterne all'azienda e determinando, in funzione di esse, un durevole flusso di redditi ragionevolmente prevedibile;
- medio normale stabilizzato d'esercizio: inteso nel senso che lo scenario di riferimento si deve riferire a condizioni di gestione medio-normali che escludono ipotesi di sviluppo particolarmente favorevoli o sfavorevoli;
- espresso in potere di acquisto costante: calcolato pertanto con riferimento alla data di effettuazione della stima, quindi, nel nostro specifico caso, alla data del 31 dicembre 2006.

Il metodo reddituale, come si è anticipato, si è andato via via sviluppando negli anni '70/'80 per poi evolversi in metodi nei più moderni metodi finanziari di cui si dirà.

Elementi determinanti di questo metodo sono essenzialmente: i redditi medi attesi nel futuro, la durata e il tasso di attualizzazione.

Per quanto attiene la durata, qualora non abbia senso pratico, come nel caso di specie, definire a priori gli anni di vita utile dell'azienda, si accetta comunemente il concetto di "durata indefinita", (di cui alla su esposta formula semplice) anche in considerazione del fatto che l'attualizzazione della rendita di durata limitata in *n* anni e quella della rendita perpetua, da un certo valore di *n* in su evidenziano una trascurabile differenza.

Di maggiore difficoltà, normalmente, è l'individuazione del tasso di capitalizzazione: la consuetudine in materia fa adottare un tasso basato sul cosiddetto "criterio di opportunità", vale a dire un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.

c) Metodo misto patrimoniale – reddituale

Tale metodo ha quale primaria caratteristica quella di pervenire alla formazione di un valore finale della valutazione aziendale che tenga in contemporanea considerazione l'aspetto patrimoniale, obiettivamente verificato, e le previsioni di reddito futuro, quale componente del capitale economico.

Vi sono diverse metodologie c.d. miste adottabili:

- metodo del valore medio, in cui si procede alla media dei valori derivanti dai due metodi, che può essere a sua volta una media aritmetica semplice, in cui si attribuisce a ciascun valore un peso del 50%, ovvero una media aritmetica ponderata, in cui si può decidere di attribuire al valore derivante da un metodo più rilevanza rispetto all'altro;
- metodo misto con stima autonoma dell'avviamento, in cui il valore dell'azienda si determina aggiungendo al patrimonio netto rettificato (K) – derivante dal metodo patrimoniale – un valore di avviamento, inteso come valore attuale di una rendita i cui termini sono rappresentati da "n" sovraredditi futuri, dove per sovrareddito si intende la differenza tra reddito medio prospettico di quella specifica azienda (R) e reddito medio settoriale (K . i) 17, che si estrinseca nella seguente formula:

$$\mathbf{W = K + a}\ n \neg\ \boldsymbol{i'}\ \mathbf{(R - K \cdot \boldsymbol{i})}$$

dove

W	è il valore del capitale economico dell'azienda;
K	è il valore del capitale (o patrimonio) netto rettificato;
R	è il reddito medio normale atteso per il futuro;
n	è il numero degli anni sulla base dei quali si effettua il calcolo dell'attualizzazione del sovra o sotto reddito;
i	è il tasso di interesse "normale" relativamente al tipo di investimento;
i'	è il tasso di attualizzazione del profitto o del sovrareddito

[17] Per una più agevole lettura della formula e un suo raffronto con quelle che verranno esposte nel paragrafo successivo, si precisa che il tasso i, applicato al PN rettificato (K) per trovare il reddito medio del settore, sarà il K_e del settore, con un suo *beta* specifico.

E' frequente l'adozione di una variante del "metodo misto patrimoniale - reddituale" nella quale si assume un periodo di attualizzazione illimitato, secondo la formula:

$$W = K + \frac{(R - K \cdot i)}{i'}$$

Si ritiene che tale variante, che elimina il problema di individuare, con criteri a volte del tutto arbitrari, un orizzonte temporale di riferimento, meglio si adatti alla misurazione del valore di società quotate, nelle quali fattori contingenti che potrebbero limitare l'arco di tempo per il quale attendere *performances* positive (quali, ad esempio, l'elevata professionalità del *management* o del personale) hanno sicuramente un impatto molto limitato.

In particolare per le compagnie di assicurazioni è d'uso che il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento venga ulteriormente affinato calcolando il valore della compagnia come sommatoria dei seguenti elementi:

- il patrimonio netto rettificato calcolato, come abbiamo già visto illustrando il metodo patrimoniale, in misura pari al patrimonio netto contabile rettificato in funzione delle differenze fra i valori degli elementi patrimoniali attivi e passivi espressi a valori correnti di mercato (considerandone anche l'effetto fiscale) e i rispettivi valori contabili;
- il valore intrinseco del portafoglio vita;
- l'avviamento del portafoglio danni;
- l'avviamento della nuova produzione, misurato dal valore attuale del sovrareddito inteso, come visto, come il valore attuale di una rendita i cui termini sono rappresentati da "n" ovvero "infiniti" sovraredditi futuri, dove per sovrareddito si intende la differenza tra reddito medio prospettico di quella specifica azienda (R) e reddito medio settoriale (K' . i)

In formula:

$$W = K + G + VIF + a_{\overline{n}|\,i'}(R - K' \cdot i)$$

W è il valore del capitale economico dell'azienda;
K è il valore del capitale (o patrimonio) netto rettificato;

G	è il valore di avviamento del portafoglio danni stimato in base a coefficienti di valorizzazione dei premi RC Auto e degli altri rami danni;
VIF	è il valore intrinseco del portafoglio vita (*Value of business In-Force*) stimato sulla base del valore attuale attuariale degli utili futuri del portafoglio vita in essere alla data della valutazione;
K'	è la somma di K + G + VIF;
R	è il reddito medio normale atteso per il futuro;
i	è il tasso di interesse "normale" relativamente al tipo di investimento;
i'	è il tasso di attualizzazione del profitto o del sovrareddito.

Come si noterà, data la peculiare natura del sovrareddito, relativo alla sola nuova produzione, il modello in esame prevede l'individuazione di un orizzonte temporale definito (pari, nella formula, a n esercizi) e non illimitato; si deve peraltro considerare che, essendo la maggior parte dell'avviamento già compreso nei valori dei portafogli acquisiti, la differenza, normalmente, risulta trascurabile.

d) Metodi finanziari

In linea generale tutti i metodi finanziari hanno come origine la formula teorica per la determinazione del valore odierno del capitale economico, ricavato su basi finanziarie mediante la rappresentazione attualizzata dei flussi di cassa che in un determinato tempo l'azienda sarà in grado di procurare.

In altre parole il metodo finanziario considera l'azienda come qualunque altro investimento (o affare)[18] per il quale si sacrifica una capacità di consumo oggi (il prezzo pagato per l'acquisizione dell'azienda) per rinviarla al futuro (i flussi di cassa che si potranno ritrarre da essa).

Esiste una duplice configurazione del metodo finanziario:

- il metodo finanziario *"unlevered"* o dei flussi finanziari operativi;
- il metodo finanziario *"levered"* o dei flussi finanziari disponibili.

La prima configurazione ignora la struttura finanziaria dell'impresa, nel senso che non considera le modalità di finanziamento aziendale, e pertanto considera il flusso di cassa lordo (cash flow) derivante dalla gestione caratteristica dell'azienda, senza sottrarre gli oneri finanziari sui capitali presi a prestito, né il rimborso dei debiti, in modo tale che il flusso di cassa esprima il "rendimento" dell'investimento globale dell'impresa (disponibile per gli azionisti e per i finanziatori). Rientra in questa prima configurazione il metodo EVA (*Economic Value Added*).

[18] Si veda G.Ricci, *Evoluzione dei metodi di valutazione delle aziende* in "Rivista di Economia aziendale, Diritto, Scienza delle finanze ed Economia politica", n. 3 Dicembre 2001, pagg. 25 e segg.

La seconda configurazione, al contrario, tiene conto delle modalità di finanziamento aziendale, sottraendo pertanto al flusso di cassa lordo gli oneri finanziari e le somme destinate al rimborso dei debiti, in modo da pervenire al flusso di cassa netto (*net cash flow*) e quindi al "rendimento" dell'investimento disponibile per i soli azionisti.

Tale distinzione, come approfondiremo in seguito, è peraltro superflua nella valutazione delle imprese finanziarie, nelle quali la componente di fonti di finanziamento di terzi (debiti onerosi) è per lo più trascurabile.

Con questa metodologia si valuta, in sostanza, l'azienda in base ai flussi che perverranno all'azionista relativamente all'investimento effettuato.

Il procedimento più diffuso è quello definito del "flusso monetario complessivo disponibile" che «rende il flusso monetario attuale traducibile in termini di somme via via erogabili ai detentori del capitale, senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda», ricomprendendo tra i flussi finanziari dell'anno "n" anche gli importi corrispondenti alla liquidazione di tutto il patrimonio dell'azienda[19].

La formula matematica di base su cui si fonda il metodo del flusso finanziario complessivo disponibile è la seguente:

$$\mathbf{W = F1 \,.\, v1 + F2 \,.\, v2 + F3 \,.\, v3 + \ldots + Fn \,.\, vn}$$

dove
W è il valore del capitale economico dell'azienda;
F1, F2 ... Fn sono i flussi di cassa disponibili nell'anno 1, 2, ... n, comprendendo in Fn anche gli importi risultanti dalla liquidazione del patrimonio netto dell'azienda all'anno n;
v1, v2 ... vn sono i coefficienti di attualizzazione in base al tasso i.

Da detto metodo base la dottrina ne ha poi elaborati dei più complessi, il più noto dei quali è quello, secondo la terminologia anglosassone, del *Dividend Discount Model*[20]. Il Dividend Discount Model (DDM) è anche noto, in lingua italiana, come "Modello degli eccessi di capitale"[21]: ciò in quanto il valore di un'azienda è ottenuto come somma dei flussi dei dividendi futuri che potranno essere distribuiti (in quanto in eccesso sul capitale) attualizzati ad un tasso di sconto costante.

[19] così L. Guatri, La valutazione delle aziende – Teoria e pratica a confronto, Milano, 1990, pag. 235.

[20] pubblicato per la prima volta nel 1956 dagli economisti Gordon e Shapiro con l'articolo "Capital Equipment Analysis: the Required Rate of Profit", ma per poter parlare di un vero e proprio "Modello dei Dividendi Scontati" occorre attendere la successiva "sistematizzazione" della teoria ad opera di Gordon nell'articolo "The Investing, Financing and Valuation of the Corporation" del 1962.

[21] Nella variante *Excess Capital*, rispetto al DDM puro che attualizza i flussi sulla base della politica di dividendi perseguita dall'azienda, si utilizzano i veri e propri fluissi di dividendo teoricamente disponibili e distribuibili senza intaccare il capitale operativo necessario per l'attività aziendale e quindi a prescindere da qualsivoglia politica dei dividendi.

Per la determinazione di tale valore si utilizza un tasso di attualizzazione espressivo del rendimento di un investimento che rappresenti un'alternativa adeguata all'impiego di capitali nell'azienda. Pertanto, il valore dell'azienda discende dalla sua capacità di generare benefici finanziari netti per il proprietario.

L'applicazione del DDM si articola, quindi, nei seguenti passaggi:

- identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili in un orizzonte temporale teoricamente infinito;
- determinazione di un ragionevole tasso di crescita futura stabile;
- determinazione del tasso di attualizzazione;
- calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo secondo le seguenti formule:

a) formula del DDM semplice:

$$W = \frac{D}{K_e - g}$$

dove:

W è il valore dell'azienda
D è il dividendo perpetuo atteso
g è il tasso di crescita degli utili atteso all'infinito
K_e è il costo dell'*equity*

b) formula della variante Excess Capital:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{DIV}{(1+i)^t} + D \frac{(1+g)}{(K_e - g)}$$

Tale variante viene nella prassi utilizzata in presenza di una prospettiva sufficientemente certa di dividendi (DIV) distribuibili in un arco temporale determinato (n) emergenti ad esempio da un *business plan,* ed una successiva stima di dividendi futuri normalizzati ed economicamente sostenibili (D) crescenti ed incassabili per un numero indefinito di anni (costituenti il c.d. Valore Terminale dell'azienda).

In ipotesi di utilizzo di un metodo finanziario *"unlevered"* o dei "flussi finanziari operativi" e quindi se si utilizzassero, in luogo dei dividendi, i flussi di cassa operativi lordi, in presenza di una componente importante di capitale di terzi si utilizzerebbe, in luogo del K_e il cosiddetto WACC = costo medio ponderato del capitale.

Trattandosi infatti di flussi di cassa destinati alla remunerazione di tutti i soggetti che apportano capitale, in termini di attualizzazione occorrerebbe utilizzare un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dalla società.

Tale tasso, come si diceva, è individuabile nel WACC, la cui formula è definita come segue:

$$\mathbf{WACC = K_d\,(1\text{-}t)\,\frac{D}{D+E} + K_e\,\frac{E}{D+E}}$$

dove:
K_d è il costo del capitale di debito;
K_e è il costo del capitale di rischio,
D è il capitale di debito;
E è il capitale di rischio;
t è l'aliquota fiscale.

Nella valutazione delle imprese di assicurazione, peraltro, occorre tenere in considerazione che l'inversione del ciclo produttivo determina una particolare struttura delle fonti di finanziamento nella quale il capitale di terzi (oneroso) è pressoché inesistente.

In altre parole l'impresa assicurativa, al contrario delle imprese industriali, consegue i ricavi (premi) in via anticipata rispetto alla maggior parte dei costi tipici (risarcimenti, rendite), trovandosi pertanto a gestire importanti volumi di liquidità che danno vita alla gestione finanziaria, parallela alla gestione tecnica, senza necessità di ricorrere all'indebitamento esterno.

Tale peculiarità si traduce, nella formula del WACC, in un D prossimo allo zero, di talché il costo medio ponderato del capitale viene a coincidere con il costo del capitale proprio $\mathbf{K_e}$.

Il quale viene stimato nella prassi prevalente sulla base del c.d. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), definito dalla seguente formula:

$$\mathbf{K_e = K_f + \beta \cdot K_r}$$

dove:

K_f è il tasso di rendimento per investimenti privi i rischio (tasso *risk free)*;

β è il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

K_r è il premio per il rischio

In altre parole K_e è misurato (in termini di "costo opportunità") come somma del tasso *risk free* e del premio per il rischio, corretto dal c.d. *beta* dell'azienda che ne rappresenta la volatilità, ovvero la tendenza ad ampliare (beta > 1) o contrarre (0 < beta < 1) le oscillazioni del mercato.

e) Metodo dei multipli di società comparabili

Tale metodo, cui dottrina e prassi attribuiscono crescente importanza, si fonda, essenzialmente, sul presupposto che il valore dell'impresa si modifica in funzione delle oscillazioni che caratterizzano una determinata variabile economica scelta come parametro di *performance*.

In particolare, il metodo dei multipli mira alla identificazione della relazione (il multiplo) che lega il valore di mercato di un campione di aziende (generalmente quotate in un mercato regolamentato) dotate di sufficiente comparabilità e omogeneità con l'azienda oggetto di valutazione (in base alla dimensione, al settore di appartenenza, all'area geografica di operatività, alla clientela ed al rischio finanziario) a variabili economiche aziendali (ad esempio utili, cash flow, ricavi, EBIT, EBITDA, ecc.), per poi applicare il multiplo così determinato alla medesima variabile economica dell'azienda oggetto di valutazione, in modo da giungere al presumibile valore di mercato della stessa.

L'utilizzo del metodo dei multipli presenta peraltro dei limiti essenzialmente legati al processo di formazione del prezzo. I mercati finanziari, infatti, sono ben lungi dall'essere perfettamente efficienti, così che il prezzo risente di numerosi fattori (politici, economici, ecc) che poco hanno a che vedere con il valore delle imprese quotate.

Il prezzo di borsa, inoltre, si riferisce ai pacchetti di minoranza mentre spesso i passaggi di rilevanti quantità di titoli avvengono fuori borsa e comunque a prezzi differenti da quelli ufficiali espressi dal mercato[22].

Da ultimo, si ricordano le possibili azioni di sostegno al titolo da parte della società emittente o da intermediari vicini al gruppo.

[22] In quest'ottica potrebbe risultare più attendibile il c.d. metodo delle transazioni comparabili, che fa riferimento ai valori espressi da operazioni analoghe, ma che difficilmente può essere utilizzato da un analista esterno.

Ecco perché tale metodo viene spesso validamente utilizzato, nelle stime ufficiali, solo come metodo di controllo della attendibilità del risultato cui si è pervenuti con l'applicazione di altri metodi.

5.3 I CRITERI DI STIMA (SEGUE): I CRITERI ADOTTATI

Al fine dell'adempimento dell'incarico ricevuto il sottoscritto perito ritiene doveroso, prima di procedere con la stima, illustrare alcune considerazioni in merito alla utilizzabilità, nella determinazione del valore del ramo d'azienda oggetto del conferimento, dei metodi identificati nel precedente paragrafo.

In primo luogo il sottoscritto perito ritiene che nel caso in esame il ricorso a metodi di valutazione strettamente patrimoniali, che, come già evidenziato, misurano il valore di una azienda mediante la sommatoria delle singole poste dell'attivo e del passivo debitamente classificate e rettificate per tenere conto della stima dei valori correnti delle attività materiali ed immateriali, non rappresenti la soluzione metodologica più adeguata per identificare il valore corrente del ramo d'azienda oggetto di conferimento, ancorché la stima prevista dall'art. 2343 Cod Civ., come si è avuto modo di ripetere più volte, debba essere improntata a caratteri di prudenza.

In effetti, le motivazioni che hanno spinto gli stimatori ad abbandonare gli strumenti di valutazione patrimoniale pura derivano, sostanzialmente, dall'oggettiva incapacità di tali metodi ad ottenere stime "dinamiche" del valore dell'azienda, basate cioè sul criterio del valore-flusso, conducendo al contrario a valutazioni di natura "statica", fondate sul criterio del valore-stock.

La non opportunità di un siffatto metodo trova manifesta evidenza nel caso oggetto della presente relazione, se si considera che il ramo aziendale oggetto di stima non solo presenta importanti risultati economici con un discreto trend di crescita, ma ha anche prospettive indefinite (per non dire teoricamente "infinite") di ripetizione di detti redditi; trattasi quindi di circostanze sicuramente non rappresentabili in sede valutativa qualora si ricorresse ad uno strumento di natura statica.

Per tali motivi il sottoscritto ritiene, viceversa, molto più opportuno ricorrere a metodi di natura reddituale e finanziaria.

In particolare lo scrivente ritiene consoni al tipo di azienda da valutare ed alla tipologia di perizia da eseguire sia il metodo c.d. **"Misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma dell'avviamento"**, sia quello finanziario c.d. del **"Dividend Discount Model"** di cui, per entrambi, si è fatto ampio cenno *supra*.

Il metodo "misto patrimoniale - reddituale con stima autonoma dell'avviamento", è sicuramente un metodo completo, molto frequentemente utilizzato nella prassi valutativa legale (come quella della presente fattispecie), ed è l'unico metodo che consente, adottando opportuni accorgimenti, di pervenire sia ad una stima autonoma

del patrimonio netto rettificato (con possibilità quindi di poterlo raffrontare direttamente con quello contabile applicato in sede di conferimento), sia dell'avviamento.

Inoltre essendo disponibili sia dati storici certificati sia un business plan attendibile del ramo d'azienda con specifica indicazione dei flussi di cassa disponibili sotto forma di dividendi, ed essendo ragionevolmente stimabili sia il tasso di crescita che il c.d. costo del capitale, trova facile applicazione anche il principe dei metodi valutativi che è appunto quello del *Dividend Discount Model.*

Il sottoscritto perito raffronterà infine i risultati raggiunti con l'applicazione sia del metodo misto patrimoniale - reddituale, che di quello del DDM con quelli ottenibili applicando il c.d. metodo **"dei multipli di società comparabili",** basato sulla misurazione del valore di una impresa in funzione delle oscillazioni che caratterizzano una determinata variabile economica scelta come parametro di riferimento.

5.4 LE PROSPETTIVE DEL RAMO ASSICURATIVO: IL PIANO INDUSTRIALE

Come detto in apertura il Piano Industriale, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol il 13 settembre 2006, prevede interventi di rafforzamento delle funzioni di *holding* al fine di aumentare l'integrazione e lo sviluppo coordinato delle aree di *business*.

Il Progetto di Integrazione si inserisce in tale logica puntando alla realizzazione di un modello organizzativo più semplice e trasparente, con una netta separazione tra le funzioni di *holding* e le funzioni operative in capo a ciascuna società, l'eliminazione di duplicazioni ed una chiara identificazione di responsabilità.

Il ruolo di Unipol sarà quello di governare, indirizzare e controllare le attività delle società del Gruppo definendo un quadro strategico comune all'interno del quale le società operative possano efficacemente condurre i rispettivi *business*.

In particolare, nel caso di completamento del Conferimento di Unipol, Unipol svolgerà tutte le attività ed i servizi che non incidono sulla differenziazione e sulla competitiva delle singole società sfruttando le economie di scala e di scopo che potranno emergere grazie all'accresciuta dimensione, all'eliminazione delle funzioni duplicate e alla messa a fattor comune delle migliori competenze.

Relativamente alla società conferitaria e quindi al ramo di azienda assicurativo conferito il management di Unipol ha elaborato e consegnato allo scrivente un Elaborato di Conto economico previsionale (Piano Industriale) del ramo assicurativo di Unipol da conferire per il trienni 2007/2009 con dettaglio delle relative *assumptions* e prospetto di dimostrazione della copertura del margine di solvibilità.

Su detto Piano e sul suo esame torneremo più dettagliatamente *infra* al parag tuttavia, fin da ora ci preme osservare come lo stesso appaia sostanzialment con il Piano Industriale 2006/2009 del Gruppo di cui si è fatto ampio cenno paragrafo 3.2 e sia obiettivamente ragionevole e, come si vedrà meglio nel p in linea e coerente con le serie storiche dei dati.

Sulla base di dette previsioni è quindi possibile trarre le stime ragionevoli sia dei redditi attesi che dei flussi di dividendi necessari per poter applicare le formule previste dai metodi reddituali e finanziari di valutazione di cui si è ampiamente detto.

5.5 LA VALUTAZIONE CON IL METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Come già riferito nel paragrafo 5.2 il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento giunge al valore dell'azienda mediante la stima di due componenti: una patrimoniale (K), che rappresenta il valore del patrimonio netto rettificato; l'altra reddituale (A), che rappresenta l'avviamento dell'azienda valutanda:

$$\mathbf{W = K + A}$$

Come detto, per le imprese di assicurazioni la formula analitica è la seguente:

$$\mathbf{W = K + G + VIF + a}_{\overline{n}|i'}\ \mathbf{(R - K' \cdot \mathit{i})}$$

dove l'avviamento è scomposto in valore del portafoglio già acquisito del ramo Vita (VIF) e del ramo Danni (G), e valore della nuova produzione, quest'ultimo calcolato come valore attuale di una rendita di *n* termini costituiti dal sovrareddito generato, appunto, dalla nuova produzione.

Tale sovrareddito è assunto come differenza tra il valore del Reddito medio prospettico che ragionevolmente si presume di ritrarre dal ramo d'azienda oggetto di valutazione (R) e il reddito medio settoriale (K' · *i*), a sua volta inteso come reddito che mediamente si ritrae da una qualunque azienda che opera nel medesimo settore di appartenenza e con la medesima consistenza patrimoniale (K' = K + G + VIF) dell'azienda valutanda.

Poiché "i" rappresenta il tasso di rendimento medio del settore, il valore K' · *i* sta appunto ad indicare il reddito medio settoriale, se K' viene inteso come investimento base (dell'azienda valutanda) al quale riferire il rendimento e quindi il reddito del settore; tale accorgimento è necessario per il c.d. principio di omogeneità delle grandezze economiche, secondo il quale si considera un investimento identico per

l'azienda oggetto di valutazione e per qualunque altra azienda di quello specifico settore.

E' quindi necessario procedere preliminarmente alla determinazione del **patrimonio netto rettificato** (K), operazione per la quale il sottoscritto ha ritenuto di dover apportare alcune rettifiche di valore agli elementi attivi della Società, nel presupposto che il valore corrente dei medesimi sia parzialmente difforme in dal loro valore contabile.

I terreni e i fabbricati, infatti, risultano incorporare un plusvalore latente di circa 65 milioni di euro, risultante dalle stime predisposte da periti incaricati da Unipol al fine di fornire l'informativa prevista nella Nota integrativa al bilancio d'esercizio.

Relativamente a due immobili, come già riferito, il valore di conferimento risulta superiore al valore contabile per complessive 679 migliaia di euro; tale valore non è compreso nel complessivo plusvalore sopra indicato, ma il relativo effetto fiscale è già riflesso nel bilancio di conferimento.

Considerando un'aliquota complessiva del 38,25%, data da Ires al 33% e Irap al 5,25% (l'assenza di Irap sui plusvalori connessi agli immobili civili si suppone trascurabile), il sottoscritto calcola in 24.862 migliaia di euro l'effetto fiscale differito legato agli immobili.

Le partecipazioni in imprese del gruppo vengono conferite per un valore complessivo pari a 976,5 milioni di euro; il relativo allegato alla Nota integrativa per l'esercizio 2006 mostra un valore corrente complessivo delle partecipazioni trasferite pari a 1.117,2 milioni di euro, con una plusvalenza implicita pertanto pari a 140,7 milioni[23].

Di questi, solo una parte (pari a 116 milioni) è a beneficio della compagnia, in quanto 24,7 milioni di euro devono essere retrocessi agli assicurati; l'importo è calcolato applicando alla plusvalenza maturata sulla quota di partecipazione confluita nella gestione separata la media, ponderata sull'ammontare delle riserve, dei rendimenti retrocessi agli assicurati delle gestioni separate di Unipol che, al 31 dicembre 2006, è stata pari al 91,70%.

Per il calcolo dell'effetto fiscale differito sulla quota di spettanza della compagnia occorre tener presente che in base alle disposizioni dell'art. 87 Tuir tali plusvalori godono, in linea di principio, dell'esenzione dall'imposta sul reddito delle società nella misura dell'84%. Tenuto conto del fatto che gli stessi non concorrono alla formazione della base imponibile Irap, si utilizza un'aliquota del 5,28%[24], per un effetto fiscale complessivo di 6,1 milioni di euro.

[23] Non si tiene conto dei plusvalori impliciti nelle azioni Aurora Assicurazioni S.p.A. attribuite alle gestioni separate, che sono state obbligatoriamente inserite nel perimetro di conferimento ma che, come già riferito, verranno scorporate in seguito all'autorizzazione dell'ISVAP.

[24] Quota imponibile 16% x Ires 33% = 5,28%

Come già esposto al § 4.4, la voce C III "Altri investimenti finanziari" incorpora un minusvalore (dato dalla differenza fra il *fair value* dei titoli e il loro valore di carico in bilancio) di complessivi 96 milioni di euro, di cui 70,8 attribuibili alle gestioni separate; per la maggior parte si tratta di portafoglio ad uso durevole, i cui componenti di reddito non concorrono alla formazione della base imponibile Irap; si calcola un effetto fiscale differito (attivo) di 8,3 milioni di euro.

Da ultimo, la prassi valutativa vuole che vengano azzerati i valori relativi agli *intangibles*, la cui utilità pluriennale si deve già intendere compresa nella stima autonoma dell'avviamento. Per la svalutazione integrale degli attivi immateriali lo scrivente ritiene di non dover considerare alcun effetto fiscale.

Il patrimonio netto rettificato (K) deve pertanto essere calcolato come segue:

Patrimonio netto contabile conferito		700.000.000
Plusvalori immobiliari		65.000.000
tax effect	38,25%	(24.862.500)
Plusvalori su partecipazioni		115.962.191
tax effect	5,28%	(6.122.804)
Minusvalori su titoli		(25.136.000)
tax effect	33%	8.294.880
Svalutazione attivi immateriali		(32.096.808)
Patrimonio netto rettificato		801.038.959

Al patrimonio netto rettificato viene poi sommato il Valore intrinseco del portafoglio vita già in essere *(Value of business In Force)* che, in estrema sintesi, corrisponde al valore attuale degli utili futuri, al netto delle imposte, proiettati dal portafoglio di polizze vita in vigore.

La determinazione di tale valore è frutto di metodologie attuariali che sfruttano dati interni della società, che vengono verificate dai medesimi soggetti che attestano la congruità delle riserve tecniche, e che sono successivamente comunicati all'esterno dalla società stessa.

Il Dott. Filberto Borghi di Unipol ci ha riferito che la relazione dell'attuario prof. Guglielmo Ottaviani conferma il valore comunicato da Unipol SpA in 167.300 migliaia di euro alla data del 31/12/2006.

Il terzo addendo è rappresentato dall'avviamento del portafoglio Danni già in essere (G), che nella prassi viene calcolato sulla base di indicatori di valorizzazione dei premi lordi del lavoro diretto RC Auto e degli altri rami danni. Per le ripetute esigenze di prudenza e tutela dei terzi cui tutto il presente lavoro è ispirato, si ritiene opportuno utilizzare i coefficienti meno elevati riscontrabili nella prassi valutativa, ovvero il 40% per i premi RC Auto e il 50% per i premi degli altri rami danni. In sintesi (milioni di euro):

	Premi 2006	Coeff.	Valore
RC Auto	783,3	40%	313,3
Altri	692,5	50%	346,3
Totale			659,6

Come premesso i valori sin qui determinati, oltre a costituire una delle componenti del valore dell'azienda valutanda, sono anche la base per il calcolo del **reddito standard di settore,** per la determinazione del quale occorre quindi individuare un **tasso di rendimento settoriale.**

A parere di chi scrive, per esigenze di omogeneità, tale tasso dovrà essere determinato con la medesima procedura che verrà utilizzata, in tutti i metodi valutativi, per la determinazione del tasso di attualizzazione/rendimento da riferire a Unipol S.p.A.

In particolare, si farà sempre riferimento al *cost of equity* che costituisce parte del WACC il quale, si ricorderà, incorpora una componente di costo del debito ed una componente di costo del capitale proprio (l'equity, appunto).

Per la particolare struttura delle fonti di finanziamento delle imprese finanziarie, infatti, come già ricordato poc'anzi, si ritiene più significativo l'utilizzo di un metodo *unlevered*, che non tenga conto (poiché non significativo) dell'indebitamento verso terzi.

Come già detto in altra parte del presente lavoro, il costo del capitale di rischio (K_e) viene stimato nella prassi prevalente sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) definito dalla seguente formula:

$$\mathbf{K_e = K_f + \beta \cdot K_r}$$

Si tratta pertanto di individuare il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio, cui aggiungere un premio per il rischio (*market premium risk*, nella terminologia anglosassone) opportunamente corretto dal coefficiente *beta* che esprime, si ripete, la tendenza del titolo in esame ad ampliare o contrarre le oscillazioni del mercato.

Per la scelta del *free risk* lo scrivente ritiene opportuno utilizzare un tasso correlato a un orizzonte temporale di lungo termine, così come a lungo termine è ipotizzata la vita del patrimonio di una società quotata. Si utilizza il rendimento dei BTP trentennali agosto 2037 che risulta pari al 4,43%[25].

Il premio per il rischio deve tenere conto delle condizioni del mercato e delle caratteristiche specifiche del settore. Occorre considerare che quello assicurativo è un

[25] Fonte: REUTERS

settore fortemente regolamentato, in grado pertanto, a parere di chi scrive, di il rischio dell'investimento.

La prassi valutativa indica, per le imprese operanti nel settore di Unipol, un *premium risk* compreso fra il 4 e il 6%: sulla base delle considerazioni sopra c si ritiene congruo un tasso del 4,5%.

Tale premio, come detto, dovrà poi essere corretto dal c.d. *beta*, che rappresenta la "volatilità" del titolo oggetto di valutazione. Per l'individuazione del beta di settore si è ritenuto congruo l'utilizzo del valore medio dell'*adjusted* beta come fornito da Bloomberg per le principali compagnie assicuratrici italiane[26] in una data sufficientemente prossima a quella di asseverazione della presente perizia.

Utilizzando un *beta* dello 0,984 si ottiene il seguente tasso:

$$i = 4{,}43\% + 0{,}984 \cdot 4{,}5\% = 8{,}86\%$$

A questo punto, moltiplicando il valore complessivo di K' (patrimonio netto rettificato + avviamento dei portafogli acquisiti ramo vita e danni) per il tasso sopra individuato, siamo in grado di determinare il reddito medio settoriale che risulta essere pari a 144,2 milioni di euro in cifra tonda.

oOo

Per quanto concerne, invece, la determinazione del reddito medio prospettico, il sottoscritto richiama le risultanze del **Conto Economico previsionale** del ramo assicurativo oggetto di Conferimento predisposto dal management di Unipol:

	2007	2008	2009
PREMI DI ESERCIZIO	3.269.000	3.453.000	3.658.000
Variazione riserva premi	(34.883)	(36.800)	(33.000)
PREMI DI COMPETENZA	**3.234.117**	**3.416.200**	**3.625.000**
Pagamenti vita / Sinistri di esercizio danni	(2.153.728)	(2.353.889)	(2.308.845)
Var. Riserve Tecniche Vita e Altre Ris. Danni	(826.563)	(807.179)	(1.053.653)
Interessi Tecnici (Lav.Dir.) classe C	201.514	225.196	246.193
Redditi Vita in C.T. della classe D	66.613	80.018	100.213
SINISTRI / PAGAM. e INCR. RIS.	**(2.712.172)**	**(2.855.854)**	**(3.016.092)**
Commissioni gest./retroces. Unit L./F.P. aperti	5.312	5.845	6.840

[26] in data 28/3/2007 Bloomberg forniva i seguenti *adjusted* beta: Assicurazioni Generali 1.16; Cattolica Assicurazioni 0.89; Fondiaria – SAI 1.06; Milano Assicurazioni 0.96; Vittoria Assicurazioni 0.85; media 0.984. Alla stessa data l'*adjusted* beta di Unipol era indicato in 1.02.

Saldo altre partite tecniche	(5.645)	(6.321)	(6.239)
Saldo della riassicurazione passiva	(18.371)	(15.495)	(15.495)
Saldo del lavoro indiretto	250	320	320
Variazione delle riserve di perequazione	(110)	(100)	(120)
Interessi Tecnici (Lavoro Indiretto) classe C	485	504	507
MARGINE TECNICO NETTO RIASSICURAZ.	**503.866**	**545.100**	**594.721**
Provvigioni e rappels	(278.813)	(300.326)	(318.418)
Spese gen.li, oneri div./altri comp. ad interm.	(148.525)	(155.374)	(158.214)
TOTALE SPESE	**(427.338)**	**(455.700)**	**(476.632)**
Rettifiche per quadratura:			
Spese Generali in costo sinistri	*41.359*	*43.205*	*43.903*
MARGINE INDUSTRIALE	**117.887**	**132.605**	**161.992**
Totale redditi area finanziaria	303.071	330.143	365.413
Totale redditi partecipazioni	9.590	11.991	12.556
Totale redditi patr. imm. diretto	19.785	21.359	21.608
TOTALE REDDITI DA INVESTIMENTI	**332.446**	**363.493**	**399.577**
Interessi tecnici vita	(201.999)	(225.700)	(246.700)
Interessi netti prestiti subord./finanziam.	(6.210)	(6.210)	(6.210)
Proventi e oneri vari	2.486	3.548	3.612
Spese varie su Investimenti finanziari	(5.918)	(3.521)	(3.585)
Saldo Interessi deposito e c/c riass.	(800)	(800)	(800)
Commissioni gest. F. P. Chiusi	199	293	398
PROVENTI NETTI	**120.203**	**131.103**	**146.292**
UTILE LORDO	**238.091**	**263.708**	**308.284**
Imposte sui redditi	(85.462)	(94.159)	(110.540)
UTILE NETTO	**152.629**	**169.549**	**197.744**

Le assunzioni e le ipotesi che hanno portato alla stesura dei su riportati conti economici da parte degli Uffici Tecnici di Unipol e che il sottoscritto ha esaminato e discusso con il *management* ivi preposto sono, in sintesi, le seguenti.

Ramo Danni: i premi RC Auto presentano una stima di crescita fra il 4,5 e il 7% che nasce da valutazioni della Direzione Tecnica sull'andamento delle componenti tecniche, quali aumenti tariffari e numero dei contratti. Si è ipotizzato il proseguimento del trend di portafoglio che ha caratterizzato la Compagnia negli ultimi anni, come meglio evidenziato in seguito; per gli altri rami le ipotesi sono fatte in base ai trend storici, alle attese di crescita del mercato e alle azioni commerciali mirate allo sviluppo del portafoglio sui rami a miglior andamento tecnico. Nel complesso, i premi di competenza sono stimati in base alle incidenze storiche della

riserva premi sui premi stessi, e derivano in gran parte dal rinnovo di polizze già in portafoglio, e solo in piccola parte (10/12%) da nuova produzione.

I sinistri di esercizio nell'RC Auto sono stati stimati in crescita compresa fra il 2,6 e il 6%, crescita che sottende valutazioni sulle principali variabili tecniche, quali la frequenza (ipotizzata sostanzialmente stabile nel triennio) e costi medi dei sinistri (considerati in linea con il tasso di inflazione previsto). Al raggiungimento di tali ipotesi dovrebbe contribuire anche l'effetto delle recenti riforme in materia di indennizzo diretto.

Per i rimanenti rami Danni si è stimata una sostanziale stabilità del rapporto Sinistri/Premi.

Nel complesso il ramo Danni presenta, nel triennio in esame, un rapporto Sinistri/Premi che oscilla intorno al 70%, in leggero miglioramento rispetto a quello del 2006 (pari al 70,8%).

Per gli smontamenti (saldo sinistri dei precedenti esercizi, ovvero la differenza fra quanto accantonato e quanto effettivamente dovuto) si prevede rimangano positivi nel periodo, pur con un trend supposto prudenzialmente negativo (si passa dai 30 milioni del 2006 ai 14 del 2009). Il rapporto Sinistri/Premi globale del ramo danni risulta pertanto in linea coi dati consuntivati per il 2006.

Ramo Vita: l'ipotesi di sviluppo prevede il mantenimento delle quote di mercato nei settori "tradizionali" (polizze individuali, collettive e affari direzionali), cui è stata sommata la previsione di raccolta di Unipol Banca e dei Fondi Pensione.

Nel settore affari direzionali, a bassa redditività, sono stati considerati importi inferiori a quanto consuntivato nei precedenti esercizi, in funzione di una politica di riequilibrio del portafoglio volta a privilegiare la raccolta dal segmento retail.

Si è così stimato che la maggior parte della nuova produzione continui ad essere rappresentata da premi unici.

Nel ramo Vita i premi stimati derivano in gran parte da nuova produzione, che incide per oltre il 90% dei premi emessi.

Sul fronte dei pagamenti, le scadenze derivano dal portafoglio in essere al 31/12/2006, considerando le durate contrattuali previste dalle varie polizze. Sinistri e riscatti sono stati calcolati sulla base dell'esperienza storica.

Le riserve sono state calcolate in funzione delle ipotesi sui premi e pagamenti, e valorizzate considerando i rendimenti per le gestioni separate definiti dalla Direzione Finanza nella misura del 3,85% per il 2007 e del 4,00% per il 2008 e il 2009; i proventi di classe D (Unit linked, Index linked e Fondi Pensione) sono ipotizzati pari al 5%.

Sul fronte delle **spese generali,** le provvigioni sono state calcolate per ramo, sulla base delle incidenze storiche sui premi, che si ipotizza di mantenere nel triennio in esame. Gli altri oneri, quali quelli relativi al personale dipendente, sono stati calcolati sulla base del personale trasferito alla conferitaria, e di un'ipotesi realistica di ribaltamento dei costi per servizi forniti dalla holding.

Per quanto concerne l'**area finanza,** le giacenze medie degli investimenti sono state determinate sulla base dei flussi di cassa previsti. La Direzione Finanziaria ha formulato le ipotesi relative ai tassi di rendimento delle attività finanziarie, e all'*asset allocation:* è prevista un'allocazione al portafoglio azionario di circa il 10% degli investimenti, del 15% circa a liquidità, e la restante parte in obbligazioni.

Le imposte sono state prudenzialmente calcolate con l'aliquota fiscale piena costante nel periodo in esame.

A supporto degli schemi di conto economico dai quali ricavare la misura del reddito atteso sono stati forniti allo scrivente tutti i dettagli di Conto Tecnico dei vari rami in cui opera la Compagnia[27], accompagnati ad una breve relazione illustrativa dei predetti criteri di redazione.

Il sottoscritto ha provveduto a verificare, a campione, la regolare trasposizione dei dati dei singoli conti tecnici nel modello riepilogativo, senza riscontrare alcuna inesattezza.

I dati sono poi stati analizzati e, ove possibile, confrontati con le serie storiche rilevate dai medesimi prospetti e dai bilanci d'esercizio di Unipol S.p.A.

Particolare attenzione è stata posta al trend di raccolta dei premi dei rami Vita e Danni:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vita	448	536	617	1.076	1.196	1.760	1.529	1.690	1.761	1.880
yoy		*19,6%*	*15,1%*	*74,4%*	*11,2%*	*47,2%*	*-13,1%*	*10,5%*	*4,2%*	*6,8%*
Danni	1.024	1.078	1.182	1.289	1.369	1.416	1.444	1.544	1.655	1.745
yoy		*5,3%*	*9,6%*	*9,1%*	*6,2%*	*3,4%*	*2,0%*	*6,9%*	*7,2%*	*5,4%*
Tot	1.472	1.614	1.799	2.365	2.565	3.176	2.973	3.234	3.416	3.625
yoy		*9,6%*	*11,5%*	*31,5%*	*8,5%*	*23,8%*	*-6,4%*	*8,8%*	*5,6%*	*6,1%*

Sul fronte degli oneri, nel ramo Danni il *loss ratio*, pari al rapporto fra i sinistri dell'esercizio e i premi di competenza, presenta il seguente andamento:

[27] Il ramo Danni è diviso in rami auto (corpi veicoli terrestri e RC Auto) e rami elementari (infortuni, malattia; corpi veicoli ferroviari, aerei, marittimi lacustri e fluviali; merci trasportate, incendio, altri danni a beni; RC Aeromobili, RC Veicoli marittimi lacustri e fluviali, RC Generale; credito, cauzioni; perdite pecuniarie, tutela giudiziaria, assistenza).

Il ramo Vita è diviso in Assicurazione sulla durata della vita umana; Assicurazioni di nuzialità e natalità; Assicurazioni connesse con fondi di investimenti/indici; Assicurazione malattia; Operazioni di capitalizzazione; Fondi pensione.

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
-78,6%	-73,7%	-71,1%	-71,0%	-70,7%	-69,9%	-71,1%	-71,1%	-71,1%

Negli stessi anni l'*expense ratio*, pari al rapporto fra le spese di gestione del Conto Tecnico del ramo Danni e i premi di competenza, presenta il seguente andamento:

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
-20,7%	-21,2%	-20,8%	-21,4%	-21,6%	-21,5%	-22,0%	-21,9%	-21,6%	-21,5%

Nel triennio in esame il *combined ratio*, dato dalla somma dei due precedenti, dovrebbe pertanto attestarsi, nelle intenzioni del *management*, fra il 91 e il 92% dei premi di competenza.

Nel ramo Vita, il rapporto fra il risultato del Conto Tecnico e i relativi premi di competenza mostra un andamento in leggera crescita nel triennio in esame, dopo un periodo di flessione con un risultato addirittura negativo nell'esercizio 2006 appena chiuso:

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
4,5%	3,8%	0,8%	0,4%	1,3%	0,6%	-3,3%	0,7%	2,6%	3,1%

Come si vede, i conti economici previsionali paiono dunque redatti con prudenza e nell'ottica del mantenimento dei risultati e delle quote di mercato già raggiunte da Unipol S.p.A., senza prevedere crescite superiori rispetto a quelle che il mercato sta attualmente evidenziando.

Tenendo conto delle sole gestioni caratteristiche (tecnica e finanziaria) si ritiene che i risultati non debbano essere "standardizzati", ovvero depurati da componenti di reddito non ripetibili.

Si può quindi ritenere attendibile la previsione formulata dal management di Unipol, che porta a un reddito medio R atteso per il triennio 2007/2009 di 173,3 milioni di euro in cifra tonda. Sottraendo da tale importo il reddito settoriale, sopra calcolato in 144,2 milioni di euro, si perviene a una quantificazione del c.d. sovrareddito di 29,1 milioni di euro.

Si ricorda che tale sovrareddito rappresenta l'utile netto della nuova produzione, in quanto il reddito R sopra determinato è relativo all'intera gestione caratteristica senza distinzione fra *in force* e nuova produzione, mentre il reddito di settore è calcolato in relazione alla somma di patrimonio netto rettificato e valori di avviamento dei portafogli acquisiti.

Rimane ora da determinare il valore attuale degli utili della nuova produzione, e preliminarmente il tasso di attualizzazione che, per ragioni di omogeneità, dovrà essere della stessa natura di quello utilizzato per il settore assicurativo in generale.