Deloitte.

Deloitte & Touche S.p.A.
Piazza Malpighi, 4/2
40123 Bologna
Italia

Tel: +39 051 65811
Fax: +39 051 230874
www.deloitte.it

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di

UNIPOL ASSICURAZIONI S.p.A.

Agli Azionisti di

AURORA ASSICURAZIONI S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile in data 2 febbraio 2007 siamo stati incaricati dal Tribunale di Bologna, quale esperto comune, per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni ordinarie e le azioni privilegiate di Unipol Assicurazioni S.p.A. (di seguito "Unipol" o la "Società") e le azioni ordinarie di Aurora Assicurazioni S.p.A. (di seguito "Aurora" e insieme a Unipol le "Società") ai fini della fusione per incorporazione di Aurora in Unipol (di seguito "la Fusione").

Abbiamo ricevuto da Unipol e da Aurora il progetto di fusione (di seguito anche "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile, corredato delle apposite relazioni degli Amministratori di Unipol e di Aurora (di seguito anche gli "Amministratori") che illustrano e giustificano il rapporto di cambio fra le azioni delle Società ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile (di seguito anche il "Rapporto di Cambio"). In conformità con quanto disposto dall'art. 2501 quater del Codice Civile, gli Amministratori hanno utilizzato quali situazioni patrimoniali prese a riferimento per la Fusione, le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla Fusione al 31 dicembre 2006, corrispondenti ai rispettivi progetti di bilancio delle Società relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 marzo 2007.

La Fusione comporterà l'aumento di capitale sociale di Unipol per massimi Euro 31.660.363 mediante emissione di massime n. 19.595.613 nuove azioni ordinarie e di massime n. 12.064.750 nuove azioni privilegiate, tutte prive di valore nominale, nel rispetto della proporzione attualmente esistente fra le due categorie di azioni in Unipol, da attribuire agli azionisti di Aurora nella proporzione di:

n. 0,510 azioni ordinarie e n. 0,314 azioni privilegiate Unipol di nuova emissione, tutte prive di valore nominale, per ogni azione ordinaria Aurora del valore nominale di Euro 0,27 cadauna.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci di Unipol convocata per il giorno 23 aprile 2007 e, occorrendo, in seconda e terza convocazione per i giorni 24 e 27 aprile 2007 e dell'Assemblea Straordinaria dei Soci di Aurora da convocare entro il mese di maggio 2007.

Al fine di fornire agli azionisti di Unipol e di Aurora idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Unipol si è avvalso anche dell'assistenza del consulente Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito "Mediobanca"). A sua volta il Consiglio di Amministrazione di Aurora si è avvalso anche dell'assistenza del consulente Credit Suisse Securities (Europe) Limited (di seguito "Credit Suisse", ed insieme a Mediobanca, i "Consulenti").

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società. La stessa viene svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai Consulenti da essi incaricati.

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

I Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione in data 15 marzo 2007.

La Fusione si inserisce nell'ambito del progetto di riorganizzazione del Gruppo Unipol (di seguito anche il "Gruppo") che ha come obiettivo il rafforzamento della posizione del gruppo sul mercato assicurativo e finanziario nazionale ed europeo, come previsto dal piano industriale di Gruppo 2006-2009 (di seguito "Piano Industriale") approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 13 settembre 2006, che definisce le seguenti linee strategiche di riferimento per i prossimi esercizi:

- il consolidamento dell'attuale posizione di *leadership* nel mercato assicurativo italiano in termini di quota di mercato, efficacia tecnica e profittabilità;
- lo sviluppo del settore bancario attraverso il rafforzamento del modello di *business* integrato assicurazione-banca, una diversa segmentazione della clientela bancaria e lo sviluppo di nuove iniziative commerciali;
- il rafforzamento delle funzioni di *holding* per incrementare l'integrazione tra le aree di *business*;
- la ricerca di opportunità di crescita esterna, in coerenza con le strategie del Gruppo e con gli obiettivi di profittabilità fissati dal Piano Industriale;
- il mantenimento di una struttura patrimoniale solida.

In coerenza con le linee strategiche delineate, i Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora, nelle sedute dell'11 dicembre 2006 e, per quanto riguarda Aurora, anche del 18 gennaio 2007, hanno approvato, ciascuno per quanto di relativa competenza, i termini generali di un progetto di riorganizzazione societaria e funzionale del Gruppo Unipol che prevede la separazione, anche sotto il profilo societario, delle attività di *holding* dalle attività assicurative, con l'obiettivo di realizzare un modello organizzativo più semplice e trasparente, attraverso la distinzione delle funzioni centralizzate e di coordinamento comuni alle società del Gruppo, rispetto a quelle operative in capo a ciascuna società (di seguito anche l'"Operazione").

Tale modello organizzativo consentirà tra l'altro al Gruppo Unipol di realizzare, specie nel caso di completamento del conferimento dell'intero ramo assicurativo di Unipol: *(i)* un'efficace azione di governo delle società operative e di coordinamento fra le diverse società assicurative,

nonché tra le aree di *business* assicurative e bancarie; *(iii)* un'efficace gestione dei servizi comuni e delle risorse, *(iii)* la puntuale azione di controllo sulle *performance* delle aree di *business* e *(iv)* la gestione trasparente e diretta delle relazioni verso l'esterno del Gruppo. L'Operazione consentirà anche agli azionisti di Aurora di partecipare ad una società quotata sul Mercato Telematico Azionario con un titolo particolarmente liquido.

Nelle citate sedute dell'11 dicembre 2006 e 18 gennaio 2007, i Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora hanno altresì individuato gli intervalli entro i quali si prevedeva che si attestasse il Rapporto di Cambio; tali intervalli sono stati fissati in 0,431-0,5111 azioni ordinarie Unipol per ciascuna azione ordinaria Aurora e 0,266-0,315 azioni privilegiate Unipol per ciascuna azione ordinaria Aurora.

Nei suoi termini generali l'Operazione prevede i seguenti principali passaggi:

- l'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa da Unipol sul 33,34% del capitale della controllata Aurora ad un prezzo di Euro 2,45 per azione, pari ad un esborso massimo di Euro 751 milioni (di seguito anche "OPA");
- lo scorporo da Unipol dell'intero ramo assicurativo, in favore di una società di nuova costituzione, denominata Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A., dalla stessa interamente controllata, previo cambiamento dell'oggetto sociale di Unipol, alle condizioni di seguito esposte (di seguito il "Conferimento Unipol");
- lo scorporo da Aurora dell'intero ramo assicurativo, in favore di una società di nuova costituzione, denominata Nuova Aurora Assicurazioni S.p.A., dalla stessa interamente controllata (di seguito il "Conferimento Aurora");
- la fusione di Aurora in Unipol, con mantenimento da parte della società risultante dalla Fusione dello *status* di società quotata sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Il completamento delle suddette operazioni è previsto entro il mese di luglio 2007. In particolare, con riferimento all'OPA, alla conclusione del periodo di adesione (29 gennaio 2007 9 marzo 2007) sono state complessivamente apportate all'OPA n. 268.235.589 azioni ordinarie Aurora, pari al 29,16% del capitale sociale di Aurora e all'87,47% delle azioni oggetto dell'OPA; all'esito dell'OPA Unipol si trova pertanto ad essere titolare del 95,82% del capitale sociale di Aurora.

Nel contesto dell'Operazione spetterà il diritto di recesso: *(i)* agli azionisti di Aurora che non concorreranno all'assunzione della delibera di approvazione del Progetto di Fusione, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera *g)*, del Codice Civile ed eventualmente (in dipendenza cioè dell'efficacia del cambiamento dell'oggetto sociale di Unipol) anche ai sensi dello stesso art. 2437, comma 1, lettera a), del Codice Civile, e *(ii)* agli azionisti di Unipol che non concorreranno all'assunzione della delibera di approvazione della modifica dell'oggetto sociale in conseguenza del Conferimento di Unipol, ai sensi dell'art. 2437 comma 1, lettera *a)*, del Codice Civile.

Al fine di evitare che Unipol, all'esito delle procedure di recesso, ai sensi dell'art. 2437 quater, comma 5, del Codice Civile, si trovi a sostenere un esborso non coerente con i propri obiettivi strategici e di investimento della liquidità, la modifica dell'oggetto sociale di Unipol, funzionale al Conferimento di Unipol, sarà sospensivamente condizionata alla circostanza che il controvalore complessivo dei recessi (e dunque l'esborso complessivo che Unipol si potrebbe trovare a sostenere per far fronte al rimborso del valore di liquidazione delle azioni, ordinarie e privilegiate, di Unipol per le quali sia stato esercitato il diritto di recesso) non superi Euro 100 milioni. Conseguentemente, le dichiarazioni di recesso degli azionisti Unipol manifestate ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera *a)*, del Codice Civile, a loro volta, saranno efficaci solo nel caso in cui l'esborso complessivo che Unipol dovrà sostenere per far fronte al rimborso del valore di liquidazione delle azioni ordinarie e privilegiate di Unipol oggetto di recesso non

superi il suddetto importo. Unipol si è riservata comunque la facoltà di dare esecuzione al Conferimento di Unipol e alla modifica del proprio oggetto sociale anche nell'ipotesi in cui il valore di rimborso di tutte le azioni oggetto di recesso ecceda il predetto importo di Euro 100 milioni.

Il valore di liquidazione delle azioni di Aurora eventualmente oggetto di recesso è stato fissato in Euro 2,30 per azione dal Consiglio di Amministrazione di Aurora tenutosi in data 18 gennaio 2007.

Nel caso di Unipol, essendo società quotata, il valore di liquidazione delle azioni eventualmente oggetto di recesso è stato fissato in Euro 2,589 per ciascuna azione ordinaria ed Euro 2,308 per ciascuna azione privilegiata, ai sensi dell'art. 2437 ter comma 3 del Codice Civile, ossia facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'avviso di convocazione dell'Assemblea degli azionisti chiamata ad approvare la modifica dell'oggetto sociale di Unipol, avvenuta in data 18 dicembre 2006.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Unipol, da Aurora, dai Consulenti e dalla società di revisione, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

a. Il Progetto di Fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Unipol e Aurora, approvate nelle riunioni del 15 marzo 2007, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

   n. 0,510 azioni ordinarie e n. 0,314 azioni privilegiate Unipol di nuova emissione, tutte prive di valore nominale, per ogni azione ordinaria Aurora del valore nominale di Euro 0,27 cadauna.

   Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni di cui al successivo punto b.

b. La relazione al Consiglio di Amministrazione di Aurora denominata "Relazione inerente il rapporto di cambio relativo alla fusione tra Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. e Aurora Assicurazioni S.p.A.", datata 15 marzo 2007 e predisposta da Credit Suisse. La relazione indirizzata da Mediobanca al Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 14 marzo 2007.

c. La seguente altra documentazione:

   - statuti di Unipol e di Aurora
   - progetto di bilancio di esercizio di Aurora, progetti di bilancio di esercizio e consolidato di Unipol e progetti di bilancio delle principali società controllate da Unipol al 31 dicembre 2006 approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, in corso di esame da parte della società di revisione;
   - bilancio di esercizio di Aurora, bilancio di esercizio e consolidato di Unipol e bilancio d'esercizio delle principali società controllate da Unipol al 31 dicembre 2005, corredati delle rispettive relazioni degli amministratori, dei collegi sindacali e delle società di revisione;
   - relazione semestrale individuale e consolidata di Unipol al 30 giugno 2006, redatte in conformità alle vigenti disposizioni in materia di informativa infrannuale delle società quotate, corredate delle relazioni della società di revisione;

- relazione semestrale al 30 giugno 2006 di Aurora, redatta in conformità al Provvedimento ISVAP n. 1207 G, corredata della relazione della società di revisione;
- relazione trimestrale consolidata di Unipol al 30 settembre 2006;
- Piano Industriale approvato nella riunione del Consiglio di Amministrazione del 13 settembre 2006;
- previsioni economico-finanziarie di Aurora contenute nel Piano Industriale;
- documento di offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria delle azioni ordinarie di Aurora promossa da Unipol;
- pareri del collegio sindacale e della società di revisione sul valore di liquidazione delle azioni Aurora in caso di recesso;
- relazioni relative alle verifiche dell'attendibilità della stima del *business in force* e del *new business* dei portafogli dei contratti di assicurazione sulla vita delle principali società del Gruppo Unipol al 31 dicembre 2005 ed al 30 giugno 2006 effettuate da un attuario indipendente;
- documentazione relativa al margine di solvibilità di Aurora e di Unipol al 31 dicembre 2006;
- ricerche ed analisi finanziarie recenti su Unipol pubblicate da *broker* e banche di investimento;
- ricerche, documenti ufficiali ed analisi relative a società operanti nel settore assicurativo e bancario;
- informazioni relative all'andamento dei corsi borsistici ottenuti attraverso banche dati specializzate;
- dettagli e prospetti elaborati dai Consulenti delle Società ed utilizzati nella predisposizione delle rispettive relazioni.

d. Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di Unipol e di Aurora, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

4.1 Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi consulenti, hanno individuato metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali e applicative, consentono di valutare in maniera omogenea le Società.

Secondo la normale prassi valutativa, il presupposto fondamentale per l'ottenimento di valori significativi e comparabili ai fini di operazioni di fusione è infatti l'omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società e/o dei gruppi oggetto di valutazione.

Pertanto, le valutazioni sono state effettuate dagli Amministratori e dai Consulenti con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, dando preminenza all'omogeneità e comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società

considerate singolarmente; tali valutazioni vanno quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla Fusione. In particolare, i metodi di valutazione ed i conseguenti valori sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo per il Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione ed in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

Gli Amministratori e i Consulenti hanno individuato i principali metodi di valutazione per la stima dei valori di Unipol e di Aurora, avuto riguardo alle caratteristiche distintive delle società stesse, alla tipologia di operatività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano. Le valutazioni sono state condotte in ottica *stand-alone*.

I risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione riflettono le condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento e sono quindi soggetti alle variazioni di tali condizioni, nonché alle variazioni nella situazione economico-finanziaria e nelle prospettive delle società coinvolte o delle società confrontabili. L'insieme di tali circostanze potrebbe, pertanto, influenzare in misura significativa i risultati ottenuti.

Di seguito si illustrano i metodi adottati dagli Amministratori e dai Consulenti per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione.

4.1.1. Metodi seguiti dagli amministratori di Unipol

Gli amministratori di Unipol, anche sulla base delle indicazioni di Mediobanca, hanno ritenuto opportuno procedere alla valutazione delle Società utilizzando:

- Criteri analitici:
  - metodi finanziari: Dividend Discount Model (DDM);
  - metodi patrimoniali: metodo misto patrimoniale-reddituale e metodo della Somma delle Parti (SoP);
- Criteri di mercato: metodo dei multipli di mercato.

4.1.2. Metodi seguiti dagli amministratori di Aurora

Gli amministratori di Aurora, anche sulla base delle indicazioni di Credit Suisse, hanno ritenuto opportuno procedere ad una valutazione separata di Aurora e Unipol; inoltre, sulla base della struttura azionaria delle Società *ante* Fusione e del modello di *governance* già in essere, del già elevato grado di integrazione e coordinamento fra le Società partecipanti alla Fusione e della mancanza di sinergie derivanti dalla Fusione, hanno ritenuto che il Rapporto di Cambio non debba riflettere alcun premio riconoscibile agli azionisti di Aurora diversi da Unipol.

In particolare, la valutazione di Aurora è stata effettuata utilizzando:

- Criteri finanziari: Dividend Discount Model (DDM);
- Criteri di mercato: metodo dei multipli di mercato, metodo della retta di regressione e metodo dei prezzi obiettivo degli analisti (e somma delle parti).

Gli amministratori di Aurora hanno inoltre effettuato: *(i)* una valutazione di Aurora sulla base del livello di capitalizzazione attuale (inferiore al livello di società comparabili, in quanto beneficia del capitale accentrato nella controllante Unipol) e *(ii)* una valutazione di Aurora "ricapitalizzata" per allineare il suo livello di patrimonializzazione "*stand alone*" a quello delle società comparabili.

La valutazione di Unipol è stata invece effettuata sulla base di una logica per "somma delle parti", ovvero attraverso la suddivisione di Unipol in tre diverse componenti, valutate separatamente:

- Aurora, valutata sulla base di quanto sopra indicato;
- Unipol Banca S.p.A. (di seguito anche "Unipol Banca"), valutata sulla base del metodo dei multipli di mercato;
- "Unipol residuale", valutata sulla base del metodo dei multipli di mercato.

Nella valutazione di Unipol gli amministratori di Aurora hanno anche tenuto in considerazione la presenza, all'interno del Gruppo di "capitale in eccesso", valutandolo, nell'ambito di "Unipol residuale", sulla base di un multiplo di valore pari a 1,0.

La valutazione di Unipol è stata quindi effettuata dagli amministratori di Aurora come sommatoria di Aurora, Unipol Banca e "Unipol residuale", rettificata in modo da escludere l'effetto del "capitale in eccesso". Nell'ambito della valutazione di Unipol sono stati inoltre considerati i seguenti criteri di mercato:

- metodo dei prezzi di borsa;
- metodo delle transazioni comparabili.

Il Rapporto di Cambio derivante dalle valutazioni si fonda infine sull'ipotesi che Aurora non distribuisca dividendi a valere sull'esercizio 2006, mentre Unipol distribuisca, relativamente a tale esercizio, un dividendo in linea con quello dell'esercizio 2005.

4.2 Descrizione dei metodi di valutazione

4.2.1. Criteri analitici

4.2.1.1. Metodi finanziari

Dividend Discount Model (DDM)

Il Dividend Discount Model ipotizza che il valore di una società ("*W*") risulti dall'applicazione della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT_n$$

- DIV_t = flussi distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base dei piani industriali elaborati (di seguito "Periodo Esplicito") in modo da non intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- VT_n = valore terminale ("Terminal Value") calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine ("g").

Di seguito sono illustrate le principali assunzioni e parametri adottati dagli Amministratori e dai loro Consulenti per lo sviluppo della formula di valutazione.

a) Previsioni di sviluppo di Unipol e Aurora e stima del dividendo distribuibile (DIV_t)

Per la stima dei flussi distribuibili agli azionisti:

- gli amministratori di Unipol hanno identificato come orizzonte temporale il periodo 2006-2009 cui si riferiscono il Piano Industriale e le proiezioni economico-finanziarie di Aurora.

Il dividendo distribuibile agli azionisti è stato stimato sulla base di un'ipotesi di mantenimento di un livello di copertura del Margine di Solvibilità del 130%.

- gli amministratori di Aurora hanno identificato come orizzonte temporale il periodo 2006-2009 cui si riferiscono le proiezioni economico-finanziarie di Aurora.

  Il dividendo distribuibile agli azionisti è stato stimato sulla base di un'ipotesi di mantenimento di un livello di copertura del Margine di Solvibilità del 147%, stimato a seguito dell'analisi del Margine di Solvibilità di società quotate comparabili.

b) Tasso di attualizzazione (i)

Il tasso di attualizzazione utilizzato dagli amministratori di Aurora nella valutazione di Aurora corrisponde al costo del capitale di rischio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso, stimato pari all'11.00%, è stato determinato sulla base di un'analisi del costo del capitale di rischio di società comparabili quotate sul mercato italiano (Assicurazioni Generali S.p.A., Società Cattolica di Assicurazioni Soc. Coop., Fondiaria-SAI S.p.A. e Unipol Assicurazioni S.p.A.).

Il tasso di attualizzazione utilizzato dagli amministratori di Unipol, che corrisponde al costo del capitale di rischio, è stato stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM") secondo la seguente formula:

$$i = R_f + Beta*(R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio.

A riguardo è stato considerato un R_f pari al tasso di rendimento del BTP decennale con scadenza il 1° agosto 2017, pari al 4,17% (Fonte Sole 24Ore).

R_m - R_f = premio per il rischio richiesto dal mercato.

A riguardo è stato considerato un premio per il rischio di mercato pari al 4,5%.

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato).

Per Aurora è stato considerato il beta medio *adjusted* relativo alle società comparabili quotate sul mercato italiano, calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di tre anni, pari a 0.886; per Unipol, è stato considerato il relativo beta medio *adjusted* calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di tre anni pari a 0.890 (Fonte Bloomberg).

Alla luce di quanto precede il tasso di attualizzazione utilizzato dagli amministratori di Unipol è stato stimato pari a 8,16% per Aurora e 8,18% per Unipol.

c) Terminal Value (VT)

$$VT = Dividendo\ normalizzato * (1 + g) / (K_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita di lungo periodo.

K_e = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio.

In particolare:

- gli amministratori di Unipol hanno determinato il Terminal Value sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2.0%.
- gli amministratori di Aurora hanno determinato il Terminal Value sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2,5%.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti con il DDM rispetto ai parametri valutativi utilizzati, sono state effettuate delle analisi di sensitività. Più nel dettaglio:

- gli amministratori di Unipol hanno effettuato delle analisi di sensitività in relazione al tasso di crescita di lungo periodo (intervallo 1.75%-2,25%) e al livello di copertura del Margine di Solvibilità (intervallo 125%-135%);
- gli amministratori di Aurora hanno effettuato delle analisi di sensitività in relazione al tasso di attualizzazione (intervallo 10,50%-11,50%), al tasso di crescita di lungo periodo (intervallo 2,00%-3,00%) e al livello di copertura del Margine di Solvibilità (intervallo 147%-175%).

4.2.1.2. Metodi patrimoniali

Metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale determina il valore di un'azienda esaminandone sia gli aspetti reddituali che quelli patrimoniali in modo da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali che sono componenti del valore.

Secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale, il valore di una compagnia di assicurazioni è calcolato come somma dei seguenti elementi:

i) patrimonio netto rettificato, calcolato in misura pari al patrimonio netto contabile, risultante alla data di riferimento della stima, rettificato in funzione delle differenze fra i valori correnti netti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio;

ii) valore intrinseco del portafoglio vita ("*Value of business In-Force*");

iii) avviamento del portafoglio danni;

iv) valore attuale dell'*extra* reddito inteso come differenza positiva o negativa tra il reddito normalizzato atteso e il rendimento giudicato soddisfacente rispetto alla tipologia di investimento considerato.

Il valore della compagnia di assicurazioni è pertanto determinato sulla base della seguente formula:

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

dove:

K' = patrimonio netto rettificato, che riflette le rettifiche patrimoniali dovute alle eventuali plusvalenze/minusvalenze su immobili, titoli, partecipazioni e altre attività, dedotto il valore degli attivi immateriali iscritti in bilancio

G = valore dell'avviamento del portafoglio danni, stimato sulla base di coefficienti di valorizzazione dei premi RC Auto e degli altri rami danni

VIF = valore intrinseco del portafoglio vita, stimato sulla base del valore attuale attuariale degli utili futuri del portafoglio vita in essere alla data della valutazione

R = reddito medio normale atteso

i = tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento

i' = tasso di attualizzazione, corrispondente al costo del capitale di rischio stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model

n = numero di anni ai quali si estende il calcolo del valore attuale dell'extra reddito.

Metodo della Somma delle Parti (SoP)

Il metodo della Somma delle Parti stima il valore di una compagnia di assicurazioni come sommatoria delle diverse "componenti di valore" che la caratterizzano, secondo la più generica metodologia del patrimonio netto rettificato con stima autonoma dell'avviamento.

Nell'ambito di suddetta metodologia, ciascuna componente del valore viene valutata autonomamente. In particolare:

i) patrimonio netto rettificato: calcolato, come già ricordato, in misura pari al patrimonio netto contabile, risultante alla data di riferimento della stima, rettificato in funzione delle differenze fra i valori correnti netti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio;

ii) valore intrinseco portafoglio vita: stimato, come già ricordato sulla base del valore attuale attuariale degli utili futuri del portafoglio vita in essere alla data della valutazione;

iii) avviamento del portafoglio danni: valorizzato sulla base della redditività del capitale impiegato nei vari rami assicurativi;

iv) valore della nuova produzione vita ("*New Business Value*"): determinato applicando un adeguato moltiplicatore al valore di un anno di nuova produzione determinato secondo criteri attuariali.

4.2.2. Criteri di mercato

Metodo dei multipli di mercato

Secondo il metodo dei multipli di mercato, il valore di una società dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento.

   Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla

confrontabilità delle società che costituiscono il campione.

I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti. Per l'applicazione di questo metodo:

- gli amministratori di Unipol hanno considerato un campione composto da: Fondiaria-SAI S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., Società Cattolica di Assicurazioni Soc. Coop. e Vittoria Assicurazioni S.p.A.;
- gli amministratori di Aurora hanno considerato:
  - per la valutazione di Aurora e di "Unipol residuale" un campione composto da: Assicurazioni Generali S.p.A., Fondiaria-SAI S.p.A., Società Cattolica di Assicurazioni Soc. Coop. e Unipol Assicurazioni S.p.A. (analogo a quello utilizzato nella stima del tasso di attualizzazione);
  - per la valutazione di Unipol Banca un campione costituito da banche nazionali, banche regionali e banche popolari.

2. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.

   Per ciascuna delle società costituenti il campione, gli Amministratori hanno considerato i multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi. La scelta di questi moltiplicatori è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie dei settori in analisi e della prassi di mercato, secondo la quale particolare rilevanza è tipicamente attribuita ai rapporti Prezzo/Utile Netto (P/E), Prezzo/Patrimonio Netto (P/BV), Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile[1] (P/TBV) e Prezzo/Embedded Value (P/EV).

   In particolare:

   - gli amministratori di Unipol hanno considerato il rapporto Prezzo[2]/Utile Netto.

     Per le compagnie assicurative che compongono il campione di riferimento sono state utilizzate le stime di utile netto da *consensus* costruito sulla base delle previsioni contenute nei rapporti di ricerca pubblicati dai principali analisti finanziari a partire dalla data di pubblicazione dei risultati relativi ai primi nove mesi dell'esercizio 2006 di ciascuna società componente il campione.

     Per Unipol e Aurora sono state utilizzate le proiezioni di utile netto risultanti rispettivamente dal Piano Industriale e dalle proiezioni economico-finanziarie 2006-2009.

   - Gli amministratori di Aurora hanno considerato:
     - per la valutazione di Aurora e di "Unipol residuale" i rapporti Prezzo/Utile Netto, Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile e Prezzo/Embedded Value;
     - per la valutazione di Unipol Banca i rapporti Prezzo/Utile Netto e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile[3].

3. Applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione, in modo da pervenire ad un intervallo di valori delle società stesse.

---

[1] "Patrimonio Netto Tangibile" = Patrimonio Netto – Avviamento.

[2] Gli amministratori di Unipol hanno considerato quale intervallo temporale di riferimento le medie aritmetiche relative all'ultimo mese dei prezzi di chiusura di Borsa a partire dal 12 marzo 2007 (Fonte: Datastream).

[3] Gli amministratori di Aurora hanno considerato il prezzo ufficiale al 7 marzo 2007 (Fonte: Factset).

Metodo della retta di regressione

Il metodo della retta di regressione (c.d. *Value Map*) stima il valore di una società sulla base della correlazione esistente, per un campione di società comparabili, fra la redditività prospettica del capitale proprio ed il relativo premio/sconto espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto. Tale correlazione è stimata attraverso una regressione statistica dei dati relativi al rapporto esistente tra la capitalizzazione di borsa e il patrimonio netto (espresso dal multiplo P/BV o P/TBV) e la redditività attesa dai mezzi propri (espressa dal RoE o dal RoTBV[4]) per il campione di società comparabili. Dall'analisi di tali valori è possibile desumere il multiplo P/BV o P/TBV associabile alla redditività prospettica della società oggetto di valutazione.

Il campione utilizzato dagli amministratori di Aurora ai fini dell'applicazione del metodo della retta di regressione per la valutazione di Aurora, corrisponde a quello utilizzato in applicazione del metodo dei multipli di mercato.

Metodo dei prezzi obiettivo degli analisti (e somma delle parti)

Il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della media, *consensus*, dei prezzi *target* del titolo espressi dagli analisti di primarie istituzioni finanziarie che seguono la società nei propri rapporti di ricerca.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un numero di ricerche, appartenenti ad un arco temporale recente, che rappresenti un campione significativo.

A tal proposito, gli amministratori di Aurora hanno esaminato la valutazione di Aurora effettuata nell'ambito di valutazioni del Gruppo Unipol per "somma delle parti" contenuta nei rapporti di ricerca nazionali ed internazionali emessi tra settembre e dicembre 2006.

Metodo dei prezzi di borsa

Il metodo dei prezzi di borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

In particolare, ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, gli amministratori di Aurora hanno considerato il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie e privilegiate di Unipol al 7 marzo 2007.

Metodo delle transazioni comparabili

L'applicazione del metodo delle transazioni comparabili individua il valore di un'impresa sulla base dei prezzi pagati per transazioni similari. Tali compravendite possono incorporare il riconoscimento di un premio legato: *(i)* all'acquisizione del controllo o di quote rilevanti di tali società *(ii)* al beneficio attribuito dall'acquirente per le sinergie conseguibili attraverso tali acquisizioni *(iii)* al valore strategico dell'operazione per l'acquirente.

---

[4] "Return on Equity" = Utile / Patrimonio Netto
"Return on Tangible Book Value" = Utile / Patrimonio Netto Tangibile.

Nel caso specifico, gli amministratori di Aurora hanno utilizzato, innanzitutto, la metodologia dei prezzi pagati in operazioni di fusione ed acquisizione similari aventi ad oggetto società quotate comparabili, ipotizzando, quindi, che la valutazione di mercato delle società acquisite esprima correttamente il valore su base *stand alone* dell'azienda acquisita. Ai fini dell'analisi, sono state selezionate alcune tra le più recenti operazioni avvenute in Italia aventi per oggetto istituzioni finanziarie quotate.

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

5.1 Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori di Unipol

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Unipol, anche con l'assistenza e il supporto di Mediobanca, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- utilizzo di dati previsionali relativamente al Piano Industriale e alle proiezioni economico-finanziarie 2006-2009 di Aurora, che per loro natura presentano profili di incertezza;
- redazione del Piano Industriale e delle proiezioni economico-finanziarie 2006-2009 di Aurora secondo principi contabili non omogenei, in quanto mentre le proiezioni economico-finanziarie di Aurora sono state predisposte secondo principi contabili italiani, il Piano Industriale è stato predisposto secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS. Ai fini dell'individuazione dell'intervallo dei rapporti di cambio è stata tuttavia considerata anche la riesposizione dell'utile netto di Aurora secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS. Tale riesposizione non costituisce peraltro una versione delle proiezioni economico-finanziarie 2006-2009 di Aurora secondo i principi contabili internazionali;
- con riferimento ad Aurora, assenza di riferimenti oggettivi di mercato, quali i valori di borsa, non essendo le azioni della stessa quotate su un mercato ufficiale regolamentato, ma presso il "TEMEX S.S.O. Terzomercato Exchange", gestito da Temex S.p.A. mercato non regolamentato degli strumenti finanziari dematerializzati diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, non più operativo da alcuni mesi.

5.2 Difficoltà di valutazioni incontrate dagli amministratori di Aurora

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Aurora, anche con l'assistenza e il supporto di Credit Suisse, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- i dati economici e finanziari di Unipol relativi all'esercizio chiusosi al 31 dicembre 2006 non sono ancora stati sottoposti all'approvazione dell'assemblea degli azionisti e il relativo processo di revisione contabile non è ancora stato completato. Il Consiglio di Amministrazione di Aurora non esprime nessun parere o valutazione sul valore che le azioni di Unipol avranno per effetto della pubblicazione dei risultati relativi all'esercizio 2006;
- le proiezioni economico-finanziarie 2006-2009 di Aurora non sono state separatamente presentate alla comunità finanziaria, bensì hanno esclusivamente costituito una componente del Piano Industriale;
- l'analisi è stata fondata sul piano/sulle proiezioni economico-finanziarie contenute nella documentazione utilizzata dal Consiglio di Amministrazione di Aurora. Poiché il piano/le proiezioni sono stati redatti sulla base di principi contabili non omogenei, gli amministratori di Aurora hanno effettuato delle analisi di sensitività allo scopo di tenere in considerazione i differenti principi contabili utilizzati. Inoltre, hanno effettuato un'analisi di sensitività in relazione al livello di patrimonializzazione di Aurora rispetto ai livelli di

patrimonializzazione di Unipol e delle società comparabili alle società interessate alla Fusione;

- non sono state tenute in considerazione le informazioni relative alle quotazioni storiche delle azioni ordinarie Aurora sul "Temex.it S.S.O. Terzomercato Exchange", sistema di scambi organizzati gestito da Temex S.p.A, data la scarsa liquidità storica del titolo Aurora e in quanto le negoziazioni su tale piattaforma risultano sospese dal 10 aprile 2006;
- sono stati considerati anche valori di mercato che sono significativamente influenzati dall'elevata volatilità che ha recentemente caratterizzato i mercati finanziari. Tale condizione di volatilità, ed in particolare la volatilità delle azioni ordinarie e privilegiate Unipol, potrebbe avere un impatto sul Rapporto di Cambio.

6. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

6.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori di Unipol

L'applicazione dei metodi di valutazione illustrati ha portato gli amministratori di Unipol ad individuare il seguente intervallo di valori per le Società:

Aurora		
	Valore *in Euro milioni*	
	Min	Max
DDM	1.958	2.174
Metodo misto patrimoniale-reddituale	2.248	2.407
Metodo della Somma delle Parti	2.177	2.491
Metodo dei multipli di mercato	2.219	2.611

Unipol		
	Valore *in Euro milioni*	
	Min	Max
DDM	5.820	6.340
Metodo misto patrimoniale-reddituale	6.494	6.798
Metodo della Somma delle Parti	7.809	8.518
Metodo dei multipli di mercato	6.118	7.792

Sulla base delle stime dei valori relativi di Aurora e di Unipol derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, tenuto anche conto:

- della proporzione attualmente esistente tra numero di azioni ordinarie e numero di azioni privilegiate[5];
- del rapporto di conversione esistente tra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle azioni privilegiate di Unipol alla data del 7 marzo 2007;

sono stati determinati i seguenti intervalli per il Rapporto di Cambio:

Intervalli Rapporto di cambio				
	N. az. Unipol ord. – N. azioni Aurora		N. az. Unipol priv. – N. azioni Aurora	
	Min	Max	Min	Max
DDM	0,534	0,544	0,329	0,335
Metodo misto patrimoniale-reddituale	0,550	0,562	0,339	0,346
Metodo della Somma delle Parti	0,443	0,464	0,273	0,286
Metodo dei multipli di mercato	0,532	0,576	0,328	0,355

6.2 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori di Aurora

L'applicazione dei metodi di valutazione illustrati ha portato gli amministratori di Aurora ad individuare il seguente intervallo di valori per le Società:

Valori delle Società		
	Valore *in Euro miliardi*	
	Min	Max
Aurora	2,0	2,3
Unipol	7,2	8,1

Sulla base delle stime dei valori relativi di Aurora e di Unipol derivanti dall'applicazione dei metodi descritti al paragrafo 5, tenuto anche conto della proporzione esistente alla data del 7 marzo 2007 tra la capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie e la capitalizzazione di

[5] L'art. 5 dello Statuto di Unipol recita: "In caso di aumento del capitale sociale mediante aumento del numero delle azioni, l'aumento stesso avverrà mediante emissione contemporanea di azioni delle categorie, di tempo in tempo esistenti, e nella proporzione esistente fra le categorie medesime".

mercato delle azioni ordinarie equivalenti, determinate sulla base del rapporto di conversione esistente tra le azioni ordinarie e le azioni privilegiate di Unipol alla stessa data, sono stati determinati i seguenti intervalli per il Rapporto di Cambio:

Intervalli Rapporto di Cambio				
	N. az. Unipol ord. – N. azioni Aurora		N. az. Unipol priv. – N. azioni Aurora	
	Min	Max	Min	Max
Rapporto di Cambio	0,417	0,503	0,258	0,311

I suddetti rapporti si attestano all'interno dell'intervallo di 0,431-0,511 azioni ordinarie Unipol e 0,266-0,315 azioni privilegiate Unipol per ciascuna azione ordinaria di Aurora approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 11 dicembre 2006 e dal Consiglio di Amministrazione di Aurora in data 18 gennaio 2007.

6.3 Determinazione del rapporto di cambio finale

All'esito dei suddetti processi valutativi e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto anche conto del lavoro svolto dai Consulenti, i Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora hanno definito e condiviso il seguente rapporto di cambio, che determina il numero di azioni di nuova emissione al servizio della Fusione:

n. 0,510 azioni ordinarie e n. 0,314 azioni privilegiate Unipol di nuova emissione, tutte prive di valore nominale, per ogni azione ordinaria Aurora del valore nominale di Euro 0,27 cadauna.

7. LAVORO SVOLTO

(a) Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al paragrafo 3 precedente

Con riferimento alla documentazione utilizzata, sono state svolte le seguenti procedure:

- Considerato che i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, assumono come base di riferimento ai sensi dell'art. 2501 quater le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2006 di Unipol e Aurora corrispondenti ai rispettivi progetti di bilancio delle società alla suddetta data, con riferimento a tali progetti di bilancio abbiamo effettuato colloqui con le Direzioni delle Società e con la rispettiva società di revisione, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la redazione dei progetti di bilancio, analisi critiche degli ammontari in essi esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, nonché analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2005.

  Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1.

  Abbiamo altresì raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società e la rispettiva società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di

chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

- Fermi restando l'incertezza ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni di Unipol e di Aurora i criteri utilizzati per la redazione del Piano Industriale, nonché delle proiezioni economico-finaziarie 2006-2009 di Aurora, anche al fine di verificare l'applicazione di criteri omogenei nella determinazione dei rispettivi dati prospettici.
- Abbiamo infine analizzato la documentazione elencata al paragrafo 3.

(b) Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Relativamente ai metodi adottati dagli Amministratori per la stima del valore delle Società e, quindi, del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio preservando il criterio dell'omogeneità valutativa. Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità dei procedimenti seguiti dagli amministratori di ciascuna società nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 3;
- verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare l'impatto sul Rapporto di Cambio al variare delle ipotesi, dei parametri e dei pesi utilizzati dai Consulenti;
- colloqui con i Consulenti, con i quali abbiamo discusso l'attività di analisi svolta sulle società oggetto di valutazione con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione ed al grado di sostenibilità attribuita dai Consulenti alle assunzioni su cui si basano le previsioni economico-finanziarie.

8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni, hanno privilegiato metodi che assicurano valori comparabili per le Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale finalità, peraltro, hanno seguito il principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, non necessariamente nell'applicazione del medesimo metodo di valutazione, quanto anche nell'utilizzo per ciascuna società dei metodi e/o dei parametri che meglio ne apprezzino le peculiarità e le leve di creazione del valore. Benché, infatti, operino nello stesso settore, le Società presentano caratteristiche dimensionali, operative ed organizzative nonché aree d'affari differenti, derivanti nel caso di Unipol anche dalle diverse entità che costituiscono il Gruppo. Tali aspetti hanno indotto gli Amministratori ad utilizzare parametri e/o metodi di valutazione differenti per valutare le Società, che permettessero di apprezzarne adeguatamente le specificità, fra cui:

- il valore dell'attività bancaria, che presenta caratteristiche e livelli di stabilità differenti rispetto all'attività assicurativa svolta tradizionalmente dal Gruppo;

- il diverso livello di patrimonializzazione del Gruppo nel suo complesso rispetto a quello di Aurora considerata individualmente.

Gli Amministratori si sono avvalsi per la determinazione del Rapporto di Cambio di propri consulenti, che hanno svolto le valutazioni in modo autonomo fra loro. La scelta dei metodi di valutazione e dei parametri operata dai Consulenti è stata pertanto differente ma ha comunque condotto gli stessi a considerare congruo dal punto di vista finanziario il Rapporto di Cambio. In particolare, il Rapporto di Cambio è sostanzialmente centrale rispetto all'intervallo dei rapporti di cambio individuati da Mediobanca, mentre risulta superiore, anche se per arrotondamenti, al limite massimo dell'intervallo dei rapporti di cambio individuati da Credit Suisse.

Ciò premesso, esprimiamo le nostre considerazioni a riguardo:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand alone* e non tengono conto di sinergie di ricavo o di costo che potrebbero derivare dalla Fusione, anche in considerazione del già elevato grado di integrazione e coordinamento fra le Società.

- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore assicurativo e finanziario, sia a livello nazionale che internazionale. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. I metodi adottati non devono essere peraltro analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Gli Amministratori e i Consulenti hanno ritenuto che tutti i metodi utilizzati fossero in grado di fornire il medesimo contenuto informativo alla determinazione del Rapporto di Cambio e non hanno quindi ritenuto che alcuni di essi dovessero essere considerati come metodi principali e altri come metodi di controllo.

- Gli Amministratori e i Consulenti hanno selezionato, nell'ambito ognuno della propria soggettività e comunque sulla base di procedimenti razionali, i metodi che hanno ritenuto più adeguati per la stima del Rapporto di Cambio.

  Gli amministratori di Unipol hanno utilizzato per le valutazioni criteri analitici (DDM, metodi patrimoniali) e criteri di mercato, mentre gli amministratori di Aurora hanno ritenuto di fondare le proprie considerazioni essenzialmente su riferimenti di mercato (multipli di mercato, retta di regressione, prezzi obiettivo degli analisti, prezzi di borsa per Unipol e metodo delle transazioni comparabili). Gli amministratori di Aurora hanno ritenuto inoltre di tener conto, per la valutazione di tale società, sia di riferimenti di mercato che dei risultati dell'applicazione di un criterio analitico (DDM).

  Pur nella diversità delle scelte fatte si osserva comunque che:

  - sia gli amministratori di Unipol che quelli di Aurora hanno considerato per la stima del Rapporto di Cambio parametri di mercato, che rappresentano quindi per entrambi un riferimento comune.

  - I Consulenti, pur seguendo un impianto metodologico differente, hanno ritenuto comunque congruo il Rapporto di Cambio. Gli azionisti delle Società, sulla base delle analisi svolte dagli Amministratori e dai Consulenti, hanno quindi la possibilità di formarsi un'opinione sul Rapporto di Cambio determinato con due processi valutativi differenti, che giungono peraltro alle stesse conclusioni in merito alla sua congruità. Il processo valutativo svolto dagli amministratori di una società può essere pertanto assimilato ad una forma di controllo del processo valutativo seguito dagli amministratori dell'altra società.

  - Ogni processo valutativo e ogni definizione di prezzo di una società comporta diversi gradi di discrezionalità. Qualora si confrontassero le valutazioni riferite ad una medesima

azienda e per le medesime finalità, poste in essere da più soggetti dotati di professionalità equivalenti, emergerebbero costantemente delle divergenze nelle modalità di sviluppo delle valutazioni, in particolare riguardo alla scelta dei metodi di valutazione e dei parametri. Ciò è dovuto alla soggettività che viene normalmente espressa dal valutatore e non significa necessariamente che i processi valutativi posti in essere dai diversi soggetti siano stati svolti in modo non accurato o senza la dovuta diligenza. Pur tenendo conto di tale soggettività, la scelta dei metodi di valutazione e dei parametri deve essere comunque ragionevole, non arbitraria, adeguatamente supportata e applicata in modo omogeneo per la valutazione delle società.

- Rispetto all'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati nel caso specifico si possono svolgere le seguenti considerazioni:

  - *Metodi finanziari (DDM)* – I metodi finanziari consentono di considerare su basi omogenee società che presentano caratteristiche operative differenti, in quanto permettono di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo DDM nell'accezione dell'Excess Capital è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza.

  - *Metodi patrimoniali (misto patrimoniale-reddituale, SoP)* – I metodi patrimoniali permettono di stimare il valore di un'azienda sulla base dei propri contenuti patrimoniali (mezzi propri, valore dei beni materiali e immateriali), e sono influenzati in maniera limitata da considerazioni sulle prospettive di reddito dell'azienda. Tali metodi, oltre che ad essere utilizzati nella prassi valutativa italiana per le compagnie assicurative, sono inoltre adatti nei casi in cui si renda opportuno mitigare l'incertezza sulle prospettive reddituali dell'azienda.

  - *Criteri di mercato (multipli di mercato, retta di regressione, prezzi obiettivo degli analisti)* – I criteri di mercato permettono di apprezzare il valore e l'appettibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul suo settore di riferimento. Tali criteri sono adatti nel caso di società che forniscono al mercato un'adeguata informativa sul proprio andamento attuale e prospettico e che operano in settori dove esistono società comparabili per tipologia di attività svolta, dimensioni, redditività. Nel caso specifico, i criteri di mercato sono ritenuti adeguati in quanto Unipol, quale società quotata, fornisce al mercato in modo regolare informazioni sulla propria situazione e sulle sue prospettive, incluse quelle delle principali partecipate, e il settore assicurativo presenta un numero sufficientemente ampio di società comparabili.

    Prezzo di borsa del titolo Unipol – Le fusioni nelle quali una sola delle società oggetto dell'operazione è quotata, presentano una difficoltà di valutazione, poiché solo per una delle società i prezzi di borsa possono costituire un riferimento per la determinazione del Rapporto di Cambio. Nella prassi valutativa si riscontrano in questa situazione comportamenti diversi. In alcuni casi, viene dato maggior peso alla necessità di salvaguardare il principio dell'omogeneità e pertanto i riferimenti forniti dalla borsa non vengono considerati nella stima del rapporto di cambio. In altri casi, si ritiene invece che il contenuto informativo fornito dalla borsa sia così significativo ai fini della fissazione di un valore dell'azienda che il suo contenuto non possa essere trascurato. Nel caso in esame, il Consiglio di Amministrazione di Unipol ha ritenuto più opportuno salvaguardare il principio di omogeneità e non ha quindi considerato nelle valutazioni di Unipol le quotazioni di borsa del titolo stesso; viceversa il Consiglio di Amministrazione di Aurora ha ritenuto rilevanti tali quotazioni e le ha considerate nella stima del Rapporto di Cambio. La lettura congiunta delle relazioni dei due Consigli di Amministrazione

permette, quindi, di analizzare il Rapporto di Cambio sulla base dei due approcci seguiti nella prassi, allorché solo una delle società oggetto della fusione sia quotata.

Si ritiene infine opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di metodi omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tali valori non sono pertanto utilizzabili per finalità diverse.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Nell'espletamento del nostro incarico abbiamo incontrato le problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso di società che, sebbene operanti nel medesimo settore di riferimento, presentano differenze dimensionali, operative ed organizzative nonché aree d'affari differenti.

In merito alle principali limitazioni e difficoltà valutative incontrate si segnalano in particolare le seguenti:

- *Dati prospettici utilizzati* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori e dai Consulenti hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalle Società, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche, a fenomeni esogeni all'azienda, al livello di capitale impiegato, nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Fra l'altro, nel caso specifico, i risultati prospettici potrebbero essere influenzati da alcune recenti novità legislative (disciplina del risarcimento diretto dei danni derivanti dalla circolazione stradale; liberalizzazioni, con particolare riguardo ai mandati agenziali e ai contratti di assicurazione di durata pluriennale), che potrebbero avere un impatto sulle prospettive di reddito delle compagnie assicurative, allo stato attuale difficilmente prevedibile.
  Il Piano Industriale e le proiezioni economico-finanziarie 2006-2009 di Aurora sono stati redatti sulla base di principi contabili non omogenei (principi IAS/IFRS per Unipol, principi contabili nazionali per Aurora). Sono state peraltro svolte delle analisi di sensitività allo scopo di considerare nelle valutazioni gli effetti dei differenti principi contabili utilizzati.
- *Situazioni patrimoniali ed Embedded Value* - Gli Amministratori e i Consulenti hanno basato le proprie analisi sulle situazioni patrimoniali corrispondenti ai progetti di bilancio per l'esercizio 2006. I progetti di bilancio d'esercizio e consolidato di Unipol saranno sottoposti all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti convocata in prima convocazione per il giorno 23 aprile 2007, mentre il progetto di bilancio d'esercizio di Aurora sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti convocata in prima convocazione per il giorno 18 aprile 2007; non sono altresì attualmente disponibili le relazioni della società di revisione. Inoltre, la valutazione del *Value of business In Force* del portafoglio vita e del valore della nuova produzione del ramo vita, utilizzati dagli Amministratori e dai Consulenti nello sviluppo delle metodologie valutative, sono riferiti alla data del 30 giugno 2006, in quanto i corrispondenti dati al 31 dicembre 2006 non erano ancora disponibili, né erano stati sottoposti a verifica indipendente, al momento della effettuazione delle valutazioni per la determinazione del Rapporto di Cambio.
- *Volatilità dei mercati* - Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni degli analisti finanziari che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati.
- *Quotazione delle azioni Aurora* - Nell'effettuare le proprie analisi gli Amministratori e i Consulenti non hanno tenuto in considerazione le informazioni relative alle quotazioni storiche delle azioni ordinarie Aurora sul "Temex.it S.S.O. Terzomercato Exchange",

sistema di scambi organizzati gestito da Temex S.p.A. data la scarsa liquidità del titolo Aurora e in quanto le negoziazioni su tale piattaforma risultano sospese dal 10 aprile 2006.

Le suddette limitazioni e difficoltà sono state da noi tenute in attenta considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori di Unipol e di Aurora anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nel progetto di fusione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

Riccardo Azzali

Riccardo Azzali

Socio

Bologna, 22 marzo 2007