

## **Allegato 7**

Relazione di valutazione di Mediobanca -  
Banca di Credito Finanziario S.p.A.  
per il Consiglio di Amministrazione di  
Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.

---





**MEDIOBANCA**  
*Banca di Credito Finanziario S.p.A.*

*Milano, 14 marzo 2007*

*Pazzetta Enrico Cuccia, 1*

Spett.le

Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.

Via Stalingrado, 45

40128 Bologna

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. ("Unipol" e, insieme alle altre società del gruppo di appartenenza, il "Gruppo Unipol") ha approvato, nella seduta dell'11 dicembre 2006, un progetto di revisione del modello organizzativo (l'"Operazione") che prevede:

- promozione di un'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria (l'"OPA" o l'"Offerta"), ai sensi degli art. 102 e seguenti, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente integrato e modificato, sulle n. 306.658.358 azioni ordinarie Aurora Assicurazioni S.p.A. ("Aurora"), pari al 33,34% del capitale sociale ordinario di Aurora e alla totalità delle azioni della stessa non ancora detenute direttamente o indirettamente da Unipol, ad un prezzo pari a Euro 2,45 per azione, il cui periodo di adesione si è concluso in data 9 marzo 2007;
- scorporo da Aurora dell'intero ramo di azienda assicurativo in favore di Nuova Aurora Assicurazioni S.p.A., società interamente partecipata da Aurora;
- scorporo da Unipol dell'intero ramo di azienda in favore di Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A., società interamente partecipata da Unipol medesima;
- fusione per incorporazione di Aurora in Unipol (la "Fusione"). I Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora hanno approvato, rispettivamente in data 11 dicembre 2006 e in data 18 gennaio 2007, un intervallo del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie e privilegiate di Unipol, da un lato, e le azioni ordinarie Aurora dall'altro. Detto intervallo è stato fissato in 0,431-0,511 azioni ordinarie Unipol e 0,266-0,315 azioni privilegiate Unipol per ciascuna azione ordinaria di Aurora.

I Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora - dopo aver approvato i termini generali dell'Operazione - sono ora chiamati ad esaminare e approvare il progetto di fusione fra le due società (il "Progetto di Fusione"), con fissazione del rapporto di cambio definitivo relativo alla Fusione.

Unipol ha conferito a Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") un incarico (l'"Incarico") relativo, tra l'altro, alla predisposizione di una *fairness opinion* (la "*Fairness Opinion*") con riferimento al rapporto di cambio della Fusione (il "Rapporto di Cambio"), ad uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Unipol per le determinazioni di propria competenza.

*Per  
Cal*



La *Fairness Opinion* non potrà essere divulgata, in tutto o in parte, a terzi o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella stessa e nell'incarico. Nessuno, ad eccezione dei componenti del Consiglio di Amministrazione di Unipol, è autorizzato a fare affidamento sulla *Fairness Opinion*. Qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, della *Fairness Opinion* dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Mediobanca. Le conclusioni espresse nella *Fairness Opinion* sono basate sul complesso delle valutazioni in essa contenute e pertanto nessuna parte della *Fairness Opinion* potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla *Fairness Opinion* nella sua interezza. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nella *Fairness Opinion*.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico, Mediobanca ha, tra l'altro, preso in esame la seguente principale documentazione:

- il bilancio consolidato per l'esercizio 2005, la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 e la relazione trimestrale consolidata al 30 settembre 2006 di Unipol;
- il bilancio civilistico per l'esercizio 2005, la relazione semestrale civilistica al 30 giugno 2006 e la relazione trimestrale civilistica al 30 settembre 2006 di Aurora;
- il Piano Industriale 2006-2009 del Gruppo Unipol, redatto secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS, e la presentazione al mercato dello stesso (il "Piano Unipol");
- il Piano Industriale 2006-2009 di Aurora, redatto secondo i principi contabili italiani (il "Piano Aurora");
- principali dati economico-patrimoniali preconsuntivi relativi all'esercizio 2006, tra cui gli schemi di conto economico e stato patrimoniale di Unipol e Aurora;
- il valore del *Net Asset Value* al 31 dicembre 2006 e la valorizzazione del portafoglio dei premi vita ("*Value of In-Force*") di Unipol e Aurora al 30 giugno 2006, così come fornito dal *management*;
- per un campione di assicurazioni italiane comparabili, le informazioni relative all'andamento dei prezzi dei titoli e dati di *consensus* su utile netto nonché *research report* pubblicati da varie banche d'affari ed intermediari finanziari;
- ulteriori dati finanziari e gestionali relativi ad Aurora forniti nel corso di conversazioni e incontri con il *management* di Unipol, tra cui in particolare la proposta di non distribuzione di un dividendo agli azionisti di Aurora relativamente all'utile generato nell'esercizio 2006;
- informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

Nello svolgimento dell'incarico, Mediobanca ha ipotizzato che siano state fornite dal Gruppo Unipol tutte le informazioni ritenute necessarie e rilevanti ai fini dell'espletamento dello stesso e ha fatto affidamento sul fatto che tali informazioni fossero complete, veritiere e accurate, senza pertanto effettuare o richiedere verifiche indipendenti. Mediobanca non si assume pertanto alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle informazioni utilizzate per le proprie analisi.



La *Fairness Opinion* è necessariamente basata su proiezioni economico-finanziarie, sui dati storici e sulle stime di *Embedded Value*; è perciò possibile che cambiamenti negli stessi possano comportare una variazione delle conclusioni raggiunte da Mediobanca nello svolgimento dell'incarico.

La *Fairness Opinion* è infine necessariamente riferita, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e finanziarie del mercato mobiliare.

Tra i limiti e le difficoltà di valutazione occorre segnalare che il Piano Unipol e il Piano Aurora sono stati redatti secondo principi contabili non omogenei. In particolare il Piano Aurora è stato redatto secondo principi contabili italiani, viceversa il Piano Unipol è stato redatto secondo principi contabili internazionali IAS-IFRS. Ai fini della individuazione del rapporto di cambio Mediobanca ha tuttavia considerato anche la riesposizione dell'utile netto di Aurora secondo principi contabili internazionali IAS-IFRS, così come fornita dal *management* di Unipol. Tale riesposizione non costituisce peraltro una versione del Piano Aurora secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS.

Tenendo conto delle caratteristiche specifiche di Aurora e di Unipol, della tipologia di operatività e del mercato di riferimento in cui le stesse operano, nonché della prassi valutativa in linea con gli *standard* internazionali di mercato, le metodologie individuate per l'elaborazione della *Fairness Opinion* sono le seguenti:

- Metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital*, basato su due componenti di valore: *i)* valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso e *ii)* *Terminal Value* calcolato quale valore di una rendita perpetua, stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile, e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo;
- Metodo della Somma delle Parti, basato sull'analisi delle seguenti componenti del valore di una compagnia di assicurazioni quali: *i)* il patrimonio netto rettificato al fine di riesprimere a valori correnti le principali poste patrimoniali, *ii)* *Value of In-Force*, *iii)* avviamento sul portafoglio danni e *iv)* avviamento sulla nuova produzione vita (c.d. *New Business Value*);
- Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale, basato sull'analisi delle seguenti componenti del valore di una compagnia di assicurazioni quali: *i)* patrimonio netto rettificato, al fine di riesprimere a valori correnti le principali poste patrimoniali, *ii)* avviamento sul portafoglio danni, *iii)* *Value of In-Force* e *iv)* valore attuale dell'extra reddito, inteso come differenza tra il reddito medio-normale atteso ed il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato;
- Metodo dei Multipli di Mercato, basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili alla società oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore d'impresa.

Le metodologie di valutazione ed i conseguenti valori di capitale economico sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo di valori relativi ritenuti ragionevoli ai fini della fusione ed in nessun caso le valutazioni riportate nella *Fairness Opinion*, ovvero in altri documenti forniti da Mediobanca, sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore in un



contesto diverso da quello in esame. Infatti, presupposto essenziale per la stima delle condizioni finanziarie, nel contesto di un'operazione di fusione, è la quantificazione del valore relativo delle singole società oggetto di valutazione con l'obiettivo finale di addivenire, non tanto alla determinazione di un valore economico per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili ai fini della determinazione dei rapporti di cambio.

Le valutazioni espone nella *Fairness Opinion* sono state condotte in ottica stand-alone e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti.

Sulla base delle valutazioni effettuate e subordinatamente a quanto sopra espresso, è opinione di Mediobanca che il Rapporto di Cambio che il Consiglio di Amministrazione di Unipol intende proporre all'assemblea dei soci, ovvero:

- 0,510 azioni ordinarie Unipol e
- 0,314 azioni privilegiate Unipol

per ciascuna azione ordinaria Aurora sia congruo sotto il profilo economico-finanziario per gli azionisti di Unipol.

MEDIOBANCA

# **Allegato 8**

Relazione di valutazione di  
Credit Suisse Securities (Europe) Limited  
per il Consiglio di Amministrazione di  
Aurora Assicurazioni S.p.A.

---



**RELAZIONE INERENTE  
IL RAPPORTO DI CAMBIO  
RELATIVO ALLA FUSIONE  
TRA  
COMPAGNIA ASSICURATRICE UNIPOL S.p.A.  
E  
AURORA ASSICURAZIONI S.p.A.**

Relazione al Consiglio di  
Amministrazione di  
**Aurora Assicurazioni S.p.A.**

**15 Marzo 2007**

Credit Suisse Securities (Europe) Limited

<b>Indice</b>	<b>Pag.</b>
<b>1 Premessa .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Incarico di Credit Suisse .....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 La Fusione .....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 Altri ruoli del Consulente Finanziario.....</b>	<b>3</b>
<b>2 Finalità e utilizzo della presente Relazione .....</b>	<b>5</b>
<b>3 Lineamenti della fusione.....</b>	<b>7</b>
<b>3.1 La Fusione .....</b>	<b>7</b>
<b>3.2 Diritto di recesso.....</b>	<b>7</b>
<b>4 Aspetti Valutativi .....</b>	<b>9</b>
<b>4.1 Data di riferimento .....</b>	<b>9</b>
<b>4.2 Ipotesi alla base della valutazione.....</b>	<b>9</b>
<b>4.3 Documentazione utilizzata .....</b>	<b>9</b>
<b>4.4 Metodi di valutazione.....</b>	<b>11</b>
<b>4.5 Difficoltà e limiti della stima .....</b>	<b>16</b>
<b>5 Risultati e conclusioni .....</b>	<b>18</b>



## 1 Premessa

### 1.1 Incarico di Credit Suisse

Credit Suisse Securities (Europe) Limited (il "**Consulente Finanziario**" o "**CS**") è stata incaricata dal Consiglio di Amministrazione di Aurora Assicurazioni S.p.A. (rispettivamente il "**Consiglio**" e "**Aurora**"), in conformità all'incarico di cui alla Lettera in data 18 gennaio 2007 (l'"**Incarico**"), di fornire la propria assistenza nell'ambito del progetto di fusione per incorporazione di Aurora in Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A ("**Unipol**" e, unitamente ad Aurora, le "**Società Interessate alla Fusione**"). Più precisamente, il Consiglio ha richiesto al Consulente Finanziario di fornire, sulla scorta delle informazioni ad oggi nella disponibilità del Consulente Finanziario, un'indicazione, ad uso esclusivo del Consiglio, sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del rapporto di cambio tra azioni ordinarie Aurora e azioni ordinarie e privilegiate Unipol (il "**Concambio**") per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol.

### 1.2 La Fusione

Al Consulente Finanziario (**A**) è stato comunicato che il Concambio inerisce alla prospettata operazione di fusione per incorporazione in Unipol di Aurora (la "**Fusione**") e (**B**) è stato chiesto di indicare per il tramite della presente relazione (la "**Relazione**") – ai sensi e termini, e subordinatamente alle assunzioni, considerazioni e limitazioni che saranno evidenziati di seguito - la propria opinione in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol, del Concambio.

Secondo quanto comunicato al Consulente Finanziario e quanto dallo stesso assunto - a seguito dell'Offerta Pubblica di Acquisto di azioni ordinarie Aurora, lanciata da Unipol in data 29 gennaio 2007 e conclusasi in data 9 marzo 2007 (l'"**Offerta**") - Unipol detiene il 95,8% del capitale sociale di Aurora.

Il Consulente Finanziario è stato inoltre informato che i Consigli di Amministrazione di Unipol e Aurora si riuniranno in data odierna per convocare le rispettive assemblee straordinarie per l'approvazione del progetto di fusione, sulla base, fra l'altro, di un Concambio pari a 0,510 azioni ordinarie Unipol e 0,314 azioni privilegiate Unipol per ciascuna azione ordinaria Aurora. A questo proposito, CS ha assunto che ciascun Consiglio di Amministrazione e ciascuna assemblea straordinaria delle Società Interessate alla Fusione approverà il progetto di fusione.

Il Consulente Finanziario non ha partecipato alle negoziazioni né ha assistito alcuna delle Società Interessate alla Fusione in merito alla Fusione medesima.

### 1.3 Altri ruoli del Consulente Finanziario

Il Consulente Finanziario fa parte di un gruppo operante nei settori dell'investment banking e della consulenza finanziaria e, direttamente e/o attraverso le sue società controllanti, controllate, collegate e/o società soggette a comune controllo (le "**Società del Gruppo**"), potrebbe attualmente, o comunque potrà in futuro, prestare tali servizi a favore di Unipol e/o Aurora e/o di altre società appartenenti al Gruppo Unipol.

Il Consulente Finanziario e le Società del Gruppo operano altresì nel trading di strumenti finanziari e prestano attività di brokeraggio e, nel corso normale della loro attività, possono comperare, vendere e/o detenere, a breve o lungo termine, a nome e/o nell'interesse proprio o di terzi, azioni, obbligazioni, warrants o altri strumenti finanziari.

Il Consulente Finanziario e le Società del Gruppo potranno assumere incarichi con riferimento alla cessione e/o all'acquisto di attività e/o partecipazioni, e/o all'emissione e/o collocamento di titoli da parte di qualsiasi delle Società Interessate alla Fusione e/o di altre società appartenenti al Gruppo Unipol.

Nell'ambito dell'incarico, il Consiglio ha altresì richiesto al Consulente Finanziario di fornire, nel contesto del più ampio progetto di riorganizzazione del Gruppo Unipol - così come descritto nel comunicato stampa emesso da Unipol in data 11 dicembre 2006 - un'opinione sulla congruità, dal punto di vista finanziario, dell'Offerta, per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol. Il Consulente Finanziario ha presentato e consegnato la suddetta opinione al Consiglio in data 18 gennaio 2007.

Quanto sopra è stato già indicato dal Consulente Finanziario al momento dell'incarico e il Consiglio, prendendone atto, ha confermato a CS l'incarico di predisporre la Relazione.



## 2 Finalità e utilizzo della presente Relazione

La Relazione è stata redatta per uso esclusivo del Consiglio, che ne è l'unico e solo destinatario, a supporto delle determinazioni di sua competenza e al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti eventualmente utilizzabili ai fini della sua valutazione del Concambio nell'ambito della Fusione. La presente Relazione (ed ogni altro documento di back-up eventualmente messo a disposizione del Consiglio) non potrà essere utilizzata per nessun altro fine, né da alcun soggetto diverso dal Consiglio. In particolare, ma senza limitazione alcuna, nessuna Società Interessata alla Fusione, nessuno degli esperti nominati ai sensi dell'art. 2501 sexies cod. civ. (gli "Esperti"), nessun terzo (inclusi i dipendenti e/o creditori e/o garanti e/o controparti contrattuali delle Società Interessate alla Fusione), nessun socio (attuale o futuro), obbligazionista (convertibile o non) o portatore di altri strumenti finanziari di Aurora o di Unipol potrà fare affidamento sul contenuto della presente Relazione e/o fondarvi alcuna decisione o assunzione incluse quelle eventualmente inerenti l'approvazione in Assemblea della Fusione, e/o utilizzare la Relazione per derivarne diritti di alcun genere, nonostante l'eventuale pubblicazione della stessa e/o l'inclusione della stessa in qualsiasi documento o pacchetto informativo relativo alla Fusione. La presente Relazione non costituisce un'offerta né una raccomandazione di vendita o di acquisto di azioni, obbligazioni o strumenti finanziari emessi dalle Società Interessate alla Fusione, né può essere interpretata in tal senso.

Il Consiglio valuterà autonomamente come utilizzare le conclusioni espresse dal Consulente Finanziario nella presente Relazione. Inoltre, ogni scelta e decisione in merito al Concambio e/o, più in generale, alla Fusione, nonché l'analisi delle motivazioni, implicazioni e conseguenze strategiche, commerciali, contabili, fiscali, legali e regolamentari della Fusione resta di esclusiva competenza del Consiglio che sarà pertanto l'unico e solo responsabile di tali scelte e decisioni.

Nel caso in cui sia richiesto da previsioni legislative o regolamentari ovvero da ordini o ingiunzioni di pubbliche autorità, il Consiglio potrà mettere la Relazione a disposizione delle autorità competenti, fermo restando che il Consulente Finanziario dovrà essere informato tempestivamente e, per quanto possibile, in anticipo, per dare il suo assenso scritto circa le modalità, la forma e l'ampiezza della messa a disposizione della presente Relazione alle suddette autorità competenti. Al di fuori dei casi sopra menzionati, qualsiasi forma di diffusione della Relazione o del suo contenuto dovrà essere preventivamente autorizzata e concordata per iscritto, nella forma e nel contenuto, dal Consulente Finanziario.

Le valutazioni di Aurora e Unipol contenuti nella presente Relazione devono essere letti solo ed esclusivamente in funzione della congruità del Concambio da un punto di vista finanziario per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol. In particolare, le valutazioni espresse nella Relazione sono esclusivamente finalizzate ad esprimere una stima comparativa dei valori dei capitali economici di Aurora e Unipol come risultanti alla data odierna e come rappresentati al Consulente Finanziario. Tali valutazioni possono essere intese unicamente in termini relativi, con esclusivo riferimento alla Fusione. Esse non possono né potranno essere messe a confronto con i valori in futuro espressi dal mercato o con prezzi di cessione né essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di alcuna delle Società Interessate alla Fusione.

Il Consulente Finanziario non esprime alcun parere o valutazione sul valore che le azioni di Aurora e Unipol avranno per effetto delle delibere di Fusione, né sul valore che le azioni Unipol avranno per effetto della Fusione una volta completata. Nulla di quanto rappresentato



nella Relazione può o potrà essere ritenuto garanzia o indicazione dei risultati futuri delle Società Interessate alla Fusione, o di qualunque società controllata o partecipata dalle stesse. Pertanto, come detto, tutte le indicazioni di carattere valutativo contenute nella presente Relazione non possono essere utilizzate per finalità differenti dall'indicazione circa la congruità, dal punto di vista finanziario, del Concambio, per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol.

Lo scopo ed eventualmente la data di riferimento della presente Relazione sono diversi da quelli della relazione che sarà prodotta dagli Esperti ai sensi dell'art. 2501-sexies cod.civ. e potrebbe basarsi su metodologie dissimili da quelle utilizzate in detta relazione. Conseguentemente, la presente Relazione può contenere indicazioni e giungere a risultati anche significativamente differenti da quelli che verranno indicati dagli Esperti. La presente Relazione, pertanto, non sostituirà né integrerà l'anzidetta relazione degli Esperti, né è finalizzata a fornire alcun termine di paragone o di riferimento per la preparazione di tale relazione.

La presente Relazione, inoltre, non costituisce, né può essere interpretata come, o assimilata a, una perizia ai sensi dell'Allegato 3A del Regolamento Consob 11971/99 o una relazione ai sensi dello stesso Regolamento.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in essa contenute, tenuto conto delle informazioni a disposizione del Consulente Finanziario alla data odierna e delle difficoltà di valutazione esposte al successivo paragrafo 4.5. Nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dalla Relazione stessa nella sua interezza. Le suddette conclusioni sono comunque soggette ai termini e alle condizioni dell'Incarico.



### 3 Lineamenti della fusione

#### 3.1 La Fusione

La Fusione si sostanzia nella fusione per incorporazione di Aurora in Unipol. Il progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dei competenti Consigli di Amministrazione di Unipol e di Aurora alla data della presente Relazione. Al riguardo, è previsto che Unipol emetta al servizio del Concambio azioni ordinarie e privilegiate, attribuendo agli azionisti di Aurora che non hanno aderito all'Offerta e avranno mantenuto la disponibilità delle azioni Aurora sino al perfezionamento della Fusione, un numero di azioni ordinarie e privilegiate Unipol determinato in base alla proporzione attualmente esistente fra le due categorie di azioni.

Secondo quanto ci è stato comunicato e abbiamo assunto, le Società Interessate alla Fusione possono essere così individuate:

- Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A., con sede in Bologna, via Stalingrado 45, capitale sociale al 31/12/06 pari a € 2.360.144.410 i.v., rappresentato da n. 1.460.524.546 azioni ordinarie e n. 899.619.864 azioni privilegiate prive di valore nominale, in qualità di società incorporante. Le azioni di Unipol, rappresentative dell'intero capitale sociale della stessa, sono quotate al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A;
- Aurora Assicurazioni S.p.A., con sede in San Donato Milanese (MI), via dell'Unione Europea 3, capitale sociale al 31/12/06 pari a € 248.346.782,73 i.v., rappresentato da n. 919.802.899 azioni ordinarie del valore nominale di €0,27 cadauna, in qualità di società incorporata. Le azioni ordinarie di Aurora sono negoziabili sul "Temex.it S.S.O. Terzomercato Exchange", sistema di scambi organizzati gestito da Temex S.p.A. Il funzionamento della piattaforma di negoziazione del Temex risulta sospeso dal 10 aprile 2006 per esigenze di adeguamento del proprio regolamento dettate anche dalla Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

#### 3.2 Diritto di recesso

La Fusione si inserisce nel contesto del più ampio progetto di riorganizzazione del Gruppo Unipol, così come descritto dal comunicato stampa emesso da Unipol in data 11 dicembre 2006. Infatti, è altresì previsto che, con effetto in un momento giuridico antecedente alla data di efficacia della Fusione, Unipol conferirà il proprio ramo d'azienda assicurativo a favore di una società operativa appositamente costituita e interamente controllata dalla stessa Unipol, previa modifica dell'oggetto sociale di Unipol medesima in quello di una holding di partecipazioni (il "**Conferimento Unipol**").

Agli azionisti di Unipol che non concorreranno all'assunzione della delibera di approvazione della modifica dell'oggetto sociale in conseguenza del Conferimento Unipol, spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera a) cod. civ..

Peraltro, il Conferimento Unipol troverà esecuzione unicamente nel caso in cui l'esborso che Unipol dovrà sostenere per far fronte al rimborso del valore di liquidazione delle azioni per le quali verrà eventualmente esercitato il recesso non ecceda l'importo complessivo di Euro 100 milioni.

Inoltre, agli azionisti di Aurora che non concorreranno all'assunzione della delibera di approvazione del progetto di Fusione (che sarà temporalmente successiva alla data di perfezionamento del Conferimento Unipol) spetterà il diritto di recesso come segue:

- (i) ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera g) cod. civ., in quanto riceveranno, per effetto del Concambio, azioni ordinarie e privilegiate Unipol, con conseguente modifica dei diritti di voto e di partecipazione per quanto concerne le azioni ordinarie di Aurora in loro possesso destinate ad essere scambiate con azioni privilegiate di Unipol. Pertanto, il predetto diritto di recesso potrà essere esercitato fino a concorrenza del numero di azioni ordinarie Aurora destinate ad essere concambiate con azioni privilegiate Unipol;
- (ii) in caso di perfezionamento del Conferimento Unipol, oltre al diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera g) cod. civ., spetterà altresì il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera a) cod. civ. per tutte le azioni dagli stessi possedute, in quanto essi diverrebbero azionisti di Unipol che, per effetto del Conferimento Unipol e della conseguente modifica dell'oggetto sociale, sarà divenuta una holding di partecipazioni.



## 4 Aspetti Valutativi

### 4.1 Data di riferimento

La data di riferimento della valutazione coincide con quella della presente Relazione ed è effettuata sulla base delle ipotesi di cui al punto 4.2 che segue. Il Consulente Finanziario ha assunto che, per ciascuna delle Società Interessate alla Fusione, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni patrimoniali disponibili di cui al successivo paragrafo 4.3, e la data della Relazione non si siano verificati eventi tali da modificarne in modo significativo il profilo patrimoniale, economico, reddituale, finanziario e legale della società stessa.

Il Consulente Finanziario non è tenuto ad alcun aggiornamento della presente Relazione dopo il 15 marzo 2007.

### 4.2 Ipotesi alla base della valutazione

Ai fini della valutazione il Consulente Finanziario ha assunto che, antecedentemente al perfezionamento della Fusione:

- (i) nessuna delle Società Interessate alla Fusione distribuisca riserve e/o utili ad eccezione del dividendo ordinario Unipol a valere sull'esercizio 2006, la cui distribuzione sarà proposta all'Assemblea di Unipol;
- (ii) nessuna delle Società Interessate alla Fusione effettui o sia interessata da aumenti o riduzioni del capitale sociale;
- (iii) l'esistenza e l'eventuale esercizio dei diritti di recesso descritti al precedente paragrafo 3.2 non abbiano un impatto significativo sul valore e/o sul prezzo di mercato delle azioni delle Società Interessate alla Fusione;
- (iv) sulla base del Concambio, Unipol emetta 0,510 azioni ordinarie e 0,314 azioni privilegiate per ogni azione ordinaria Aurora detenuta dagli azionisti di Aurora diversi da Unipol.

### 4.3 Documentazione utilizzata

Nel predisporre la Relazione, il Consulente Finanziario ha fatto uso di informazioni pubbliche e di dati predisposti o comunque forniti dal management di Aurora e Unipol.

Il Consulente Finanziario ha fatto pieno affidamento su, e non assume alcuna responsabilità circa, la veridicità, l'accuratezza, l'aggiornamento e la completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni, sia scritte sia orali, ricevute e/o rese disponibili e/o discusse con il management delle Società Interessate alla Fusione (la "**Documentazione Utilizzata**"), senza quindi dar corso, come del resto previsto dall'incarico, ad alcuna autonoma verifica in merito alla veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza della Documentazione Utilizzata. Il Consiglio, nel ricevere la presente Relazione, prende atto che le valutazioni ivi contenute dipendono imprescindibilmente dalla veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza delle informazioni su cui tali valutazioni si fondano. In particolare, in relazione ai dati economico-patrimoniali di Aurora e Unipol relativi all'esercizio 2006, il management di Unipol ha fornito al Consulente Finanziario esclusivamente una



sintesi dei suddetti dati, che oggi sono sottoposti all'approvazione dei rispettivi Consigli di Amministrazione, ma non sono stati ancora sottoposti a revisione contabile da parte di una società di revisione indipendente.

Per Aurora la Documentazione Utilizzata include, fra l'altro:

- sintesi dei dati del bilancio dell'esercizio 2006, che è sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in data odierna; il management di Aurora ha comunicato al Consulente Finanziario che la relazione di revisione da parte della società KPMG verrà rilasciata nei termini di legge;
- situazione patrimoniale ed economica al 30 settembre 2006, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Aurora in data 13 novembre 2006;
- proiezioni economico-finanziarie relative ad Aurora ed alcune sue controllate, riferite agli esercizi 2006-2009 e approvate dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 13 settembre 2006;
- aggiornamento / rielaborazione delle proiezioni economico-finanziarie di cui sopra, rese disponibili dal management di Unipol in data 5 marzo 2007, che rappresentano esclusivamente elaborazioni del management, non essendo state approvate dagli organi societari preposti del Gruppo Unipol;
- documentazione relativa al margine di solvibilità di Aurora e di alcune sue controllate riferita alla data del 31 dicembre 2006.

Per Unipol la Documentazione Utilizzata include, fra l'altro:

- sintesi dei dati del bilancio dell'esercizio 2006, che è sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Unipol in data odierna; il management di Unipol ha comunicato al Consulente Finanziario che la relazione di revisione da parte della società KPMG verrà rilasciata nei termini di legge;
- relazione trimestrale consolidata al 30 settembre 2006 approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 13 novembre 2006;
- piano industriale 2006-2009 del Gruppo Unipol, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 13 settembre 2006;
- aggiornamento / rielaborazione delle proiezioni economico-finanziarie sottostanti il piano di cui sopra, rese disponibili dal management di Unipol in data 7 marzo 2007, che rappresentano esclusivamente elaborazioni del management, non essendo state approvate dagli organi societari preposti del Gruppo Unipol;
- documentazione relativa al margine di solvibilità di Unipol e di alcune sue controllate riferita alla data del 31 dicembre 2006.

Non sono state richieste, né il Consulente Finanziario ha condotto, autonome valutazioni o stime sul valore delle attività e delle passività, anche potenziali e/o fuori bilancio delle Società Interessate alla Fusione, con riferimento alle poste considerate singolarmente ovvero nel loro complesso, né il Consulente Finanziario ha condotto valutazioni e analisi indipendenti sulle proiezioni economico-finanziarie fornite dal management delle Società Interessate alla Fusione. Il Consulente Finanziario ha fatto affidamento sul fatto che le suddette attività,

passività e proiezioni siano state rappresentate nella Documentazione Utilizzata secondo criteri di veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza, nonché di ragionevolezza e coerenza, sulla base delle migliori analisi e stime del management di Aurora e Unipol in relazione alla situazione attuale e alle prospettive future delle Società Interessate alla Fusione, tenendo anche conto, quanto alle proiezioni, del differente posizionamento strategico e del diverso profilo di business delle Società Interessate alla Fusione.

Con riferimento alle possibili sinergie derivanti dalla Fusione, il Consulente Finanziario ha fatto affidamento su quanto comunicato dal management di Aurora e Unipol, che ha dichiarato di non attendersi dalla Fusione il conseguimento di sinergie operative, grazie al già elevato grado di integrazione e coordinamento fra le Società Interessate alla Fusione.

Nella redazione della Relazione, il Consulente Finanziario ha altresì utilizzato informazioni di pubblico dominio inerenti alle Società Interessate alla Fusione e società ad esse comparabili, la cui veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza, concordemente ai termini dell'Incarico, non sono state autonomamente verificate dal Consulente Finanziario. Il Consulente Finanziario si è inoltre avvalso di informazioni pubblicamente disponibili relative a recenti operazioni di fusione e acquisizione ritenute rilevanti ai fini dell'analisi. Il Consulente Finanziario ha ritenuto opportuno integrare la Documentazione Utilizzata con colloqui con il management di Aurora e Unipol, che hanno contribuito ad incrementare il grado di conoscenza delle Società Interessate alla Fusione.

La presente Relazione è necessariamente basata sulle informazioni generali, finanziarie, economiche e di mercato che sono disponibili e valutabili alla data odierna, della cui veridicità, aggiornamento, completezza e accuratezza il Consulente Finanziario non assume alcuna responsabilità.

## **4.4 Metodi di valutazione**

### **4.4.1 Considerazioni metodologiche**

Al fine di stimare il capitale economico di ciascuna delle Società Interessate alla Fusione, il Consulente Finanziario ha seguito l'approccio analitico, basato su diversi metodi valutativi.

I criteri di valutazione adottati per la stima del valore del capitale economico delle Società Interessate alla Fusione fanno riferimento alle più diffuse metodologie accettate ed invalse nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore assicurativo/finanziario. Nell'applicazione dei suddetti criteri, il Consulente Finanziario ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi.

Le metodologie prescelte, pur rappresentando tecniche riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa domestica e internazionale, non devono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'utilizzo dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta infatti la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

I metodi di valutazione che sono stati utilizzati dal Consulente Finanziario sono i seguenti:

- criterio del Dividend Discount Model ("DDM");
- criterio dei multipli di Borsa;

- criterio dell'analisi di regressione;
- criterio dei prezzi obiettivo degli analisti (e somma delle parti);
- criterio delle transazioni comparabili.

Sulla base della struttura azionaria delle Società Interessate alla Fusione ante-Fusione e del modello di governance già in essere, oltre alle considerazioni precedentemente effettuate riguardanti il già elevato grado di integrazione e coordinamento fra le Società Interessate alla Fusione e la mancanza di sinergie derivanti dalla Fusione, il Consulente Finanziario ritiene che il Concanbio non debba riflettere alcun premio riconoscibile agli azionisti di Aurora diversi da Unipol.

#### 4.4.2 Descrizione dei criteri di valutazione adottati

##### Criterio DDM

Il criterio DDM si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa sia pari al valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro, ipotizzati pari al flusso dei dividendi distribuibili mantenendo una struttura patrimoniale adeguata, sulla base di considerazioni relative alla normativa vigente e di natura economica, per sostenere lo sviluppo futuro atteso. Tali flussi prescindono quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o adottata dal management.

In base a questa metodologia, il valore di un'impresa è pari alla somma del valore dei dividendi futuri attualizzati e del valore terminale della stessa, calcolati secondo, la formula seguente:

$$Ve = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + Ke)^n}$$

dove:

Ve = Valore economico dell'impresa;

D = Dividendo annuo massimo distribuibile mantenendo un'adeguata struttura patrimoniale;

TV = Valore terminale;

n = Numero degli anni di proiezione;

Ke = Tasso di attualizzazione dei dividendi, espressivo del costo del capitale proprio.

L'applicazione di tale criterio comporta nella prassi le seguenti fasi:

- A. Previsione dei flussi dei dividendi futuri distribuibili durante l'arco temporale di riferimento, tenendo in considerazione il limite posto dalla necessità di mantenere, in base alla normativa vigente per le aziende del settore, nonché a considerazioni di natura prudenziale, un livello adeguato di patrimonializzazione.



- B. Calcolo del valore terminale, ovvero il valore previsto nell'ultimo anno della previsione esplicita di cui al punto A. Il calcolo del valore terminale può essere effettuato secondo due metodologie:

(i) utilizzando la formula:

$$TV = \frac{D_n(1+g)}{(Ke - g)}$$

dove:

$D_n$  = Dividendo massimo distribuibile nell'ultimo anno della previsione esplicita;

$g$  = Tasso di crescita perpetua dei dividendi distribuibili;

$Ke$  = Costo del capitale proprio.

(ii) oppure applicando un multiplo all'utile o al patrimonio netto nell'ultimo anno della previsione esplicita.

Il valore terminale così ottenuto viene quindi trattato come un flusso di cassa addizionale.

- C. Determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di dividendi e del valore terminale. Sebbene sia possibile calcolare tale tasso con varie metodologie, in genere questo tasso di attualizzazione, definito Costo dei Mezzi Propri ("Cost of Equity"), viene calcolato sulla base della formula del Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), di seguito indicata:

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

dove:

$Rf$  = Tasso di rendimento per investimenti privi di rischio;

$\beta$  = Fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento in un dato orizzonte temporale;

$Rm$  = Rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

$(Rm - Rf)$  = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio ("Premio per rischio di mercato").

Tale metodo si basa sull'ipotesi che, in un mercato efficiente, gli investitori determinino il tasso di rendimento richiesto considerando esclusivamente il grado di rischio sistematico (o di mercato) dell'investimento, espresso dalla relazione tra variazione del prezzo dell'azione e variazione del mercato azionario (fattore  $\beta$ ). Il grado di rischio specifico dell'investimento (l'azione) non è invece tenuto in considerazione, poiché può essere eliminato dall'investitore tramite un'opportuna politica di diversificazione degli investimenti.

Si evidenzia che l'applicazione di tale metodo può determinare una stima del capitale economico significativamente diversa da quanto risultante dall'applicazione di altre metodologie, in quanto una componente significativa delle valorizzazioni ottenute è rappresentata dai flussi prospettici di dividendi generati oltre l'orizzonte temporale esplicito degli stessi, che sono quindi necessariamente caratterizzati da un notevole grado di alea e, di conseguenza, apprezzabili in modo necessariamente soggettivo.

### **Criterio dei multipli di Borsa**

Secondo il criterio dei multipli di borsa, il valore di un'impresa si determina assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a imprese aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il criterio si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze reddituali e patrimoniali di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e rettifiche, 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:

- A. Determinazione del campione di riferimento;
- B. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi, per il settore oggetto di analisi e per le società selezionate nell'intervallo temporale ritenuto appropriato;
- C. Identificazione dell'intervallo di multipli da applicare alla società oggetto di valutazione;
- D. Applicazione dei multipli così ottenuti ai valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione, determinando un intervallo di valori per la società medesima.

#### **A. *Determinazione del campione di riferimento***

Data la natura di tale metodologia, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, delle società incluse nel campione di riferimento e della società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. Un'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti ritenuti più significativi per la costruzione del campione di confronto e a selezionare di conseguenza le società comparabili in relazione agli attributi prescelti.

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.

#### **B. *Calcolo dei rapporti fondamentali***

Per ciascuno degli operatori si procede al calcolo di una serie di rapporti, o moltiplicatori, ritenuti maggiormente significativi per l'analisi. La scelta di questi moltiplicatori è effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore in analisi e della prassi di mercato secondo la quale particolare rilevanza è tipicamente attribuita ai rapporti:

- Prezzo/Utili Netti;
- Prezzo/Patrimonio Netto;



- Prezzo/Embedded Value (specificatamente per le società operanti nel settore assicurativo).

### *C. Identificazione dell'intervallo dei multipli*

La rilevanza dei rapporti fondamentali calcolati e la scelta dell'intervallo da applicare alle società in esame avvengono in base a considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e le caratteristiche reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione.

### *D. Applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione*

I multipli così ottenuti vengono applicati ai valori omogenei della società oggetto di valutazione al fine di pervenire ad un intervallo di valori per la stessa.

### **Criterio dell'analisi di regressione**

L'applicazione dell'analisi di regressione individua il valore del capitale economico di un'impresa sulla base dell'analisi della relazione fra i multipli Prezzo/Tangible Book Value impliciti nelle quotazioni di borsa di un campione di società comparabili con la società oggetto di valutazione e la profittabilità di tali società; nello specifico, nell'ambito di questa metodologia si procede al calcolo, per un campione di società comparabili, dei valori di ritorno sul Tangible Book Value (calcolato come Utile Netto /Tangible Book Value) e i multipli Prezzo/Tangible Book Value. All'interno di tale campione, viene quindi effettuata un'analisi di regressione tra i valori di ritorno sul Tangible Book Value e i multipli Prezzo/Tangible Book Value, ottenendo i valori dei coefficienti di relazione lineare tra le due grandezze. Applicando tali coefficienti di relazione lineare al valore del ritorno sul Tangible Book Value calcolato per la società oggetto di valutazione, è possibile ottenere un multiplo Prezzo/Tangible Book Value implicito; infine, sulla base di tale multiplo implicito e del valore del Tangible Book Value della società oggetto di valutazione, è possibile pervenire ad un valore di riferimento.

### **Criterio dei prezzi obiettivo degli analisti (e somma delle parti)**

Secondo questa metodologia, applicabile in presenza di una copertura adeguata da un punto di vista qualitativo e quantitativo dei titoli oggetto di valutazione, il valore della società è stimato sulla base delle valutazioni espresse dagli analisti di ricerca nell'ambito delle loro pubblicazioni. Nell'ambito di questo criterio è stata anche osservata la valutazione di Aurora effettuata dagli analisti di ricerca nell'ambito di valutazioni del Gruppo Unipol per "somma delle parti".

### **Criterio delle transazioni comparabili**

L'applicazione del criterio delle transazioni comparabili individua il valore del capitale economico di un'impresa facendo riferimento ai prezzi pagati per transazioni simili. Tali compravendite possono incorporare il riconoscimento di un premio legato all'acquisizione del controllo o di quote rilevanti di tali società nonché possono riflettere il beneficio attribuito dall'acquirente relativamente a sinergie conseguibili attraverso tali acquisizioni nonché il valore strategico dell'operazione per l'acquirente.

Nel caso specifico, è stata utilizzata innanzitutto la metodologia dei prezzi pagati in operazioni di fusione ed acquisizione simili aventi a oggetto società quotate comparabili. Tale metodologia consente di stimare l'eventuale premio riconosciuto per la cessione del controllo ovvero, come nel caso in questione, di quote rilevanti della società acquisita, come differenza tra il prezzo offerto ed il corso medio di Borsa calcolato su un periodo rilevante antecedente



l'annuncio dell'operazione. Si ipotizza pertanto che la valutazione di mercato delle società acquisite esprima correttamente il valore su base stand alone dell'azienda acquisita. Ai fini della presente analisi si sono selezionate alcune tra le più recenti operazioni avvenute in Italia aventi per oggetto istituzioni finanziarie quotate.

Nell'ambito di questo criterio, è anche possibile effettuare valutazioni applicando alle grandezze reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione moltiplicatori impliciti in operazioni di fusione e acquisizione ritenute comparabili. Anche in questo caso, ai fini dell'apprezzamento del valore risultante dall'applicazione dei moltiplicatori tratti da quelli rilevati in operazioni simili, occorre tenere presente che tali multipli esprimono implicitamente anche il valore del controllo o riflettono i benefici dell'acquisizione di quote rilevanti, ed il relativo premio, nonché il valore delle eventuali sinergie ipotizzate per effetto dell'operazione.

#### **4.5 Difficoltà e limiti della stima**

Al Consulente Finanziario non è stato chiesto di svolgere verifiche indipendenti sulla Documentazione Utilizzata. Pertanto, il Consulente Finanziario ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza dei dati, anche storici, contenuti nella Documentazione Utilizzata. Con riferimento ai dati prospettici contenuti nella Documentazione Utilizzata e alle relative informazioni ricevute dal management di Aurora e Unipol, il Consulente Finanziario ha fatto affidamento sul fatto che gli stessi siano stati rappresentati secondo criteri di ragionevolezza e coerenza, sulla base delle migliori stime, assunzioni, analisi e/o commenti del management di Aurora e Unipol in relazione alla situazione attuale e alle prospettive future delle Società Interessate alla Fusione.

I dati economici e finanziari relativi all'esercizio chiusosi al 31 dicembre 2006, forniti al Consulente Finanziario dal management di Aurora e Unipol, non sono ancora stati sottoposti all'approvazione dei rispettivi Consigli di Amministrazione e a revisione contabile da parte di una società di revisione indipendente. Il Consulente Finanziario ha dunque fatto affidamento sulla loro veridicità e correttezza senza effettuare alcuna autonoma verifica in merito. In particolare, il Consulente Finanziario non esprime nessun parere o valutazione sul valore che le azioni Unipol avranno per effetto della pubblicazione dei risultati relativi all'esercizio 2006.

Il Consulente Finanziario non ha avuto modo di visionare né la relazione degli amministratori né il progetto di fusione né la relazione degli Esperti redatta ai sensi dell'art. 2501-sexies cod.civ.. Inoltre, il Consulente Finanziario ha fondato le conclusioni contenute nella presente Relazione anche sull'assunto di aver ricevuto copia completa di tutti i commenti e/o eventuali riserve fatti dai collegi sindacali e dalle società di revisione in merito alla documentazione contabile delle Società Interessate alla Fusione.

Il Consulente Finanziario non ha condotto alcuna verifica indipendente sui fattori di rischio attualmente in capo alle Società Interessate alla Fusione. Su questi aspetti, il Consulente Finanziario ha fatto affidamento sul fatto che la Documentazione Utilizzata rifletta con veridicità, accuratezza, aggiornamento e completezza tali fattori di rischio, e che non vi siano fatti o atti, ivi inclusa la deliberanda operazione di Fusione, precedenti o successivi alla data di riferimento ultima di detta Documentazione Utilizzata, che possano far sorgere diritti di terzi, contenziosi o altre circostanze di qualsivoglia natura che abbiano un effetto negativo rilevante sulla situazione patrimoniale e/o economica e/o finanziaria e/o reddituale e/o legale e/o sulla valutazione delle Società Interessate alla Fusione.

Va sottolineato che le proiezioni economico-finanziarie di Aurora relative agli esercizi 2006-2009 non sono state separatamente presentate alla comunità finanziaria, bensì hanno



esclusivamente costituito una componente del piano economico-finanziario 2006-2009 di Unipol approvato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol in data 14 settembre 2006.

Il Consulente Finanziario ha fondato la propria analisi su piano / proiezioni economico-finanziarie fornite dal management di Aurora e Unipol di cui alla Documentazione Utilizzata. Poiché dagli incontri con il management di Aurora e Unipol e dalle discussioni avute è emerso che piano / proiezioni sono stati redatti sulla base di principi contabili non omogenei, nella propria attività di valutazione, sulla base dei confronti con i membri del management di Unipol e Aurora, il Consulente Finanziario ha effettuato delle analisi di sensitività allo scopo di tenere in considerazione i differenti principi contabili utilizzati. Inoltre, il Consulente Finanziario ha 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.

Sulla base della struttura azionaria delle Società Interessate alla Fusione ante Fusione e del modello di governance adottato dalle stesse società, oltre alle considerazioni precedentemente effettuate riguardanti il già elevato grado di integrazione e coordinamento fra le Società Interessate alla Fusione, e sulla base delle informazioni fornite al Consulente Finanziario dal management di Aurora e Unipol, le conclusioni contenute nella presente Relazione non tengono in considerazione sinergie di ricavo o di costo che potrebbero comunque derivare dalla Fusione.

Nell'effettuare la propria analisi, il Consulente Finanziario non ha 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 storica del titolo Aurora e in quanto le negoziazioni su tale piattaforma risultano sospese dal 10 aprile 2006.

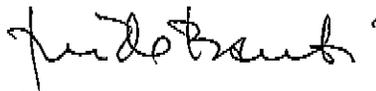
Il Consulente Finanziario ha fondato la propria analisi tenendo in considerazione anche valori di mercato che sono significativamente influenzati dall'elevata volatilità che ha recentemente caratterizzato i mercati finanziari. Tale condizione di volatilità, ed in particolare la volatilità delle azioni ordinarie e privilegiate Unipol, potrebbe avere un impatto sul Concambio e dunque, in ultima analisi, sulle conclusioni contenute nella presente Relazione.

## 5 Risultati e conclusioni

Ferme restando le considerazioni, le limitazioni e le assunzioni contenute nella presente Relazione nonché nella lettera di incarico in data 18 gennaio 2007, il Consulente Finanziario, alla data odierna e in base alle informazioni a disposizione nonché alle assunzioni poste a fondamento della presente Relazione, ritiene congruo, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di Aurora diversi da Unipol, il seguente Concambio, che il Consiglio intende proporre all'Assemblea di Aurora:

0,510 azioni ordinarie e 0,314 azioni privilegiate Unipol per una azione ordinaria Aurora.

Credit Suisse Securities (Europe) Limited



---

Guido Banti  
Managing Director

## **Allegato 9**

Relazione della società di revisione KPMG S.p.A.  
sull'esame dei dati economici e patrimoniali Pro Forma  
di Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.

---





**KPMG S.p.A.**  
**Revisione e organizzazione contabile**  
Via Andrea Costa, 160  
40134 BOLOGNA BO

Telefono 051 4392511  
Telefax 051 4392599  
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it

## **Relazione sull'esame dello stato patrimoniale consolidato e del conto economico consolidato pro-forma del Gruppo Unipol per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006**

Al Consiglio di Amministrazione della  
Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.

- 1 Abbiamo esaminato i prospetti relativi allo stato patrimoniale consolidato pro-forma ed al conto economico consolidato pro-forma corredati delle note esplicative del Gruppo Unipol per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006.

Tali prospetti derivano dai dati storici relativi al bilancio consolidato del Gruppo Unipol chiuso al 31 dicembre 2006, e dalle scritture di rettifica pro-forma ad essi applicate e da noi esaminate. Il bilancio consolidato del Gruppo Unipol chiuso al 31 dicembre 2006 è stato da noi assoggettato a revisione contabile a seguito della quale è stata emessa la relazione datata 5 aprile 2007.

I prospetti pro-forma sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle note esplicative, per riflettere retroattivamente gli effetti del progetto di riorganizzazione societaria del Gruppo Unipol operato attraverso i) l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa dalla Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. (nel seguito anche "Unipol") sulle azioni ordinarie di Aurora Assicurazioni S.p.A. (nel seguito anche "Aurora") (nel seguito anche l'"OPA"), ii) lo scorporo da Unipol dell'intero ramo di azienda assicurativo, in favore di Nuova Unipol Assicurazioni S.p.A. (nel seguito anche il "Conferimento di Unipol"), iii) lo scorporo da Aurora dell'intero ramo di azienda assicurativo, in favore di Nuova Aurora Assicurazioni S.p.A. (nel seguito anche il "Conferimento di Aurora") e iv) la fusione per incorporazione di Aurora in Unipol (nel seguito anche la "Fusione").

- 2 I prospetti dello stato patrimoniale consolidato pro-forma e del relativo conto economico consolidato pro-forma, corredati delle note esplicative relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006, sono stati predisposti ai fini di quanto richiesto dall'articolo 70 del Regolamento Emittenti adottato con delibera Consob n. 11971/99.

L'obiettivo della redazione dello stato patrimoniale consolidato pro-forma e del conto economico consolidato pro-forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti sull'andamento economico e sullo stato patrimoniale del Gruppo Unipol delle operazioni summenzionate, come se esse fossero virtualmente avvenute il 31 dicembre 2006 e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, all'inizio dell'esercizio 2006. Tuttavia, va rilevato che qualora le operazioni di OPA, Conferimento di Unipol, Conferimento di

Aurora e Fusione in oggetto fossero realmente avvenute alla data ipotizzata, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati qui rappresentati.

La responsabilità della redazione dei prospetti pro-forma compete agli amministratori della Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A.. E' nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli amministratori per la redazione dei prospetti pro-forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l'elaborazione dei medesimi prospetti. Inoltre, è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

- 3 Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella Raccomandazione n. DEM/1061609 del 9 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuti necessari per le finalità dell'incarico.
- 4 A nostro giudizio, le ipotesi di base adottate dalla Compagnia Assicuratrice Unipol S.p.A. per la redazione dei prospetti relativi allo stato patrimoniale consolidato pro-forma ed al conto economico consolidato pro-forma relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006, corredati dalle note esplicative, per riflettere retroattivamente gli effetti delle operazioni di OPA, Conferimento di Unipol, Conferimento di Aurora e Fusione sono ragionevoli e la metodologia utilizzata per l'elaborazione dei predetti prospetti è stata applicata correttamente per le finalità informative descritte in precedenza. Inoltre riteniamo che i criteri di valutazione e i principi contabili utilizzati per la redazione dei medesimi prospetti siano corretti.

Bologna, 13 aprile 2007

KPMG S.p.A.



Massimo Tamburini  
Socio