

## **Gruppo Mediolanum**

### **European Embedded Value 31 dicembre 2006**

#### **Supplementary Information**

##### **INTRODUZIONE**

Nel maggio del 2004, il CFO Forum, un gruppo allora composto dai Chief Financial Officers dei principali gruppi assicurativi europei ha pubblicato gli European Embedded Value ("EEV") Principles con l'obiettivo di migliorare la trasparenza e la possibilità di confronto della reportistica sul valore intrinseco (*embedded value*). Mediolanum ha adottato i Principi EEV per la prima volta con la pubblicazione dei risultati dell'esercizio 2005. Questo documento riporta i risultati al 31 dicembre 2006 ed un confronto con i valori al 31 dicembre 2005 ed al 31 dicembre 2004.

Un valore intrinseco è una stima, determinata seguendo tecniche attuariali, del valore di una compagnia, escludendo qualsiasi valore che si possa attribuire alla futura nuova produzione. Si definisce valore intrinseco la somma del patrimonio netto, considerando le attività ai valori di mercato, e del valore del portafoglio in vigore. Il valore del portafoglio di polizze Vita in vigore è il valore attuale dei futuri utili di bilancio, dopo le imposte, proiettati dal portafoglio di polizze in vigore alla data di valutazione, modificato per tenere conto del costo di mantenimento di un livello di solvibilità necessario e del *time value* delle opzioni finanziarie e delle garanzie. Il valore del portafoglio di contratti di risparmio gestito (fondi comuni di investimento, inclusi i fondi immobiliari e gestioni patrimoniali in fondi) e del degli affari bancari (conti correnti, deposito titoli e mutui) in vigore è calcolato in maniera analoga a quella del valore del portafoglio di polizze Vita in vigore.

Al fine di fornire una migliore e più completa informazione, viene consolidato il valore degli affari vita e risparmio gestito distribuiti in Italia e in Spagna, assieme al valore dei principali affari bancari italiani.

Mediolanum ha lavorato in stretta collaborazione con la società di consulenza Tillinghast per sviluppare una metodologia appropriata e Tillinghast ha continuato a calcolare il valore intrinseco del gruppo al 31 dicembre 2006.

Mediolanum ha scelto di adottare un approccio che mantiene coerenza con la reportistica *embedded value* che ha caratterizzato la reportistica trasparente del Gruppo sin dal 1994. Il valore del portafoglio in vigore continua a rappresentare il valore attuale del flusso di profitti futuri proiettati su ipotesi *best estimate*, rettificato per il costo di mantenere un determinato livello di capitale. Le differenze chiave tra la reportistica sul valore intrinseco tradizionale (*Traditional Embedded Value* o "TEV") utilizzata per gli esercizi precedenti e la reportistica EEV consistono nella determinazione del livello di capitale necessario e nel modo di tenere conto del rischio, che utilizza un approccio basato su una metodologia *market-consistent*, dal quale si derivano dei tassi di attualizzazione equivalenti.

Nel calcolare il valore intrinseco del Gruppo, occorre avvalersi di numerose ipotesi, alcune delle quali illustrate di seguito, riguardanti l'andamento dei

settori di attività del Gruppo, le condizioni economiche e operative e altri fattori, molti dei quali sono al di fuori del controllo del Gruppo Mediolanum. Sebbene le ipotesi rappresentino stime che Tillinghast e il Gruppo Mediolanum ritengano appropriate ai fini della reportistica *embedded value*, le future condizioni operative potranno discostarsi, anche sensibilmente, da quelle ipotizzate nel calcolo del valore intrinseco. Ciò considerato, l'aver incluso il valore intrinseco del Gruppo nella presente non è da ritenere come una dichiarazione da parte del Gruppo Mediolanum, di Tillinghast o di qualsiasi altra persona, che i futuri utili di bilancio, dopo le imposte, scontati per ottenere il valore intrinseco, saranno realizzati.

## EMBEDDED VALUE

La tabella che segue evidenzia i valori intrinseci al 31 dicembre 2006, 2005 e 2004, tutti determinati in base ai Principi EEV.

### Valore intrinseco al 31 dicembre

*Euro milioni*

	2004	2005	2006
patrimonio netto pubblicato	662	808	904
rettifiche al patrimonio netto <sup>1</sup>	(161)	(160)	(155)
Patrimonio netto rettificato	501	648	749
valore del portafoglio vita in vigore	1.552	1.793	1.895
valore del portafoglio risparmio gestito	368	410	346
valore del portafoglio bancario in vigore	72	100	132
Valore del portafoglio in vigore	1.992	2.303	2.373
<b>VALORE INTRINSECO</b>	<b>2.493</b>	<b>2.951</b>	<b>3.122</b>

<sup>1</sup> inclusa l'eliminazione del goodwill

Il patrimonio netto pubblicato è pari al patrimonio netto consolidato del Gruppo, determinato su base IFRS, prima della distribuzione dei dividendi da pagare nell'anno successivo. Rettifiche sono necessarie principalmente per riflettere l'impatto dopo le imposte di (i) portare al valore di mercato gli eventuali attivi non considerati al valore di mercato sotto gli IFRS, (ii) l'eliminazione del goodwill, principalmente relativo alle acquisizioni di Fibanc, Gamax, B.A. Lenz e MILL in periodi precedenti, (iii) lo storno delle voci contabili relative alle plusvalenze latenti nelle gestioni separate per le quali l'impatto del loro emergere nel tempo è incluso nel valore del portafoglio vita in vigore, (iv) lo storno delle voci contabili relative ai prodotti vita classificati sotto IAS 39 per i quali il valore del portafoglio è determinato su base degli utili civilistici e (v) l'impatto della tassazione sulle riserve vita.

La tabella che segue mostra la riconciliazione tra il patrimonio netto pubblicato, determinato su basi IFRS, ed il patrimonio netto rettificato.

## Riconciliazione patrimonio netto rettificato

Euro milioni

2004

2005

2006

Patrimonio netto consolidato	662	808	904
Goodwill	(177)	(162)	(162)
Tassazione delle reserve	(10)	(12)	(12)
AFS & altre poste IFRS	12	6	9
UCG nette non nel valore del portafoglio	14	8	10
Patrimonio netto rettificato	501	648	749

I tassi di attualizzazione utilizzati sotto la metodologia EEV variano tra le linee di business poiché riflettono, in base alla metodologia descritta più avanti nella presente, il profilo di rischio del business sottostante. Il tasso di attualizzazione medio, ponderato con i rispettivi valori del portafoglio, è pari al 6,73% al 31 dicembre 2006, al 5,80% al 31 dicembre 2005 e al 6,27% al 31 dicembre 2004.

### Sensitività al tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione appropriato per un azionista o un investitore dipenderà dalle necessità dell'azionista o dell'investitore stesso, dalla sua posizione fiscale e dalla sua percezione dei rischi associati alla realizzazione degli utili futuri. Al fine di permettere di giudicare l'effetto di utilizzare altri tassi di attualizzazione per riflettere diverse opinioni sul rischio, è stato determinato il valore intrinseco del Gruppo al 31 dicembre 2006 adoperando tassi di attualizzazione pari a 1% in più e in meno rispetto ai tassi centrali. Nel calcolare tali valori a tassi di attualizzazione alternativi, tutte le altre ipotesi, incluse in particolare quelle relative all'inflazione e ai rendimenti degli investimenti, sono state mantenute invariate.

### Analisi della sensitività al tasso di attualizzazione del valore intrinseco al 31 dicembre 2006

Euro milioni

Tasso di attualizzazione	-1%	centrale	+1%
Patrimonio netto rettificato	749	749	749
Valore del portafoglio vita in vigore	2.082	1.895	1.734
Valore del portafoglio risparmio gestito in vigore	359	346	334
Valore del portafoglio bancario in vigore	139	132	126
Valore del portafoglio in vigore	2.580	2.373	2.194
VALORE INTRINSECO	3.329	3.122	2.943

### EMBEDDED VALUE EARNINGS

Il valore aggiunto di un periodo (*embedded value earnings*), definito pari alla variazione del valore intrinseco durante l'anno, rettificato per il pagamento di dividendi e altri movimenti di capitale, fornisce una misura della performance durante l'anno. La tabella seguente evidenzia il valore aggiunto del Gruppo Mediolanum negli esercizi 2005 e 2006.

**Valore aggiunto dell'anno***Euro milioni*

	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Variazione nel valore intrinseco nel periodo	458	171
Dividendi pagati o in acconto	163	146
Altri movimenti di capitale	(7)	(5)
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>614</b>	<b>312</b>

Il valore aggiunto è composto delle seguenti componenti:

- Il rendimento previsto sul valore intrinseco all'inizio dell'anno ("rendimento previsto"), pari al rendimento degli investimenti ipotizzato, dopo le imposte, sulle attività poste a fronte del patrimonio netto rettificato meno il margine di solvibilità all'inizio dell'anno, più un rendimento, al tasso di attualizzazione, sul valore del portafoglio e sul margine di solvibilità all'inizio dell'anno.
- Gli scostamenti durante il periodo ("scostamenti dalle ipotesi") derivanti da variazioni tra l'esperienza effettiva del periodo e le ipotesi utilizzate per determinare il valore intrinseco all'inizio dell'anno, prima dell'impatto delle nuove vendite del periodo.
- L'impatto delle modifiche alla fine del periodo alle ipotesi per l'esperienza operativa, escluse quelle economiche e fiscali ("modifiche alle ipotesi operative").
- Le modifiche delle ipotesi per l'esperienza operativa futura utilizzate per determinare il valore del portafoglio in vigore alla fine del periodo, relative alle condizioni economiche ("modifiche alle ipotesi economiche") incluso il tasso di attualizzazione e il rendimento degli investimenti.
- Il "valore aggiunto delle nuove vendite", incluso l'impatto delle trasformazioni nel 2006, determinato inizialmente al momento della vendita, sulla base delle ipotesi utilizzate a fine periodo, e poi capitalizzato al tasso di attualizzazione alla fine del periodo.

La tabella seguente evidenzia il valore aggiunto del Gruppo Mediolanum negli esercizi 2005 e 2006.

**Componenti del valore aggiunto dell'anno***Euro milioni*

	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Rendimento previsto	143	153
Scostamenti dalle ipotesi	259	(19)
Modifiche alle ipotesi operative	(43)	(57)
Modifiche alle ipotesi economiche	31	(39)
<b>VALORE AGGIUNTO PRIMA DI NUOVE VENDITE</b>	<b>390</b>	<b>38</b>
Nuove vendite vita	162	211
Nuove vendite risparmio gestito	52	46
Nuove vendite bancarie	10	15
Trasformazioni	-	2
<b>VALORE AGGIUNTO DELLE NUOVE VENDITE</b>	<b>224</b>	<b>274</b>
<b>VALORE AGGIUNTO DELL'ANNO</b>	<b>614</b>	<b>312</b>

## **Descrizione dei fattori rilevanti del valore aggiunto del 2006**

Gli scostamenti dalle ipotesi hanno dato luogo ad una diminuzione nel valore aggiunto dell'anno per 19 milioni di euro. Gli elementi negativi più importanti sono stati 44 milioni di euro associati ad una persistenza inferiore alle attese per le gestioni patrimoniali e gli affari vita; altre varianze negative sono relative all'asset mix delle unit-linked e degli affari del risparmio gestito (15 milioni di euro) e all'esclusione di alcuni costi di sviluppo (9 milioni di euro). Questi effetti negativi sono stati in parte controbilanciati da commissioni di performance superiori alle attese (46 milioni di euro) e dalle performance degli investimenti superiori alle ipotesi nei fondi unit-linked, nel risparmio gestito e delle partecipazioni (20 milioni di euro). Gli impatti residui comprendono una serie di voci minori sia positive che negative.

L'impatto negativo delle modifiche alle ipotesi operative (per circa 57 milioni di euro) è dovuto all'effetto combinato dell'aumento delle ipotesi di riscatto e delle spese di gestione.

L'impatto negativo delle modifiche alle ipotesi economiche (per circa 39 milioni di euro) è dovuto all'effetto combinato dell'aumento del tasso di attualizzazione e dei rendimenti proiettati sugli investimenti.

Il valore aggiunto delle nuove vendite vita del periodo è stato pari a 211 milioni di euro di cui 17 milioni di euro riferito alle polizze distribuite da Fibanc in Spagna.

Il valore aggiunto delle nuove vendite risparmio gestito nel periodo è stato pari a 46 milioni di euro, ed è quasi interamente generato in Italia.

Le nuove vendite bancarie hanno generato 15 milioni di euro, di cui la maggior parte è relativo ai conti correnti e ai mutui di proprietà.

## **VALORE DELLA NUOVA PRODUZIONE**

Per nuove vendite vita si intendono nuove polizze emesse nel periodo, escluse quelle derivanti da trasformazione o switch di polizze già in vigore, assieme agli ampliamenti dei piani pluriennali, ovverosia gli aumenti discrezionali nel livello dei versamenti sulle polizze a premio ricorrente. Le nuove vendite fondi e gestioni sono intese come la somma della raccolta lorda retail al netto degli switch all'interno dei fondi e delle gestioni. Le nuove vendite bancarie comprendono la nuova raccolta che si riferisce a nuovi conti correnti e depositi titoli aperti nel corso del periodo e il volume dei mutui erogati.

Il valore della nuova produzione è stato determinato all'istante della vendita utilizzando le ipotesi economiche ed operative di fine periodo. La tabella seguente evidenzia il valore della nuova produzione negli anni 2005 e 2006.

## Valore della nuova produzione all'istante della vendita

Euro milioni

2005

2006

Vita unit-linked	133	164
Vita index-linked	25	41
Risparmio gestito	50	44
Business bancario	10	15
<b>VALORE DELLA NUOVA PRODUZIONE</b>	<b>218</b>	<b>264</b>

I tassi di attualizzazione utilizzati sotto la metodologia EEV variano tra le linee di business, poiché riflettono, in base alla metodologia descritta più avanti nella presente, il profilo di rischio del business sottostante. Il profilo di rischio della nuova produzione era mediamente molto simile a quello del portafoglio in vigore e quindi sono stati utilizzati gli stessi tassi di attualizzazione, pari al 6,60% per il business vita (5,65% nel 2005), 7,60% per il risparmio gestito (6,50% nel 2005) e 6,40% per il business bancario (5,60% nel 2005), che danno luogo ad un tasso medio, ponderato con i rispettivi valori della nuova produzione, pari al 6,76% nel 2006.

Ai fini di permettere di giudicare l'effetto di utilizzare altri tassi di attualizzazione è stato determinato il valore della nuova produzione 2006 adoperando tassi di attualizzazione pari a 1% in più e in meno rispetto ai tassi centrali. Nel calcolare tali valori a tassi di attualizzazione alternativi, tutte le altre ipotesi, incluse in particolare quelle relative all'inflazione e ai rendimenti degli investimenti, sono state mantenute invariate.

### Analisi della sensitività al tasso di attualizzazione del valore della nuova produzione

Euro milioni

Tassi di attualizzazione	-1%	Central e	+1%
Vita unit-linked	186	164	145
Vita index-linked	42	41	40
Risparmio gestito	46	44	42
Business bancario	16	15	13
<b>Totale</b>	<b>290</b>	<b>264</b>	<b>240</b>

### Margini sulla nuova produzione

I margini sulla nuova produzione (*new business margins*) per gli affari vita e risparmio gestito in Italia per gli esercizi 2006 e 2005 sono forniti nelle tabelle che seguono. La redditività è espressa sia in termini di un margine su APE (*annual premium equivalent*, o premio annuo equivalente) definito pari alla somma dei premi ricorrenti annualizzati e il 10% dei premi unici, sia in termini di una percentuale del PVNBP (*present value of new business premiums* o valore attuale dei premi di nuova produzione) che è calcolato utilizzando le ipotesi attese per decadenza ed altre uscite.

**Margini sulla nuova produzione 2006 – vita e risparmio gestito***Euro milioni*

	Unit-linked	Index-linked	Risparmio gestito
Valore della nuova produzione all'istante di vendita	154	34	43
Premi ricorrenti / Pac	185	-	70
Premi unici / Pic	516	1.175	1.355
APE	237	118	206
Margine sulla nuova produzione (% APE)	65,1%	28,8%	20,9%
PVNBP	1.876	1.175	1.760
Margine sulla nuova produzione (% PVNBP)	8,2%	2,9%	2,4%

**Margini sulla nuova produzione 2005 – vita e risparmio gestito***Euro milioni*

	Unit-linked	Index-linked	Risparmio gestito
Valore della nuova produzione all'istante di vendita	129	21	49
Premi ricorrenti / Pac	145		85
Premi unici / Pic	311	835	1.408
APE	176	84	226
Margine sulla nuova produzione (% APE)	73,5%	25,1%	21,7%
PVNBP	1.551	835	1.891
Margine sulla nuova produzione (% PVNBP)	8,3%	2,5%	2,6%

Il margine sull'APE per la nuova produzione vita in Spagna è pari a circa il 90% nel 2006.

Il margine su nuovi conti correnti, espresso in percentuale della nuova raccolta sui nuovi conti correnti aperti nel 2006, è pari al 1,7%. La redditività dei nuovi mutui erogati nel 2006 è pari a 2,2% e riflette il mix tra mutui intermediati per conto terzi e mutui proprietari.

**METODOLOGIA**

Le elaborazioni tradizionali sul valore intrinseco che Mediolanum ha utilizzato finora sono state basate su modelli dettagliati del portafoglio in vigore e della nuova produzione, sviluppati in un ambiente deterministico, utilizzando un unico insieme di ipotesi, cosiddette *best estimate*, sia per le ipotesi economiche che operative. Nell'approccio tradizionale i rischi inerenti l'operazione sono tenuti in conto mediante l'utilizzo di un unico tasso di attualizzazione e un'ipotesi esplicita sul costo di mantenere il livello di capitale per dimostrare la solvibilità pari al margine minimo della UE. Il costo del capitale per dimostrare solvibilità è stato determinato pari al valore attuale delle differenze tra il tasso di rendimento dopo l'imposta sulle attività sottostanti il margine di solvibilità (principalmente obbligazioni) e il tasso di attualizzazione, applicate al margine di solvibilità proiettato.

Nell'adottare i Principi EEV, Mediolanum ha scelto di avvalersi di un approccio che mantenga coerenza con l'approccio utilizzato in precedenza per la reportistica *embedded value*. Il valore del portafoglio continua a rappresentare

il valore attualizzato di un flusso di utili che impiegano ipotesi *best estimate* aggiustato per il costo di mantenere un determinato livello di capitale. Le differenze chiave tra la reportistica tradizionale e la reportistica EEV sono nella determinazione del livello di capitale necessario e nel modo di tener conto del rischio, laddove viene utilizzato un approccio basato su una metodologia *market-consistent*.

Il valore intrinseco è stato determinato utilizzando un approccio *market-consistent* per la valutazione dei rischi finanziari, considerando un margine per i rischi non-finanziari, e una deduzione per il *frictional cost* del capitale necessario. Per mantenere coerenza con la reportistica precedente sul valore intrinseco e per consentire dei confronti omogenei, sono stati derivati dei tassi di attualizzazione da utilizzare nell'ambito dei modelli tradizionali deterministici, che utilizzano ipotesi *best estimate*, tali da riprodurre gli stessi risultati, dopo il costo del capitale. Questo approccio è in grado di fornire un tasso di attualizzazione "derivato" per raggruppamenti omogenei di business.

In teoria i tassi di attualizzazione per la nuova produzione e per il portafoglio in vigore possono essere diversi, secondo i rispettivi profili di rischio. In pratica, i tassi di attualizzazione derivati per la nuova produzione erano molto simili a quelli calcolati per il portafoglio in vigore e quindi gli stessi tassi di attualizzazione sono stati utilizzati sia per il portafoglio in vigore che per la nuova produzione.

### **Modo di considerare il rischio**

Il modo appropriato per tenere conto dei rischi inerenti gli utili proiettati è una componente chiave dei Principi EEV. Si è tenuto conto del rischio in tre modi principali:

Margini espliciti per il rischio nel tasso di attualizzazione, che tengono conto di:

- un approccio *market-consistent* ai rischi finanziari, che riflette il livello di rischio di mercato in ciascun flusso di cassa;
- un margine per rischi non finanziari che esprime le potenziali asimmetrie nei rischi operativi, nonché i requisiti di capitale del business bancario;

Deduzione del costo per mantenere un livello di capitale necessario per il business vita:

- usando il margine minimo della EU per gli affari unit-linked e tradizionali
- usando un *risk-based capital* per il rischio controparte sugli affari index
- ipotizzando un costo di "doppia tassazione" sul capitale necessario

Deduzione esplicita per il costo delle opzioni finanziarie e garanzie:

- rilevante solo per gli affari tradizionali

### **Affari considerati**

Gli affari considerati comprendono gli affari assicurativi vita e di risparmio gestito distribuiti in Italia e Spagna, assieme alle principali linee di business bancario retail in Italia, coerentemente con i relativi segmenti della reportistica primaria IFRS. Nessun valore è stato attribuito al portafoglio in vigore o alla nuova produzione per le altre linee di business, incluse in particolare Gamax, B.A. Lenz e quella parte delle attività irlandesi di MILL e



MIF non connessa con Italia e Spagna, né alle altre linee di business minori del Gruppo Mediolanum.

I valori sono presentati su base consolidata (principio di *look-through*), considerando tutti i profitti e le perdite che emergono nel Gruppo associato alle rispettive linee di business.

### **Capitale necessario e costo del capitale**

In conformità al Principio EEV n.5, Mediolanum ha effettuato una determinazione dell'ammontare di capitale necessario da attribuire agli affari vita considerati; l'approccio varia per linea di business. Per tutti gli affari vita con eccezione degli affari index-linked, sono stati considerati appropriati i requisiti minimi di solvibilità della EU. Per gli affari index-linked, si è tenuto conto del rischio di controparte, utilizzando un approccio di *risk-based capital* che ha considerato il *rating* delle società emittenti le obbligazioni strutturate sottostanti le garanzie dei prodotti index-linked. Ciò ha determinato una necessità di capitale pari a circa il 3,5% delle riserve per gli affari dove grava su Mediolanum l'intero rischio di investimento e pari a circa il 1,75% sulle polizze in cui il rischio investimento è trasferito agli assicurati.

Complessivamente il capitale necessario per gli affari vita al 31 dicembre 2006 è pari a 163 milioni di euro, che corrisponde a circa il 150% del margine minimo della EU.

Per gli affari bancari, i requisiti minimi di capitale in base ai *risk weighted assets* per i mutui e prestiti sono stati considerati come parte del margine per il rischio non-finanziario nel tasso di attualizzazione, così come i requisiti di Basilea II sui rischi operativi.

Ai fini della determinazione del valore intrinseco, il costo di mantenere il capitale necessario è stato calcolato in base ai cosiddetti costi frizionali (*frictional costs*) di tenere tale capitale. Poiché i rischi finanziari sono stati già determinati su base *market-consistent*, i *frictional costs* sono rappresentati solamente dall'effetto della tassazione sul rendimento delle attività degli azionisti vincolate (*locked-in*) a copertura del capitale stesso.

Come già indicato, i tassi di attualizzazione derivati sono stati calcolati in modo da riprodurre il valore del portafoglio dopo il costo del capitale in base all'approccio tradizionale.

### **Tasso di attualizzazione – margine per rischi finanziari**

Mediolanum ha adottato un approccio *bottom-up* per tenere conto del rischio, utilizzando una metodologia *market-consistent* per calibrare il tasso di attualizzazione per tener conto dei rischi finanziari, ovvero il rischio legato al mercato. In linea di principio seguendo un approccio *market-consistent* ciascun flusso di cassa è valutato in base al proprio profilo in termini di rischio finanziario, e quindi in maniera coerente con il prezzo di mercato di strumenti finanziari che esprimono flussi di cassa simili e che sono scambiati nei mercati aperti. In pratica, Mediolanum ha usato la tecnica cosiddetta "*certainty-equivalent*" che è un approccio comunemente utilizzato nella determinazione dei prezzi di mercato di strumenti finanziari. In sintesi, ciò consiste nella trasformazione di ciascun flusso di cassa in un flusso equivalente, laddove è

stato eliminato l'impatto del rischio finanziario e quindi reso "certo", che consente di scontare il risultante flusso di profitti trasformati (*risk-adjusted*) ad un tasso privo di rischio. La curva swap Euro è stata utilizzata per esprimere i tassi privi di rischio alle rispettive date di valutazione.

La conversione dell'impatto complessivo dei rischi finanziari in un margine nel tasso di attualizzazione considera l'aumento del livello di rischio associato alla componente azionaria, ma è anche influenzata dal livello di profittabilità del business e il raffronto tra costi e ricavi.

### **Tasso di attualizzazione – margine per rischi non-finanziari**

In teoria, un investitore può diversificare l'incertezza associata ai rischi non-finanziari e, secondo la teoria di finanza moderna, non richiederebbe un ritorno addizionale per tali rischi diversificabili. I rischi non finanziari sono considerati attraverso la scelta delle ipotesi *best estimate* tenendo presente l'impatto che l'eventuale aleatorietà delle ipotesi può avere sul livello e quindi sul costo del capitale. Sebbene Mediolanum considera che le ipotesi *best estimate* siano appropriate in questo ambito, è possibile che l'utilizzo di tali ipotesi possano non cogliere appieno l'impatto sui profitti per l'azionista qualora ci fossero potenziali asimmetrie nei risultati, ovvero laddove una esperienza sfavorevole possa avere un impatto superiore rispetto ad una esperienza favorevole. Mediolanum ha identificato che tale asimmetria potrebbe esistere nell'area dei rischi operativi, ed in particolare relativi alle spese amministrative, le commissioni di gestione e la persistenza.

L'approccio utilizzato per tenere in conto i rischi non-finanziari è in evoluzione e Mediolanum sta monitorando attentamente gli sviluppi in questo ambito, con particolare riguardo anche agli impatti potenziali di Solvency II sui livelli di capitale necessario.

In pratica, l'approccio seguente è stato utilizzato per tutte le linee di business. In primo luogo è stato determinato l'ammontare di capitale necessario per soddisfare i criteri sui rischi operativi di Basilea II. In secondo luogo, utilizzando tecniche di capitale economico, è stato determinato un ammontare di valore del portafoglio "a rischio" applicando una serie di stress test ai parametri chiave identificati in precedenza, ovvero costi amministrativi, commissioni di gestione e persistenza, al valore del portafoglio in vigore. L'ammontare risultante di "capitale economico di rischio" è stato assoggettato ad un costo del capitale annuale "frizionale" pari all'impatto della tassazione.

Inoltre, il margine per rischi non-finanziari incorpora il costo di mantenere i minimi requisiti di capitale bancari associati ai mutui e prestiti.

### **Tassi di attualizzazione derivati**

La tabella seguente fornisce le componenti dei tassi di attualizzazione derivati utilizzati al 31 dicembre 2005 ed al 31 dicembre 2006.

## Tassi di attualizzazione derivati

	Unit-linked		Risparmio gestito		Business bancario	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Tasso privo di rischio medio	3,60%	4,25%	3,40%	4,20%	3,45%	4,20%
Margine per rischi finanziari	0,85%	0,95%	2,30%	2,30%	-	-
Margine per rischi non-finanziari	1,20%	1,40%	0,80%	1,10%	2,15%	2,20%
Tasso di attualizzazione finale	5,65%	6,60%	6,50%	7,60%	5,60%	6,40%

I tassi di attualizzazione derivati sono quelli che riproducono il valore del portafoglio in vigore nell'ambito dei modelli tradizionali deterministici, utilizzando ipotesi *best estimate* dopo il costo del capitale. Il tasso privo di rischio medio è stato determinato sulla base della struttura a termine dei profitti futuri che emergono dalle proiezioni *certainty-equivalent*, in base alla curva priva di rischio. Come descritto in precedenza, l'impatto dei rischi finanziari e non-finanziari è stato trasformato in margini sul tasso sconto per derivare il tasso di attualizzazione finale da utilizzare nei modelli.

L'aumento nei vari tassi medi privi di rischio tra il 31 dicembre 2005 e il 31 dicembre 2006 è dovuto al generalizzato innalzamento della curva dei tassi forward. Il margine per rischi finanziari si è mantenuto sostanzialmente stabile. D'altro canto il margine per rischi non-finanziari è aumentato tra il 31 dicembre 2005 e il 31 dicembre 2006 principalmente a causa dell'aumento dei tassi forward che incrementa il costo del capitale economico per il maggior costo di tassazione annuale sul capitale economico proiettato.

## Opzioni finanziarie e garanzie

Le uniche opzioni finanziarie e garanzie significative nel business di Mediolanum si riferiscono agli affari tradizionali rivalutabili legati a gestioni separate, che sono chiuse a nuovi affari dal 1998. Il rischio principale per gli azionisti è che il rendimento degli investimenti nelle gestioni separate possa risultare insufficiente a coprire le garanzie finanziarie sia nel periodo fino alla scadenza dei contratti, sia nel periodo di godimento per le polizze di rendita.

Data l'incidenza limitata di tali affari per il Gruppo, è stato utilizzato un approccio semplificato, costruendo un portafoglio replicante composto di strumenti privi di rischio pari al valore di mercato degli investimenti della gestione separata e simulando l'acquisto di floor ai prezzi di mercato per coprire il rischio di reinvestimento, dopo aver tenuto conto dell'impatto dei trattati di riassicurazione in vigore. È stato ipotizzato che tutti gli assicurati con polizze di rendita differita eserciteranno l'opzione di rendita. Il "*time value*" delle opzioni e garanzie finanziarie (ossia la differenza tra il prezzo delle opzioni e il loro valore intrinseco già insito nelle proiezioni) è dato dalla differenza tra la valutazione *certainty-equivalent* e la valutazione complessiva. Il *time value* delle opzioni e garanzie finanziarie, che è stato già sottratto dai valori intrinseci, è pari a circa 35 milioni di euro nella valutazione al 31 dicembre 2006 (41 milioni di euro al 31 dicembre 2005). La diminuzione nel *time value* delle opzioni e garanzie nel 2006 è associato principalmente alla riduzione della volatilità dei prezzi degli swaptions durante l'anno.

## Rappresentazione dei risultati

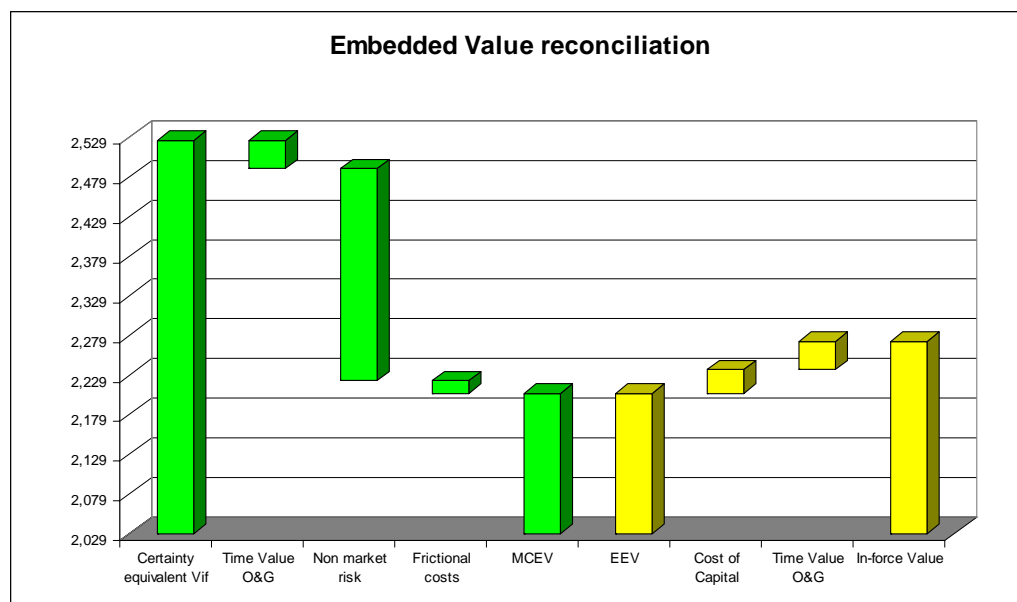
Come detto in precedenza, il valore intrinseco è stato determinato utilizzando un approccio *market-consistent* per la valutazione dei rischi finanziari, considerando un margine per i rischi non-finanziari, una deduzione per i costi frizionali del capitale necessario e per il costo delle opzioni e delle garanzie finanziarie per i prodotti tradizionali. Per mantenere coerenza con la reportistica precedente sul valore intrinseco e per consentire dei confronti omogenei, sono stati derivati dei tassi di attualizzazione da utilizzare nell'ambito dei modelli tradizionali deterministici, che utilizzano ipotesi *best estimate*, tali da riprodurre gli stessi risultati, dopo il costo del capitale.

La tabella ed il grafico che seguono mostrano una riconciliazione delle due rappresentazioni per gli affari Vita ed Asset Management distribuiti in Italia.

### Riconciliazione del valore del portafoglio

*Euro millions*

	MCEV	EEV
Valore del portafoglio certainty equivalent/tradizionale	2.525	2.271
Time value opzioni e garanzie	(35)	(35)
Rischi non finanziari	(268)	-
Costo di capitale frizionale	(16)	-
Costo di capitale tradizionale	-	(30)
Valore del portafoglio in vigore	2.206	2.206



## Spese e costi di sviluppo

Le ipotesi di spesa sono riesaminate attivamente e sono basate sulle spese generali e di amministrazione complessive dell'intero gruppo consolidato, inclusivo dei costi della holding e delle compagnie di servizio. Mediolanum ha escluso 14 milioni di euro di costi di sviluppo dalle spese allocate alle varie linee di business nel 2006.

I costi sono stati allocati alle varie linee di business e all'interno di ciascuna linea sono stati interamente attribuiti tra spese relative all'acquisizione di nuovi affari, alla gestione del portafoglio e alla gestione degli investimenti.

## **Imposta**

Gli utili proiettati sono stati assoggettati alle aliquote di imposta normali nel paese dove emergono. Si è tenuto conto dell'impatto del trattamento fiscale degli utili che si proiettano rimpatriati in Italia.

## **Business con partecipazione agli utili**

Per gli affari tradizionali rivalutabili italiani, è previsto che si mantenga l'attuale prassi sui tassi di retrocessione e partecipazione agli utili.

## **Attivi residuali**

Non ci sono attivi residuali proiettati.

## **Definizione di nuove vendite**

Le nuove vendite vita si riferiscono a nuove polizze emesse nell'anno, escluse quelle derivanti da trasformazione o switch di polizze già in vigore, assieme agli aumenti discrezionali nel livello dei versamenti sulle polizze a premio ricorrente. I volumi di nuova produzione utilizzati per determinare il valore della nuova produzione 2006 in Italia erano 185 milioni di euro di premi ricorrenti annualizzati (di cui 26 milioni di euro relativi agli ampliamenti), 516 milioni di euro di premi unici unit-linked, e 1.175 milioni di euro di premi unici index-linked. Ulteriori premi unici index-linked per 148 milioni di euro sono stati esclusi dai volumi di nuova produzione perché derivano dal contestuale riscatto di polizze DiPiù di vecchie generazioni.

Le nuove vendite fondi e gestioni, intese come la somma della raccolta lorda retail al netto degli switch all'interno dei fondi e delle gestioni, sono state pari a 70 milioni di euro di fondi comuni Pac, 1.315 milioni di euro di fondi comuni Pic e 40 milioni di euro di gestioni patrimoniali. Del totale di produzione dei fondi comuni le vendite di fondi immobiliari ammontano a 1 milione di euro di Pac e 24 milioni di euro di Pic. La nuova produzione Pic di Portfolio ammonta a 223 milioni di euro; nel determinare il volume ed il valore della nuova produzione, sono stati esclusi gli switch, pari a circa 140 milioni di euro, dalle gestioni patrimoniali a Portfolio avvenuti nei primi mesi dell'anno.

La nuova produzione vita in Spagna comprende 129 milioni di euro di premi unici, di cui polizze index-linked per 102 milioni di euro, e premi ricorrenti annualizzati per 4,9 milioni di euro. Le nuove vendite di risparmio gestito nel 2006 comprendono 177 milioni di euro investiti in fondi domestici spagnoli e 58 milioni di euro in fondi comuni irlandesi.

Le nuove vendite bancarie comprendono la raccolta nuova che si riferisce a nuovi conti correnti e depositi titoli aperti nel corso dell'anno, pari a 537 milioni di euro, e il volume di nuovi mutui erogati pari a 259 milioni di euro, di cui 163 milioni di euro in mutui proprietari.

## IPOTESI

I paragrafi seguenti illustrano le ipotesi principali utilizzate nel calcolo del valore intrinseco al 31 dicembre 2004, 2005 e 2006.

### Ipotesi economiche best-estimate

Le ipotesi economiche *best-estimate* sono riesaminate attivamente e sono basate sui rendimenti di mercato di strumenti finanziari privi di rischio a diverse durate alle rispettive date di valutazione. È stato ipotizzato che i tassi di rendimento complessivo per le azioni abbiano uno spread del 3% sui titoli governativi Euro AAA. I rendimenti di altri investimenti sono stabiliti utilizzando *benchmark* coerenti con lo scenario base. La tabella seguente illustra le principali ipotesi economiche.

### Ipotesi economiche al 31 dicembre

	2004	2005	2006
Rendimento lordo sugli investimenti :			
Benchmark BTP decennale	3,85%	3,50%	4,15%
Liquidità	2,25%	2,40%	3,65%
Azioni	6,65%	6,30%	6,95%
Inflazione			
prezzi al consumo	2,00%	1,75%	1,75%
sulle spese	2,50%	2,25%	2,25%
Imposta			
Italia	38,25%	38,25%	38,25%
Irlanda	12,5%	12,5%	12,5%
Spagna	35,0%	35,0%	35,0%*
Tasso di sconto medio (pf in vigore)	6,27%	5,80%	6,73%

\* si riduce al 30% dal 2008

I tassi di rendimento lordo sulle attività sottostanti le riserve tecniche sono stati determinati in maniera coerente con i suddetti tassi *benchmark*, tenendo presente la composizione delle attività relative, con risultati per la gestione separata pari al 4,0% nella valutazione al 31 dicembre 2006 (3,70% al 31 dicembre 2005, 4,00% al 31 dicembre 2004). Questi tassi di rendimento già includono l'effetto relativo all'impatto delle plus/minusvalenze latenti nella gestione. I tassi di rendimento dei fondi unit-linked, dei fondi comuni di investimento e delle gestioni patrimoniali sono stati determinati in base alla composizione delle attività in ciascun fondo, con risultati medi per gli affari italiani, al lordo dei costi e delle tasse, pari al 5,75% per i fondi unit-linked (5,00% al 31 dicembre 2005, 4,95% al 31 dicembre 2004) e al 5,95% per i prodotti di risparmio gestito (5,20% al 31 dicembre 2005, 5,35% al 31 dicembre 2004).

Il tasso di inflazione dell'indice dei prezzi al consumo indicato sopra è utilizzato nella determinazione degli incrementi automatici dei premi, generalmente pari all'aumento nell'indice dei prezzi più il 3%, per i prodotti con tale caratteristica.

Si ipotizza che le spese di gestione espresse in cifra fissa per polizza aumentino al tasso di inflazione delle spese.

### **Ipotesi economiche market-consistent**

I tassi di rendimento privi di rischio utilizzati nelle proiezioni *certainty-equivalent* sono calibrati alla curva swap Euro, e la volatilità implicita dei cap e floor ai prezzi di mercato degli swaptions a varie lunghezze e durate. La tabella seguente fornisce alcuni dati sintetici.

#### **Swap rate e volatilità implicite**

	Durata alla scadenza				
	1	5	10	15	20
<b>Tassi swap</b>					
31 dicembre 2004	2,37%	3,16%	3,75%	4,06%	4,24%
31 dicembre 2005	2,88%	3,22%	3,45%	3,64%	3,73%
31 dicembre 2006	4,08%	4,13%	4,20%	4,27%	4,31%
<b>Volatilità degli swaption a 15 anni</b>					
31 dicembre 2004	14,2%	12,6%	10,9%	9,6%	9,3%
31 dicembre 2005	16,2%	15,9%	14,5%	13,7%	13,4%
31 dicembre 2006	13,5%	13,2%	12,1%	11,5%	11,2%

Fonte: Bloomberg

### **Altre ipotesi**

I tassi ipotizzati per il futuro per mortalità, decadenze, mancata alimentazione dei premi ricorrenti e altre uscite, inclusi i tassi di disinvestimento totale e parziale per gli affari risparmio gestito, sono stati stabiliti mediante un'analisi della recente esperienza operativa del Gruppo Mediolanum, integrata, dove appropriato, da considerazioni dell'esperienza dei settori vita, risparmio gestito e bancario.

Le spese generali e di amministrazione del Gruppo, inclusi gli accantonamenti e ammortamenti, ma escludendo i costi di sviluppo, sono state suddivise tra le linee di business e, all'interno di ciascuna, tra spese relative all'investimento, all'acquisizione di nuovi affari e alle spese di gestione del portafoglio in vigore.

Le ipotesi dei livelli di provvigione e sovrapprovvigione pagabili nel futuro agli agenti e venditori sono state basate sulla recente esperienza operativa del Gruppo Mediolanum.

È previsto che verranno mantenuti nel futuro i tassi di retrocessione e di altre commissioni per le polizze vita e le aliquote di commissione di gestione dei fondi, vigenti alle rispettive date di valutazione. In modo analogo, è previsto che venga mantenuta in futuro l'attuale struttura dei caricamenti sui prodotti bancari.

È previsto che i principi e le basi tecniche per il calcolo delle riserve tecniche e dei valori di riscatto rimangano invariati.

Si è ipotizzato una serie di aliquote per le commissioni di performance in maniera prudenziale rispetto all'esperienza fin qui maturata. Nella voce scostamenti dalle ipotesi nell'analisi delle componenti di valore aggiunto

dell'anno viene registrato un aumento di 46 milioni di euro nel 2006 e 102 milioni di euro nell'anno 2005 dovuti al superamento dell'ipotesi utilizzata all'inizio dell'anno.

È stato tenuto conto della riassicurazione effettuata sul portafoglio vita, al di fuori del Gruppo Mediolanum, la quale si riferisce principalmente a trattati di riassicurazione commerciale in quota negli anni fino al 1994. Nessun nuovo trattato di riassicurazione commerciale è stato effettuato dal 1995.

Il costo di mantenimento di capitale per dimostrare la solvibilità nell'ambito tradizionale è stato determinato sulle ipotesi che le attività sottostanti il margine di solvibilità, costituite principalmente da titoli obbligazionari, generino un rendimento lordo medio pari al 4,0% per il 2006 e pari al 3,7% per il 2005. Sulla base di tali ipotesi, il costo del capitale, che è stato sottratto dal valore attuale degli utili futuri di bilancio dopo le imposte per determinare il valore del portafoglio in vigore come sopra riportato, è pari a 31 milioni di euro al 31 dicembre 2006 e 32 milioni di euro al 31 dicembre 2005. Il costo, già considerato nel valore aggiunto della nuova produzione vita del 2006, ammonta a circa 2,2 milioni di euro.

### **Dichiarazione degli amministratori**

Gli amministratori confermano che il valore intrinseco al 31 dicembre 2006 e il valore aggiunto dell'anno, incluso il valore della nuova produzione del 2006, sono stati determinati utilizzando metodologie ed ipotesi conformi con i Principi EEV.

### **Parere esterno**

Tillinghast, la divisione di consulenza globale per le istituzioni assicurative e finanziarie di Towers Perrin, ha assistito il Gruppo Mediolanum nella definizione della metodologia e delle ipotesi utilizzate, ed ha calcolato il *European Embedded Value* del Gruppo al 31 dicembre 2006 nonché il valore aggiunto del 2006. Nel determinare le stime di valore Tillinghast ha fatto affidamento su una serie di dati ed informazioni fornite dal Gruppo; tali informazioni sono state esaminate, con riferimento alla loro attendibilità e coerenza con la conoscenza del settore, ma Tillinghast non le ha sottoposte ad alcuna verifica indipendente.

Tillinghast ha comunicato al Gruppo di ritenere che la metodologia e le ipotesi utilizzate siano conformi ai Principi EEV e alle relative linee guida, pubblicati dal CFO Forum, ed in particolare:

- che la metodologia tenga conto dei rischi complessivi degli affari considerati tramite:
  - (i) l'incorporazione di margini di rischio nei tassi di attualizzazione applicati alle proiezioni *best estimate* degli utili utilizzando
    - a) una valutazione *market-consistent* per il rischio finanziario
    - b) un margine per i rischi non-finanziari basato sul costo *frizionale* di un ammontare di capitale che sarebbe necessario a copertura dei requisiti di rischio operativo in base a Basilea II e il valore del portafoglio a rischio con riguardo a variabili operative chiave quali persistenza, costi e commissioni di gestione,



- (ii) la deduzione del costo di mantenere un ammontare di capitale necessario, basato sui margini minimi di solvibilità della UE per gli affari vita escluse le polizze index, e su un *risk-based* capital per il portafoglio index; e
- (iii) la deduzione del time value delle opzioni e garanzie finanziarie presenti nel portafoglio tradizionale;
- che le ipotesi operative siano state stabilite avendo riguardo all'esperienza operativa passata, presente e attesa per il futuro;
- che le ipotesi economiche utilizzate siano internamente coerenti e coerenti con i dati disponibili del mercato;
- che i tassi di rivalutazione e i tassi di retrocessione, per gli affari rivalutabili, siano coerenti con le ipotesi di proiezione, la prassi consolidata della compagnia e la prassi del mercato locale.

Tillinghast ritiene che i risultati per il valore intrinseco, il valore aggiunto, incluso il valore della nuova produzione, riportati nella presente siano ragionevoli nel contesto della reportistica di embedded value sotto i Principi EEV.

## APPENDICE 1 – REPORTISTICA SEGMENTALE

Le tabelle seguenti evidenziano il valore del portafoglio in vigore al 31 dicembre 2006 e il valore della nuova produzione 2006, suddivisi per segmento.

### Valore del portafoglio in vigore al 31 dicembre 2006 per segmento

<i>Euro milioni</i>	Italia	Spagna	Totale
Vita (escluse index-linked)	1.860	21	1.881
Vita index-linked	14	0	14
Risparmio gestito	332	14	346
Conti correnti e deposito titoli	118	n/a	118
Mutui	14	n/a	14
Totale	2.338	35	2.373

### Valore della nuova produzione nel 2006 per segmento

<i>Euro milioni</i>	Italia	Spagna	Totale
Vita (escluse index-linked)	154	10	164
Vita index-linked	34	7	41
Risparmio gestito	43	1	44
Conti correnti e deposito titoli	9	n/a	9
Mutui	6	n/a	6
Totale	246	18	264

## APPENDICE 2 – TEST DI SENSITIVITA'

In questa sezione viene fornita la sensitività del valore del portafoglio in vigore al 31 dicembre 2006 e del valore della nuova produzione del 2006 al variare le ipotesi chiave.

- RDR +1% / RDR -1%: sensitività al cambiamento dei tassi di attualizzazione.
- Rendimento azioni ed immobili +1%: sensitività ad un aumento di 100 basis points nel rendimento di azioni/immobili.
- Tassi privi di rischio +0.5%: sensitività ad uno shift parallelo additivo di 50 basis points della curva dei tassi privi di rischio, a tale variazione si aggiunge un aumento di 50 basis points delle ipotesi economiche best estimate. I tassi di attualizzazione sono ricalcolati.
- Tassi privi di rischio -0.5%: sensitività ad uno shift parallelo verso il basso di 50 basis points della curva dei tassi privi di rischio, a tale variazione si aggiunge una riduzione di 50 basis points delle ipotesi economiche best estimate. I tassi di attualizzazione sono ricalcolati.
- Riduzione del valore delle azioni -10%: sensitività ad una riduzione del 10% del valore di mercato delle azioni alla data di valutazione.
- Aumento del valore delle azioni +10%: sensitività ad un aumento del 10% del valore di mercato delle azioni alla data di valutazione.
- Spese di gestione -10%: sensitività ad una riduzione del 10% delle spese di gestione (90% del parametro best estimate). Le spese di investimento rimangono invariate in questo test.
- Spese di acquisto -10%: sensitività ad una riduzione del 10% delle spese di acquisizione (90% del parametro best estimate).
- Tassi di riscatto -10%: sensitività ad una riduzione del 10% dei tassi di riscatto totale (90% del parametro best estimate). Non si applica alle ipotesi di riscatti parziali delle masse gestite.

Per ciascun test di sensitività, tutte le altre ipotesi sono mantenute invariate, ad eccezione dei test sul variare direttamente le condizioni economiche per i quali è stato ricalcolato il tasso di attualizzazione, visto l'utilizzo di una metodologia *market-consistent* per stabilire il margine per rischi finanziari.

Per quanto riguarda la sensitività sui tassi privi di rischio, il calcolo è stato effettuato solo per gli affari linked e solo relativamente ai valori in proiezione.

I test sulla variazione del valore delle azioni sono stati calcolati ipotizzando un ribilanciamento dell'asset mix e senza variare il tasso di attualizzazione.

La sensitività alla variazione del rendimento di azioni ed immobili non ha influenza, avendo tarato il tasso di attualizzazione con il metodo *market-consistent*. Le tabelle seguenti forniscono le sensitività separatamente per gli affari vita, risparmio gestito e bancario.

**Analisi di sensitività – Business vita***Euro milioni*

	<b>Valore del portafoglio in vigore</b>	<b>Valore della nuova produzione</b>
Valore base	1.895	205
aumento di 1% nei tassi di attualizzazione	(161)	(20)
diminuzione di 1% nei tassi di attualizzazione	187	23
aumento di 1% nel rendimento su azioni ed immobili	0	0
diminuzione di 0,5% nei tassi privi di rischio	55	8
aumento di 0,5% nei tassi privi di rischio	(68)	(9)
diminuzione di 10% nel valore delle azioni	(68)	(8)
aumento di 10% nel valore delle azioni	70	8
diminuzione di 10% nelle spese di gestione	12	2
diminuzione di 10% nelle spese di acquisizione	n/a	6
diminuzione di 10% nei tassi di riscatto	69	10

**Analisi di sensitività – Business risparmio gestito***Euro milioni*

	<b>Valore del portafoglio in vigore</b>	<b>Valore della nuova produzione</b>
Valore base	346	44
aumento di 1% nei tassi di attualizzazione	(12)	(2)
diminuzione di 1% nei tassi di attualizzazione	13	2
aumento di 1% nel rendimento su azioni ed immobili	0	0
diminuzione di 0,5% nei tassi privi di rischio	1	0
aumento di 0,5% nei tassi privi di rischio	(1)	0
diminuzione di 10% nel valore delle azioni	(28)	(4)
aumento di 10% nel valore delle azioni	28	4
diminuzione di 10% nelle spese di gestione	8	1
diminuzione di 10% nelle spese di acquisizione	n/a	2
diminuzione di 10% nei tassi di decadenza totali	17	3

**Analisi di sensitività – Business bancario***Euro milioni*

	<b>Valore del portafoglio in vigore</b>	<b>Valore della nuova produzione</b>
Valore base	132	15
aumento di 1% nei tassi di attualizzazione	(6)	(2)
diminuzione di 1% nei tassi di attualizzazione	7	1
aumento di 1% nel rendimento su azioni ed immobili	0	0
diminuzione di 10% nelle spese di gestione	22	6
diminuzione di 10% nelle spese di acquisizione	n/a	1
diminuzione di 10% nei tassi di decadenza	7	1

### APPENDICE 3 – VALORE AGGIUNTO DELL'ANNO

La tabella che segue mostra la suddivisione del valore aggiunto del 2006 nelle sue componenti principali. Il valore aggiunto è inoltre suddiviso nel movimento del patrimonio netto rettificato ed in quello del valore del portafoglio in vigore. Sia il valore intrinseco di apertura che quello di chiusura sono mostrati al lordo dei dividendi che dovranno essere pagati l'anno successivo.

#### Valore aggiunto nel 2006

*Euro milioni*

	<b>Patrimonio netto rettificato</b>	<b>Valore del portafoglio in vigore</b>	<b>EEV</b>
EEV 31.12.2005	648	2,303	2,951
Risultato atteso	241	(88)	153
Scostamenti dalle ipotesi	44	(63)	(19)
Modifiche alle ipotesi operative	0	(57)	(57)
Modifiche alle ipotesi economiche	0	(39)	(39)
Operazioni commerciali	3	(1)	2
Valore aggiunto dalle nuove vendite	(46)	318	272
Dividendi ed altri movimenti di capitale	(141)	0	(141)
EEV 31.12.2006	749	2,373	3,122
Valore aggiunto dell'anno			312
Ritorno sul valore intrinseco			10.6%