

Gruppo Mediolanum

European Embedded Value 30 giugno 2006

Supplementary Information

INTRODUZIONE

Nel maggio del 2004, il CFO Forum, un gruppo allora composto dai Chief Financial Officers di 19 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 con la pubblicazione dei risultati dell'esercizio 2005. Questo documento riporta i risultati al 30 giugno 2006, un confronto con i valori al 31 dicembre 2005 e una riclassifica dei valori al 30 giugno 2005 sulle stesse basi.

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. Il valore del portafoglio di contratti di risparmio gestito (fondi comuni di investimento, inclusi i fondi immobiliari e gestioni patrimoniali in fondi) 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, compresi conti correnti, conti deposito titoli e mutui.

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 30 giugno 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 30 giugno 2006, al 31 dicembre 2005 e al 30 giugno 2005, tutti determinati in base ai Principi EEV.

Valore intrinseco

Euro/milioni

	30 giugno 2005	31 dicembre 2005	30 giugno 2006
patrimonio netto pubblicato	744	808	809
rettifiche al patrimonio netto ¹	(174)	(160)	(151)
Patrimonio netto rettificato	570	648	658
valore del portafoglio vita in vigore	1.757	1.793	1.802
valore del portafoglio risparmio gestito	397	410	394
valore del portafoglio bancario in vigore	83	100	120
Valore del portafoglio in vigore	2.237	2.303	2.316
VALORE INTRINSECO	2.807	2.951	2.974

¹ 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.

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 6,62% al 30 giugno 2006, al 5,80% al 31 dicembre 2005 e al 5,48% al 30 giugno 2005.

Sensibilità 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 30 giugno 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 30 giugno 2006

Euro/milioni

Tasso di attualizzazione	-1%	centrale	+1%
Patrimonio netto rettificato	658	658	658
Valore del portafoglio vita in vigore	1.975	1.802	1.651
Valore del portafoglio risparmio gestito in vigore	413	394	377
Valore del portafoglio bancario in vigore	126	120	114
Valore del portafoglio in vigore	2.514	2.316	2.142
VALORE INTRINSECO	3.172	2.974	2.800

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 del primo semestre 2006, dell'intero esercizio 2005 e del primo semestre 2005.

Valore aggiunto del periodo

Euro/milioni

	1° semestre 2005	Anno 2005	1° semestre 2006
Variazione nel valore intrinseco nel periodo	314	458	23
Dividendi pagati o in acconto	102	163	83
Altri movimenti di capitale	(4)	(7)	(2)
VALORE AGGIUNTO DEL PERIODO	412	614	104

Il valore aggiunto del periodo 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 vita nel primo semestre del 2005, 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 nel primo semestre 2006, nell'intero esercizio 2005 e nel primo semestre 2005.

Componenti del valore aggiunto dell'anno

Euro/milioni

	1° semestre 2005	Anno 2005	1° semestre 2006
Rendimento previsto	71	143	76
Scostamenti dalle ipotesi	163	259	(94)
Modifiche alle ipotesi operative	(8)	(43)	-
Modifiche alle ipotesi economiche	94	31	(29)
VALORE AGGIUNTO PRIMA DI NUOVE VENDITE	320	390	(47)
Nuove vendite vita	77	162	110
Nuove vendite risparmio gestito	11	52	32
Nuove vendite bancarie	3	10	9
Trasformazioni vita	1	-	-
VALORE AGGIUNTO DELLE NUOVE VENDITE	92	224	151
VALORE AGGIUNTO DELL'ANNO	412	614	104

Descrizione dei fattori rilevanti del valore aggiunto del primo semestre 2006

Gli scostamenti dalle ipotesi hanno dato luogo ad una diminuzione nel valore aggiunto dell'anno per 94 milioni di euro. Gli elementi negativi più importanti sono stati 73 milioni di euro associati alla performance degli investimenti nei fondi unit-linked e nel risparmio gestito inferiore alle ipotesi utilizzate all'inizio dell'anno, nonché della partecipazione in Mediobanca, e una persistenza inferiore alle attese nelle gestioni patrimoniali e nel business vita (complessivamente 31 milioni di euro). Questi effetti negativi sono stati in parte controbilanciati da commissioni di performance superiori alle attese (16 milioni di euro). Gli impatti residui comprendono una serie di voci minori sia positive che negative.

Non sono state apportate modifiche alle ipotesi operative, in quanto nel complesso l'esperienza operativa si è dimostrata in linea con le aspettative.

L'impatto negativo delle modifiche alle ipotesi economiche (per circa 29 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 110 milioni di euro di cui 8 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 32 milioni di euro, ed è quasi interamente generato in Italia.

Le nuove vendite bancarie hanno generato 9 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 nel primo semestre 2006, nell'intero esercizio 2005 e nel primo semestre 2005.

Valore della nuova produzione all'istante della vendita

Euro/milioni

	1° semestre 2005	Anno 2005	1° semestre 2006
Vita unit-linked	66	133	86
Vita index-linked	11	25	22
Risparmio gestito	11	50	32
Business bancario	3	10	9
VALORE DELLA NUOVA PRODUZIONE	91	218	149

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 6,50% per il business vita (5,65% nell'intero esercizio 2005 e 5,40% nel primo semestre 2005), 7,25% per il risparmio gestito (6,50% nell'intero esercizio 2005 e 5,90% nel primo semestre 2005) e 6,30% per il business bancario (5,60% nell'intero esercizio 2005 e 5,20% nel primo semestre 2005), che danno luogo ad un tasso medio, ponderato con i rispettivi valori della nuova produzione, pari al 6,65% nel primo semestre 2006.

Ai fini di permettere di giudicare l'effetto di utilizzare altri tassi di attualizzazione è stato determinato il valore della nuova produzione del primo semestre 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%	centrale	+1%
Vita unit-linked	96	86	77
Vita index-linked	23	22	21
Risparmio gestito	34	32	30
Business bancario	9	9	8
Totale	162	149	136

Margini sulla nuova produzione

I margini sulla nuova produzione (*new business margins*) per gli affari vita e risparmio gestito in Italia per il primo semestre 2006, per l'intero esercizio 2005 e per il primo semestre 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 per il primo semestre 2006 – vita e risparmio gestito

Euro/milioni

	Unit-linked	Index-linked	Risparmio gestito
Valore della nuova produzione all'istante di vendita	81	19	31
Premi ricorrenti / Pac	90		45
Premi unici / Pic	243	612	828
APE	115	61	128
Margine sulla nuova produzione (% APE)	70,8%	30,9%	24,4%
PVNBP	962	612	1.091
Margine sulla nuova produzione (% PVNBP)	8,4%	3,1%	2,9%

Margini sulla nuova produzione per l'intero esercizio 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%

Margini sulla nuova produzione per il primo semestre 2005 – vita e risparmio gestito

Euro/milioni

	Unit-linked	Index-linked	Risparmio gestito
Valore della nuova produzione all'istante di vendita	63	10	11
Premi ricorrenti / Pac	62		23
Premi unici / Pic	151	454	438
APE	77	45	67
Margine sulla nuova produzione (% APE)	82,5%	22,0%	16,8%
PVNBP	701	454	581
Margine sulla nuova produzione (% PVNBP)	9,0%	2,2%	1,9%

Il margine sull'APE per la nuova produzione vita in Spagna è pari a circa il 75% nel primo semestre 2006.

Il margine su nuovi conti correnti, espresso in percentuale della nuova raccolta sui nuovi conti correnti aperti nel primo semestre 2006, è pari al 2,0%. La redditività dei nuovi mutui erogati nel primo semestre 2006 è pari a 2,0% 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 mantiene coerenza con l'approccio utilizzato in precedenza per la reportistica di *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 obbligazioni strutturate sottostanti le garanzie dei prodotti index-linked. Ciò ha determinato una necessità di capitale pari a circa il 3,8% delle riserve per gli affari dove grava su Mediolanum l'intero rischio di investimento e pari a circa il 1,9% sulle polizze in cui il rischio investimento è trasferito agli assicurati.

Complessivamente il capitale necessario per gli affari vita al 30 giugno 2006 è pari a 166 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 sia 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 e al 30 giugno 2006.

Tassi di attualizzazione derivati

	Unit-linked		Risparmio gestito		Business bancario	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Tasso privo di rischio medio	3,60%	4,45%	3,40%	4,25%	3,45%	4,15%
Margine per rischi finanziari	0,85%	0,65%	2,30%	2,05%	-	-
Margine per rischi non-finanziari	1,20%	1,40%	0,80%	0,95%	2,15%	2,15%
Tasso di attualizzazione finale	5,65%	6,50%	6,50%	7,25%	5,60%	6,30%

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 30 giugno 2006 è dovuto al generalizzato innalzamento della curva dei tassi forward. La diminuzione nel margine per rischi finanziari è principalmente associato ad una riduzione della forbice tra rendimenti medi *best estimate* proiettati e tassi privi di rischio medi. D'altro canto il margine per rischi non-finanziari è aumentato tra il 31 dicembre 2005 e il 30 giugno 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. E' 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 36 milioni di euro nella valutazione al 30 giugno 2006 (41 milioni di euro al 31 dicembre 2005 e 42 milioni di euro al 30 giugno 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.

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. Non ci sono state voci straordinarie o costi di sviluppo esclusi dalle spese allocate alle varie linee di business nel primo semestre 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 residui

Non ci sono attivi residui 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 del primo semestre 2006 in Italia erano 90 milioni di euro di premi ricorrenti annualizzati (di cui 16 milioni di euro relativi agli ampliamenti), 243 milioni di euro di premi unici unit-linked, e 612 milioni di euro di premi unici index-linked. Ulteriori premi unici index-linked per 83 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 45 milioni di euro di fondi comuni Pac, 799 milioni di euro di fondi comuni Pic e 29 milioni di euro di gestioni patrimoniali. La nuova produzione Pic di Portfolio ammonta a 148 milioni di euro; nel determinare il volume ed il valore della

nuova produzione, sono stati esclusi gli switch, pari a 100 milioni di euro, dalle gestioni patrimoniali a Portfolio avvenuti nei primi mesi dell'anno.

La nuova produzione vita in Spagna comprende 65 milioni di euro di premi unici, di cui polizze index-linked per 51 milioni di euro, e premi ricorrenti annualizzati per 4,2 milioni di euro. Le nuove vendite di risparmio gestito nel primo semestre 2006 comprendono 124 milioni di euro investiti in fondi domestici spagnoli e 35 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 281 milioni di euro, e il volume di nuovi mutui erogati pari a 128 milioni di euro, di cui 75 milioni di euro in mutui proprietari.

IPOTESI

I paragrafi seguenti illustrano le ipotesi principali utilizzate nel calcolo del valore intrinseco al 30 giugno 2006, al 31 dicembre 2005 e al 30 giugno 2005.

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. E' 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

	30 giugno 2005	31 dicembre 2005	30 giugno 2006
Rendimento lordo sugli investimenti :			
Benchmark BTP decennale	3,40%	3,50%	4,30%
Liquidità	2,00%	2,40%	2,90%
Azioni	6,15%	6,30%	7,10%
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%	35%	35%
Tasso di sconto medio (pf in vigore)	5,48%	5,80%	6,62%

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 4,00% nella valutazione al 30 giugno 2006 (3,70% al 31 dicembre 2005, 4,00% al 30 giugno 2005). 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 5,70% per i fondi unit-linked (5,00% al 31 dicembre 2005, 4,62% al 30 giugno 2005) e al 5,95% per i prodotti di risparmio gestito (5,20% al 31 dicembre 2005, 5,05% al 30 giugno 2005).

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
Tassi swap					
30 giugno 2005	2,08%	2,63%	3,22%	3,52%	3,69%
31 dicembre 2005	2,88%	3,22%	3,45%	3,64%	3,73%
30 giugno 2006	3,56%	4,04%	4,29%	4,44%	4,53%
Volatilità degli swaption a 15 anni					
30 giugno 2005	17,0%	14,9%	13,2%	12,4%	12,5%
31 dicembre 2005	16,2%	15,9%	14,5%	13,7%	13,4%
30 giugno 2006	13,1%	12,1%	11,0%	10,4%	9,9%

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 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.

E' 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.

E' 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 16 milioni di euro nel primo semestre 2006 e 102 milioni di euro nell'anno 2005 dovuti al superamento dell'ipotesi utilizzata all'inizio dell'anno.

E' 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% per il primo semestre 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 30 milioni di euro al 30 giugno 2006 e 32 milioni di euro al 31 dicembre 2005. Il costo, già considerato nel valore aggiunto della nuova produzione vita del primo semestre 2006, ammonta a circa 1 milione di euro.

Dichiarazione degli amministratori

Gli amministratori confermano che i valori intrinseci al 30 giugno 2006 e il valore aggiunto dell'anno, incluso il valore della nuova produzione del primo semestre 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 30 giugno 2006 nonché il valore aggiunto del periodo per il primo semestre 2006. Le stime di valore elaborate da Tillinghast si basano su una serie di 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, e
 - (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;
 - (iii) la deduzione del time value delle opzioni e garanzie finanziarie presenti nel portafoglio tradizionale;
- che le ipotesi operative siano ragionevoli avendo riguardo all'esperienza operativa recente disponibile e le attese per la situazione operativa futura;
- 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 30 giugno 2006 e il valore della nuova produzione del primo semestre 2006, suddivisi per segmento.

Valore del portafoglio in vigore al 30 giugno 2006 per segmento

<i>Euro/milioni</i>	Italia	Spagna	Totale
Vita (escluse index-linked)	1.781	12	1.793
Vita index-linked	10	(1)	9
Risparmio gestito	381	13	394
Conti correnti e deposito titoli	110	n/a	110
Mutui	10	n/a	110
Totale	2.292	24	2.316

Valore della nuova produzione nel primo semestre 2006 per segmento

<i>Euro/milioni</i>	Italia	Spagna	Totale
Vita (escluse index-linked)	81	5	86
Vita index-linked	19	3	22
Risparmio gestito	31	1	32
Conti correnti e deposito titoli	6	n/a	6
Mutui	3	n/a	3
Totale	140	9	149