



Umaid Bhawan - Jodhpur, India



Relazione dell'Esperto

di cui all'art. 2501 *sexies* del Codice civile



Relazione dell'Esperto di cui all'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
ASSICURAZIONI GENERALI S.p.A.

Agli Azionisti di
ALLEANZA ASSICURAZIONI S.p.A.

1 – Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Trieste, in data 10 marzo 2009, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Assicurazioni Generali S.p.A. (di seguito "Generali" o la "Società Incorporante") e Alleanza Assicurazioni S.p.A. (di seguito "Alleanza" e, insieme a Generali, le "Società"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio (di seguito anche il "Rapporto di Cambio") fra le azioni ordinarie di Generali e le azioni ordinarie di Alleanza, nell'ambito della fusione per incorporazione di Alleanza e di Toro Assicurazioni S.p.A. (di seguito "Toro" ed insieme ad Alleanza le "Società Incorporande") in Generali (di seguito la "Fusione"). Nessun rapporto di cambio è stato fissato con riferimento all'incorporazione di Toro in Generali, poiché quest'ultima detiene tutte le azioni di Toro, che per effetto della Fusione saranno annullate.

Per le finalità del nostro incarico abbiamo ricevuto da Generali e da Alleanza il progetto di fusione (di seguito anche il "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile, corredato delle apposite relazioni illustrative degli amministratori di Generali e di Alleanza (di seguito anche gli "Amministratori") che indicano, illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il Rapporto di Cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile e dell'art. 70, comma 2, del Regolamento adottato da CONSOB, con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche. In conformità con quanto disposto dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile, gli Amministratori hanno utilizzato quali situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione le situazioni patrimoniali delle Società al 31 dicembre 2008, corrispondenti a quelle risultanti dai progetti di bilancio delle Società relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 20 marzo 2009.

Secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione, la Fusione comporterà l'aumento di capitale sociale di Generali per massimi Euro 146.906.790 mediante emissione di massime n. 146.906.790 nuove azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 (uno) ciascuna. Del predetto numero di azioni, massime n. 146.724.763 azioni saranno al servizio del concambio delle azioni Alleanza già emesse alla data del 20 marzo 2009 e non detenute direttamente da Generali (ivi incluse le azioni Alleanza attualmente di proprietà di Toro e di Alleanza stessa), mentre massime n. 182.027 azioni saranno al servizio del concambio delle azioni Alleanza che dovessero essere emesse, prima della data di decorrenza degli effetti giuridici della Fusione (di seguito la "Data di Efficacia"), a seguito dell'esercizio delle opzioni al servizio dei piani di *stock option* ancora in essere. Nel corso del 2003, infatti, il Consiglio di Amministrazione di Alleanza, sulla base del mandato ricevuto dall'Assemblea degli azionisti del 24 aprile 2001, aveva deliberato un aumento di capitale sociale al servizio di due piani di *stock option* per massime n. 1.200.000 azioni del valore nominale di Euro 0,50 ciascuna. Al 20 marzo 2009 risultavano ancora esercitabili complessive n. 551.596 opzioni riferite ai suddetti piani di *stock option* e corrispondenti all'emissione di n. 551.596 azioni Alleanza del valore nominale di Euro 0,50 ciascuna.

Le azioni di nuova emissione della Società Incorporante al servizio della Fusione saranno da attribuire agli azionisti di Alleanza nella proporzione di:

n. 0,33 azioni ordinarie Generali di nuova emissione, del valore nominale unitario di Euro 1,00 (uno), per ogni azione ordinaria Alleanza del valore nominale unitario di Euro 0,50.

Il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori di Generali e di Alleanza tenuto anche conto del fatto che Alleanza e Generali avrebbero proceduto allo stacco del dividendo relativo all'esercizio 2008 prima della Data di Efficacia della Fusione.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Generali e dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Alleanza che, come indicato dagli Amministratori nel comunicato stampa del 20 marzo 2009, si terrà indicativamente entro la fine del mese di luglio 2009. L'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Generali, contestualmente all'approvazione del Progetto di Fusione, sarà inoltre chiamata a deliberare il citato aumento di capitale sociale al servizio della Fusione.

Il nostro lavoro si è concluso in data 19 maggio 2009 e, pertanto, tutti i dati e le informazioni relativi ad avvenimenti successivi a tale data non sono presi in considerazione ai fini della presente relazione. Pertanto, non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero verificarsi successivamente alla data menzionata.

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

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

Al riguardo, per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Generali si è avvalso dell'assistenza di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito "Mediobanca") e di UBS Investment Bank (di seguito "UBS" e, insieme a Mediobanca, i "Consulenti di Generali"). Inoltre, Morgan Stanley & Co. Limited (di seguito "Morgan Stanley") ha rilasciato una *fairness opinion* sul Rapporto di Cambio a favore della Società Incorporante in occasione del Consiglio di Amministrazione di Generali che ha approvato il Progetto di Fusione.

A sua volta il Consiglio di Amministrazione di Alleanza si è avvalso dell'assistenza di BNP Paribas Corporate Finance (di seguito anche "BNP") e J.P. Morgan Plc (di seguito "JP Morgan" e, insieme a BNP, i "Consulenti di Alleanza"; questi ultimi, insieme ai Consulenti di Generali, i "Consulenti"). Il Consiglio di Amministrazione di Alleanza ha inoltre preso atto della *fairness opinion* sul Rapporto di Cambio rilasciata in data 19 marzo 2009 da Leonardo & Co., società facente parte del Gruppo Banca Leonardo, a beneficio del Comitato per il Controllo Interno di Alleanza, che ha confermato la congruità da un punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

2 – Descrizione dell'operazione

In data 23 febbraio 2009 i Consigli di Amministrazione di Generali, Alleanza e Toro hanno approvato le linee

guida del piano di riorganizzazione del Gruppo Generali, destinato a culminare nella fusione per incorporazione di Alleanza e Toro in Generali.

In data 20 marzo 2009 i Consigli di Amministrazione di Generali e di Alleanza hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione.

Gli Amministratori indicano che tale operazione rientra nella logica del piano industriale presentato da Generali alla comunità finanziaria già nel settembre 2007, che prevedeva la riorganizzazione del Gruppo Generali in Italia, la piena valorizzazione del gruppo facente capo a Toro e la valorizzazione delle attività e degli investimenti a livello globale del Gruppo Generali nel settore *real estate*.

Come indicato dagli Amministratori nelle rispettive relazioni illustrative, il piano di riorganizzazione del Gruppo Generali punta a:

- semplificare la struttura societaria e organizzativa in Italia e razionalizzare i processi operativi;
- creare un operatore assicurativo più forte, unendo due specialisti complementari per prodotti, modello distributivo, organizzazione, risorse umane e clienti. L'operazione, inoltre, consentirà di commercializzare prodotti assicurativi a marchio Alleanza nei rami danni e di rafforzare l'offerta di prodotti a marchio Toro nei rami vita;
- creare un operatore assicurativo unico per caratteristiche e forza distributiva, combinando la rete di agenti attualmente operanti nell'ambito di Toro con l'attuale rete di venditori dipendenti di Alleanza;
- aumentare l'efficienza operativa attraverso la piena integrazione della nuova realtà assicurativa nel modello operativo del Gruppo Generali; e
- ottimizzare l'allocazione del capitale e permettere una migliore gestione della liquidità del Gruppo Generali.

Il piano di riorganizzazione del Gruppo Generali prevede inoltre lo scorporo mediante conferimento da parte di Toro della propria azienda assicurativa a favore di una società di nuova costituzione, denominata Alleanza Toro S.p.A., nonché lo scorporo, mediante conferimento, da parte di Alleanza di un ramo della propria azienda assicurativa a favore di Alleanza Toro S.p.A.. Il piano di riorganizzazione prevede che i suddetti conferimenti - che in ogni caso non hanno effetti sulla determinazione del Rapporto di Cambio - avranno efficacia il giorno antecedente alla Data di Efficacia, e comunque subordinatamente all'avvenuta iscrizione dell'atto di fusione nel competente Registro delle Imprese.

A decorrere dalla Data di Efficacia, tutte le azioni delle Società Incorporande saranno annullate secondo le seguenti modalità:

- a) annullamento senza concambio delle azioni ordinarie di Alleanza che risulteranno, alla Data di Efficacia, di titolarità diretta di Generali, ai sensi dell'art. 2504 *ter*, comma 2, del Codice Civile;
- b) annullamento senza concambio delle azioni ordinarie di Toro di titolarità di Generali, rappresentanti l'intero capitale sociale della società, ai sensi dell'art. 2504 *ter*, comma 2, del Codice Civile; e
- c) annullamento delle azioni Alleanza possedute da soggetti diversi da Generali con l'assegnazione in favore di tali azionisti di un numero di azioni ordinarie di Generali, di nuova emissione, calcolato in conformità al Rapporto di Cambio.

Ad Alleanza Toro S.p.A. verranno inoltre conferite:

- le azioni proprie attualmente detenute da Alleanza che non saranno vendute e/o assegnate ai beneficiari dei suddetti piani di *stock option* prima della data di perfezionamento dei suddetti conferimenti;
- le n. 40.000 azioni Generali, nonché le n. 1.014.577 azioni Alleanza, di proprietà di Toro.

Valutazione del Consiglio di Amministrazione di Generali sulla ricorrenza del diritto di recesso

In considerazione del fatto che le azioni Generali sono – e rimarranno successivamente alla Fusione – quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., il Consiglio di Amministrazione di Generali ha ritenuto che non ricorreranno i presupposti per l'esercizio da parte degli azionisti di Alleanza del diritto di recesso previsto dall'art. 2437 *quinquies* del Codice Civile.

Il Consiglio di Amministrazione di Generali ha ritenuto altresì che la Fusione non dia luogo al presupposto per l'attribuzione del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettere a) e g), del Codice Civile, in quanto l'oggetto sociale di Generali ed Alleanza prevede l'esercizio di attività assicurativa e le Società hanno emesso - e, nel caso di Generali, nell'ambito della Fusione saranno emesse - esclusivamente azioni ordinarie.

Il Consiglio di Amministrazione di Generali ha ritenuto inoltre che non ricorreranno, in ogni caso, le altre ipotesi previste dall'art. 2437 del Codice Civile per l'esercizio del diritto di recesso.

3 – Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Generali, da Alleanza, dai consulenti di Generali e dai consulenti di Alleanza i documenti ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto la documentazione di seguito riportata:

- a. Il Progetto di Fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Generali e Alleanza (di seguito anche le "Relazioni"), approvate nelle riunioni del 20 marzo 2009, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

n. 0,33 azioni ordinarie Generali di nuova emissione, del valore nominale unitario di Euro 1,00 (uno), per ogni azione ordinaria Alleanza del valore nominale unitario di Euro 0,50.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle *fairness opinion* di cui ai successivi punti da b. a g..

- b. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 20 marzo 2009, predisposti da Mediobanca.
- c. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 20 marzo 2009, predisposti da UBS.
- d. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 20 marzo 2009, predisposti da Morgan Stanley.
- e. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 20 marzo 2009, predisposti da BNP.
- f. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 20 marzo 2009, predisposti da JP Morgan.
- g. La *fairness opinion* e i relativi documenti valutativi di supporto, datati 19 marzo 2009, predisposti da Leonardo & Co.
- h. La seguente ulteriore principale documentazione:
 - statuti di Generali e di Alleanza;
 - bilancio di esercizio di Generali e di Alleanza al 31 dicembre 2008, approvati dalle rispettive Assemblee Ordinarie degli azionisti tenutesi rispettivamente in data 24 aprile 2009 e 22 aprile 2009, il bilancio consolidato di Generali e di Alleanza al 31 dicembre 2008, corredati delle relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione, dei Collegi Sindacali e delle rispettive società di revisione, nonché i *reporting package* delle principali società controllate da Generali utilizzati ai fini della predisposizione del bilancio consolidato di Generali al 31 dicembre 2008;
 - relazioni semestrali individuali e consolidate di Generali e di Alleanza al 30 giugno 2008, redatte in con-

formità alle vigenti disposizioni in materia di informativa infrannuale delle società quotate, corredate delle relazioni delle rispettive società di revisione;

- bilancio di esercizio e consolidato di Generali, bilancio di esercizio e consolidato di Alleanza e bilancio di esercizio delle principali società controllate da Generali al 31 dicembre 2007, corredate delle relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione, dei Collegi Sindacali e delle rispettive società di revisione;
 - relazioni trimestrali consolidate di Generali e di Alleanza al 31 marzo 2009;
 - proiezioni finanziarie effettuate dal *management* di Generali e di Alleanza per gli esercizi 2009-2011 relativamente alle principali grandezze economiche e patrimoniali;
 - relazioni predisposte da una primaria società attuariale relative alle verifiche dell'attendibilità della stima al 31 dicembre 2008 del *business in force* e del *new business* dei portafogli dei contratti di assicurazione sulla vita del Gruppo Generali e di Alleanza, predisposta dal *management* delle Società;
 - documentazione relativa al margine di solvibilità di Generali e di Alleanza al 31 dicembre 2008 predisposta dalle Società;
 - perizie predisposte da Patrigest S.p.A. con riferimento al valore del patrimonio immobiliare di Generali Properties S.p.A. (di seguito "Generali Properties") e di Alleanza, nonché da altri periti indipendenti con riferimento ai principali immobili siti in Francia e Germania, al 31 dicembre 2008;
 - ricerche ed analisi finanziarie recenti su Generali e Alleanza pubblicate da *broker* e banche di investimento;
 - ricerche, documenti ufficiali ed analisi relative a società operanti nel settore assicurativo e finanziario;
 - informazioni relative all'andamento dei corsi borsistici ottenute attraverso banche dati specializzate;
 - comunicati stampa resi al mercato dalle Società in relazione alla Fusione;
 - dettagli e prospetti di calcolo elaborati dai Consulenti delle Società ed utilizzati nella predisposizione delle rispettive *fairness opinion*.
- i. Elementi contabili e statistici nonché ogni altra documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4 – Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio

4.1 Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori hanno individuato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, una pluralità di metodi e criteri di valutazione, sia di natura analitica sia di mercato, i quali, avuto riguardo alle caratteristiche distintive delle Società stesse, nonché alla tipologia di operatività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano, presentano a loro giudizio consolidate basi dottrinali e applicative, sia a livello nazionale che internazionale, e consentono di valutare in maniera omogenea le Società.

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

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

del valore assoluto delle Società considerate singolarmente; a tale riguardo gli Amministratori indicano che tali valutazioni vanno quindi unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla Fusione e che, in particolare, i metodi di valutazione ed i conseguenti valori sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo per la determinazione del Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione ed in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni sono state inoltre condotte in ottica *stand-alone*, senza tener conto di eventuali sinergie derivanti dalla Fusione.

Gli Amministratori nelle loro valutazioni hanno tenuto in considerazione il fatto che Alleanza e Generali avrebbero proceduto allo stacco del dividendo relativo al 2008 prima della Data di Efficacia e, in particolare, che Generali avrebbe distribuito un dividendo in contanti pari a Euro 0,15 per azione e assegnato gratuitamente 1 azione ordinaria Generali ogni 25 azioni possedute, e che Alleanza avrebbe distribuito un dividendo in contanti pari a Euro 0,30 per azione. La distribuzione di tali dividendi è stata effettivamente deliberata dalle Assemblee Ordinarie degli azionisti di Generali e Alleanza tenutesi rispettivamente in data 24 aprile 2009 e 22 aprile 2009.

Di seguito si illustrano i metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

4.1.1. Metodi seguiti dagli Amministratori di Generali

Gli amministratori di Generali, anche sulla base delle indicazioni dei propri Consulenti, hanno ritenuto opportuno procedere alla stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio utilizzando:

- Criteri di mercato:
 - Metodo delle quotazioni di Borsa;
 - Metodo dei multipli di mercato;
 - Analisi di regressione.
- Criteri analitici:
 - Metodo della Somma delle Parti (di seguito anche "SoP") in base al quale il valore di una società è dato dalla somma dei valori attribuibili alle diverse aree di *business* che la compongono. Tale metodo, comunemente utilizzato nella prassi internazionale, è adatto alla valutazione di realtà che operano attraverso molteplici linee di *business* in quanto, per ciascuna, ne considera il rendimento e il rischio atteso.

I suddetti criteri sono stati considerati dagli amministratori di Generali come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente è stata letta alla luce della complementarietà che si crea con gli altri criteri all'interno di un processo valutativo unitario.

Gli amministratori di Generali hanno inoltre applicato quale metodologia di controllo per verificare il Rapporto di Cambio l'analisi dei prezzi *target* dei titoli Generali e Alleanza pubblicati dalle principali banche di investimento.

La data di riferimento per le valutazioni delle Società oggetto di analisi da parte degli amministratori di Generali è il 17 marzo 2009.

4.1.2. Metodi seguiti dagli Amministratori di Alleanza

Gli amministratori di Alleanza, anche sulla base delle indicazioni dei propri Consulenti, hanno ritenuto opportuno procedere alla stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio utilizzando:

- Criteri di mercato:
 - Metodo delle quotazioni di Borsa;
 - Metodo dei multipli di mercato;
 - Analisi di regressione;
 - Analisi dei rapporti di cambio impliciti nei prezzi *target* dei titoli Generali e Alleanza pubblicati dai principali *broker* dei titoli stessi.
- Criteri analitici:
 - Metodo della Somma delle Parti.

I suddetti criteri sono stati considerati dagli amministratori di Alleanza come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente è stata letta alla luce della complementarietà che si crea con gli altri criteri all'interno di un processo valutativo unitario.

La data di riferimento per le valutazioni delle Società oggetto di analisi da parte degli amministratori di Alleanza è il 20 marzo 2009.

4.2 Descrizione dei metodi di valutazione

4.2.1. Criteri di mercato

Metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Tale metodologia è ritenuta rilevante ai fini della valutazione di società quotate in ipotesi di significativa liquidità dei titoli in esame.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione. Dottrina e prassi professionale suggeriscono a tal proposito di tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di Borsa anche attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

Nel caso in esame, il rapporto tra i prezzi di Borsa a cui sono stati scambiati i titoli Alleanza e Generali permette di derivare un rapporto di cambio implicito, in funzione dei diversi orizzonti temporali considerati. Inoltre, gli Amministratori hanno ritenuto che le quotazioni di Borsa (esprese dai prezzi ufficiali come stabiliti da Borsa Italiana S.p.A.) di Generali e Alleanza fossero significative, tenuto conto degli elevati livelli di capitalizzazione e di liquidità di entrambe le società, dell'estesa copertura da parte di *broker* e delle principali banche di investimento e della presenza di un diffuso azionariato presso gli investitori istituzionali nazionali ed internazionali.

A tal riguardo gli Amministratori si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

L'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa da parte dei Consulenti ha comportato il calcolo di rapporti di cambio sulla base dei relativi prezzi ufficiali di Generali e Alleanza; i rapporti di cambio sono stati calcolati con riferimento a vari orizzonti temporali antecedenti il 13 febbraio 2009 (incluso). Tale data è stata considerata come l'ultima utile ai fini dell'applicazione di tale metodologia in quanto, successivamente alla stessa, i prezzi di Borsa di Alleanza e Generali sono stati influenzati in misura significativa dalle speculazioni di mercato circa un possibile annuncio dell'operazione di Fusione o di un'operazione similare. Si ricorda in proposito che il comunicato stampa congiunto da parte di Alleanza e Generali, relativo all'operazione di Fusione, è stato emesso in data 17 febbraio 2009.

I Consulenti hanno considerato quali orizzonti temporali 1, 3, 6 e 12 mesi. La scelta di tali periodi di riferimento, in aggiunta all'osservazione dei prezzi puntuali al 13 febbraio 2009, è stata finalizzata all'esigenza di neutralizzare eventuali fluttuazioni di breve periodo manifestatesi nel livello delle quotazioni relative dei due titoli, conferendo, allo stesso tempo, adeguato rilievo ai prezzi negoziati più recentemente.

Metodo dei multipli di mercato

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

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

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

1. Determinazione del campione di riferimento.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Per l'applicazione di questo metodo, gli amministratori di Generali e di Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

I Consulenti di Generali hanno ritenuto opportuno individuare due distinti campioni di società comparabili in funzione delle peculiarità e delle specifiche aree di attività, dimensioni, presenza geografica e modello di *business* delle due Società oggetto di analisi. In particolare:

- il campione identificato per Generali include i principali gruppi assicurativi europei per capitalizzazione di mercato, con un *business* di tipo *multiline* e differenziato per canali distributivi: AXA SA, Allianz SE, Aviva Plc e Zurich Financial Services AG;
- il campione identificato per Alleanza include alcuni gruppi assicurativi europei con specializzazione nel ramo vita e/o un modello distributivo concentrato su una rete agenziale e/o di consulenti finanziari: CNP Assurances SA, Friends Provident Plc, Mediolanum S.p.A. e Standard Life Plc.

Gli stessi campioni sono stati utilizzati dai Consulenti di Alleanza che, limitatamente alla valutazione di Alleanza, hanno considerato in aggiunta alle suddette società anche Legal & General Group Plc e Prudential Plc, selezionando CNP Assurances SA e Mediolanum S.p.A. quali società maggiormente comparabili all'interno del campione.

2. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.

Per ciascuna delle società costituenti il campione, i Consulenti hanno considerato i multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi. La scelta di questi moltiplicatori è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore assicurativo e dell'attuale contesto di mercato. A tal fine è stato selezionato il multiplo Prezzo/Valore Intrinseco ("Embedded Value") per azione (P/EV) quale multiplo maggiormente rappresentativo. I Consulenti, in un momento di mercato caratterizzato da forte volatilità degli utili, anche dovuta a svalutazioni e ad altri elementi di natura non ricorrente (contabilizzati sia mediante imputazione al conto economico sia direttamente a patrimonio netto), hanno infatti ritenuto che la rappresentazione fornita dal Valore Intrinseco atteso fosse la più adeguata in termini di comparabilità tra le diverse società.

In particolare, i Consulenti di Generali e di Alleanza hanno utilizzato quale intervallo temporale di riferimento per i prezzi di Borsa le medie aritmetiche relative all'ultimo mese dalla data di valutazione.

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

Al fine di stimare il valore delle Società i Consulenti di Generali hanno applicato i valori medi dei multipli P/EV, calcolati per le relative società comparabili per gli anni dal 2007 al 2010, agli ammontari storici e/o prospettici relativi al Valore Intrinseco di Generali e di Alleanza.

I Consulenti di Alleanza, a loro volta, hanno applicato i valori medi e mediani, per Generali, e minimi e massimi, per Alleanza, dei multipli P/EV, calcolati per le relative società comparabili per gli anni dal 2008 al 2010, agli ammontari storici e/o prospettici relativi al Valore Intrinseco di Generali e Alleanza.

Analisi di regressione

Il metodo dell'analisi di regressione stima il valore di una compagnia assicurativa sulla base della correlazione esistente, per un campione di società comparabili, fra la redditività prospettica della società considerata (espressa nel caso specifico dal Return on Embedded Value - RoEV) e il relativo premio/sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto all'Embedded Value (P/EV). Dall'analisi di tali valori è possibile desumere il multiplo P/EV associabile alla redditività prospettica della società oggetto di valutazione.

Per l'applicazione di questo metodo, gli amministratori di Generali e di Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

I Consulenti di Generali, ai fini dell'applicazione del metodo dell'analisi di regressione, hanno impiegato i medesimi campioni utilizzati nell'applicazione del metodo dei multipli di mercato, considerando come significativi i RoEV 2010 rispetto ai P/EV 2009. Per la determinazione del P/EV 2009, da applicare all'Embedded Value atteso per il 2009 di Generali e Alleanza, sono stati utilizzati i rispettivi RoEV attesi per il 2010 considerando sia i dati attesi effettivi che una normalizzazione degli stessi.

I Consulenti di Alleanza, ai fini dell'applicazione del metodo dell'analisi di regressione, hanno considerato, rispetto al metodo dei multipli di mercato, un unico campione di riferimento sia per Alleanza che per Generali, considerando come significativi i RoEV 2009 rispetto ai P/EV 2008, i RoEV 2010 rispetto ai P/EV 2009 ed i RoEV 2011 rispetto ai P/EV 2010. Per determinare i multipli P/EV 2008, 2009 e 2010 da applicare agli ammontari storici e prospettici relativi all'Embedded Value di Generali e Alleanza e derivare i relativi concambi sono stati utilizzati i rispettivi RoEV attesi delle due Società, per il 2009, 2010 e 2011 considerando una normalizzazione di tali dati.

Analisi dei rapporti di cambio impliciti nei prezzi target dei titoli Generali e Alleanza

Per l'applicazione di questo metodo, gli amministratori di Generali e di Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

I Consulenti attraverso tale metodo hanno confrontato le valorizzazioni di Generali e Alleanza derivanti dalle ricerche pubblicate da *broker* e primarie banche d'investimento nazionali ed internazionali al fine di confrontarne i relativi prezzi *target*, ricavandone un intervallo di rapporti di cambio.

Gli amministratori di Generali e i propri Consulenti, che hanno applicato tale metodologia solo con finalità di controllo, hanno considerato sia per Alleanza che per Generali le ricerche pubblicate successivamente al 18 dicembre 2008 (data di annuncio da parte di Generali delle nuove linee guida 2009).

I Consulenti di Alleanza hanno considerato sia per Alleanza che per Generali le ricerche pubblicate successivamente al 1 gennaio 2009 e fino al 13 febbraio 2009.

4.2.1. Criteri analitici

4.2.1.1. Metodo della Somma delle Parti ("SoP")

Per l'applicazione di questo metodo, gli amministratori di Generali e di Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

In base al metodo della Somma delle Parti, il valore di Generali e di Alleanza è stato determinato dai Consulenti come somma dei valori delle singole aree di attività identificabili di ciascuna società, considerate come entità economiche valorizzabili autonomamente. In merito alla valorizzazione delle singole attività, sono state utilizzate le seguenti metodologie di valutazione, tenendo conto della redditività e della contribuzione relativa di ciascuna attività al gruppo:

- (a) stima dell'Appraisal Value per le attività assicurative vita;
- (b) metodo del Dividend Discount Model ("DDM") per le attività assicurative danni e per le attività relative al segmento finanziario di Generali; e
- (c) valorizzazione sulla base dell'Adjusted Net Asset Value ("ANAV") per le attività di gestione di portafogli immobiliari comuni tra Generali e Alleanza (in particolare, la partecipazione in Generali Properties). La stima dell'ANAV è stata determinata sulla base di perizie immobiliari aggiornate al 31 dicembre 2008.

Le aree di attività di Generali cui sono state applicate dai Consulenti le suddette metodologie possono essere sintetizzate come segue:

- (a) attività assicurative vita;
- (b) attività assicurative danni;
- (c) area degli altri servizi finanziari, comprendente le attività di *asset management/asset gathering e private banking* del Gruppo Generali;
- (d) partecipazione di maggioranza in Generali Properties.

Nella valutazione di Generali, i Consulenti hanno tenuto altresì conto delle attività di *holding* e residuali, non già allocate alle attività sopra identificate. Tali attività sono state valorizzate attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali ad esse associabili.

Le aree di attività di Alleanza cui sono state applicate dai Consulenti le suddette metodologie possono essere sintetizzate come segue:

- (a) Alleanza Core (attività di assicurazione vita attraverso la rete agenziale);
- (b) Intesa Vita (attività di bancassicurazione vita attraverso parte della rete bancaria del gruppo Intesa Sanpaolo);
- (c) partecipazione di minoranza in Generali Properties.

I valori alla base della metodologia SoP applicata dai Consulenti si basano su grandezze patrimoniali, reddituali ed attuariali di Generali ed Alleanza riferite al 31 dicembre 2008 e su proiezioni fornite dal *management* delle due Società per gli anni dal 2009 al 2011 per le stesse grandezze patrimoniali, reddituali e attuariali.

Di seguito si illustrano i metodi individuati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, per valutare le attività di Generali e di Alleanza attraverso il metodo SoP.

Metodo dell'Appraisal Value

Tale metodologia, in accordo con la dottrina e la prassi valutativa professionale, viene applicata nella valutazione delle compagnie di assicurazioni operanti nei rami vita. Nel caso di specie gli Amministratori hanno individuato tale metodo per la stima del valore delle attività del ramo vita di Generali e di Alleanza.

Secondo il metodo dell'Appraisal Value, il valore di una compagnia di assicurazioni ("*W*") è calcolato sulla base della seguente formula:

$$W = EV + VFB$$

dove:

EV = Embedded Value = Adjusted Net Asset Value (ANAV) + Value of business In-Force (VIF)

ANAV = patrimonio netto contabile rettificato, calcolato in misura pari al patrimonio netto contabile della società alla data di riferimento della stima, rettificato in funzione del valore degli attivi immateriali, dei costi di acquisizione differiti, delle differenze fra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio, con esclusione delle componenti già considerate nella determinazione del VIF, al netto dei relativi effetti fiscali.

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

Nel caso di specie:

- il valore dell'*EV* delle attività del ramo vita del Gruppo Generali al 31 dicembre 2008 è stato determinato dal *management* di Generali e sottoposto a verifica da parte di una primaria società attuariale;
- il valore dell'*EV* delle attività del ramo vita di Alleanza al 31 dicembre 2008 è stato determinato dal *management* di Alleanza e sottoposto a verifica da parte di una primaria società attuariale.

VFB = valore della futura produzione vita (Value of Future Business).

Ai fini della determinazione di tale valore gli amministratori di Generali e Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

Nel caso di specie il valore del *VFB* di Generali e Alleanza è stato determinato:

- dai Consulenti di Generali attraverso l'attualizzazione dei valori di nuova produzione attesi per il periodo

2009-2011, elaborati dal *management* delle Società, tenuto conto anche del costo del capitale e del valore terminale del portafoglio, stimato attraverso la metodologia della crescita perpetua, sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2%;

- dai Consulenti di Alleanza attraverso una pluralità di metodi:
 - applicazione di moltiplicatori ritenuti adeguati, sulla base di indicazioni contenute nei rapporti di ricerca di *broker* e primarie banche di investimento, al valore della nuova produzione attesa, elaborato dal *management* delle Società;
 - determinazione di moltiplicatori "teorici" in funzione di ipotesi circa un costo del capitale (k_e) e attese di crescita di lungo periodo da applicarsi al VFB, elaborato dal *management* delle Società;
 - attualizzazione delle proiezioni 2009-2011 di VFB, elaborate dal *management* delle Società, e normalizzazione delle stesse su un orizzonte temporale di medio termine, nonché del valore terminale, stimato attraverso la metodologia della crescita perpetua, sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2%.

L'attualizzazione è stata effettuata dai Consulenti degli Amministratori sulla base del costo del capitale di rischio (k_e) calcolato attraverso il Capital Asset Pricing Model ("CAPM") secondo la seguente formula:

$$i = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. A riguardo:

- i Consulenti di Generali hanno considerato un R_f pari al rendimento del BTP decennale con scadenza 1° marzo 2019, pari al 4,5% (Fonte: Il Sole24Ore del 17 marzo 2009);
- i Consulenti di Alleanza hanno considerato un R_f pari al rendimento dei titoli di stato decennali compreso tra il 3,70% e il 4,42% per Generali e il 4,42% e il 4,50% circa per Alleanza (Fonte: Datastream, JP Morgan M&A Research).

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato. A riguardo:

- i Consulenti di Generali hanno considerato un premio per il rischio pari al 6,0%;
- i Consulenti di Alleanza hanno considerato un premio per il rischio compreso tra l'8,50% e l'8,84% circa per Generali e tra l'8,84% e il 9,70% per Alleanza.

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

- i Consulenti di Generali hanno considerato un *beta* per Generali pari a 1,218 e per Alleanza pari a 1,241 (Fonte: Global MSCI Barra, febbraio 2009);
- i Consulenti di Alleanza hanno considerato un *beta* per Generali compreso tra 1,00 e 1,089 e per Alleanza compreso tra 0,978 e 1,10 (Fonte: European MSCI Barra, marzo 2009).

Alla luce di quanto precede il costo del capitale di rischio è stato stimato:

- dai Consulenti di Generali pari a circa l'11,8% per Generali e pari a circa l'11,9% per Alleanza;
- dai Consulenti di Alleanza in misura compresa tra il 12,2% e il 14,1% circa per Generali e tra il 13,1% e il 15,2% circa per Alleanza, questi ultimi utilizzati esclusivamente per il calcolo del VFB, e non della società nel suo complesso.

Inoltre per la valutazione del VFB di Generali e Alleanza i Consulenti di Alleanza hanno considerato un premio addizionale per il rischio compreso tra lo 0% e il 2%.

Dividend Discount Model (DDM)

Tale metodologia è stata individuata dagli Amministratori per la stima dei valori delle attività del segmento danni e del segmento finanziario di Generali.

Segmento danni di Generali

Gli Amministratori hanno considerato per la valutazione del segmento danni di Generali il Dividend Discount Model nella variante Excess Capital che ipotizza che il valore di una società ("W") risulti dall'applicazione della seguente formula:

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

dove:

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

Per la stima dei dividendi distribuibili agli azionisti, gli amministratori di Generali e Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai rispettivi Consulenti.

Nel caso di specie:

- i Consulenti di Generali hanno considerato le proiezioni economico-finanziarie 2009-2011 delle attività del segmento danni elaborate dal *management* di Generali e il mantenimento di un livello di copertura del Margine di Solvibilità tale da assicurare un livello di patrimonializzazione superiore rispetto a quello richiesto dalle Autorità di Vigilanza;
- i Consulenti di Alleanza hanno considerato le proiezioni economico-finanziarie 2009-2011 delle attività del segmento danni elaborate dal *management* di Generali, una normalizzazione delle stesse su un orizzonte temporale di medio termine e il mantenimento di un livello di copertura del Margine di Solvibilità tale da assicurare un livello di patrimonializzazione superiore rispetto a quello richiesto dalle Autorità di Vigilanza.

Il Terminal Value è stato determinato dai Consulenti degli Amministratori sulla base del valore attuale di una rendita perpetua basata sulla stima dei flussi di cassa normalizzati distribuibili costantemente nel lungo periodo nel rispetto dei requisiti patrimoniali e di un tasso di crescita "g" pari al 2%.

L'attualizzazione dei flussi distribuibili agli azionisti è stata effettuata dai Consulenti degli Amministratori attraverso i tassi dagli stessi individuati nella valutazione del segmento vita di Generali, senza tener conto di eventuali premi per il rischio addizionali utilizzati nella valutazione del VFB del segmento vita.

Segmento finanziario di Generali

Con riferimento al segmento finanziario di Generali gli amministratori di Generali hanno considerato il DDM puro, che attualizza i flussi sulla base della politica di dividendi stimata per il *business*. In particolare, gli am-

ministratori di Generali si sono avvalsi del lavoro svolto dai propri Consulenti che hanno considerato:

- i dividendi distribuibili nel periodo 2009-2011 attualizzati, determinati sulla base delle proiezioni economico-finanziarie 2009-2011 elaborate dal *management* di Generali e di un *payout ratio* sostenibile;
- il valore attuale del valore terminale determinato attraverso la metodologia della crescita perpetua sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2%;
- i k_e di Generali sopra indicati;
- il capitale minimo da allocare all'attività in oggetto.

Gli amministratori di Alleanza si sono avvalsi del lavoro svolto dai propri Consulenti che hanno considerato una pluralità di metodi:

- il DDM sulla base delle seguenti ipotesi:
 - flussi di cassa distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto determinati sulla base delle proiezioni economico-finanziarie 2009-2011 elaborate dal *management* di Generali e di una normalizzazione delle stesse su un orizzonte temporale di medio termine, tenendo conto del capitale minimo da allocare al segmento in oggetto;
 - Terminal Value determinato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e di un tasso di crescita "g" pari al 3%;
- multipli di mercato ritenuti adeguati per tale tipologia di attività (Prezzo/Utile Netto) determinati sulla base di un campione di società comparabili.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati, gli Amministratori hanno effettuato analisi di sensitività. A tal fine gli Amministratori si sono avvalsi del lavoro svolto dai propri Consulenti, che hanno effettuato analisi di sensitività in relazione al tasso di crescita di lungo periodo, al tasso di attualizzazione, al livello di capitale allocato ai segmenti di attività, alla redditività attesa e ai valori per azione risultanti dall'applicazione delle diverse metodologie.

5 – Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

5.1 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Generali

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Generali, anche con l'assistenza e il supporto dei propri Consulenti, devono essere considerate alla luce dei seguenti elementi di attenzione, così come indicato dagli amministratori di Generali nella loro relazione illustrativa:

- utilizzo di proiezioni economico-finanziarie che per loro natura presentano profili di incertezza, legata in questo caso anche alle attuali condizioni di mercato;
- valutazione delle attività assicurative del ramo vita basata sulle stime di Embedded Value al 31 dicembre 2008 di Generali ed Alleanza, verificate da un attuario esterno;
- applicazione di metodologie di natura diversa, analitiche ed empiriche, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, gli amministratori di Generali riferiscono di aver considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento;
- attuale contesto finanziario internazionale che si caratterizza per l'estrema volatilità, con impatti talvolta significativi, quanto potenzialmente imprevisi, non solo sui prezzi di mercato delle società comparabili selezionate ai fini dell'applicazione delle metodologie di mercato, ma anche sulle grandezze patrimoniali

rilevanti quali l'ANAV e l'Embedded Value; a tal proposito gli amministratori di Generali indicano che le diverse caratteristiche dei *business model* portano a conseguenze potenzialmente diverse per le due Società considerate in merito a cambiamenti delle variabili esogene legate ai mercati.

5.2 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Alleanza

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione di Alleanza, anche con l'assistenza e il supporto dei propri Consulenti, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione, così come indicato dagli amministratori di Alleanza nella loro relazione illustrativa:

- dati previsionali, stime e proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni relative che presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità della *performance* operativa e reddituale futura attesa, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento;
- elevata volatilità dei mercati finanziari, in considerazione anche dell'attuale contesto di mercato, con impatti talvolta significativi, quanto non prevedibili, non solo in riferimento ai prezzi di mercato delle società considerate, ma anche rispetto alle stesse grandezze patrimoniali ed economico-finanziarie rilevanti quali, a titolo esemplificativo, l'ANAV e l'Embedded Value. A tal proposito gli amministratori di Alleanza indicano che le diverse caratteristiche dei modelli di *business* portano altresì a conseguenze potenzialmente diverse per le due Società considerate in merito a cambiamenti delle variabili esogene legate ai mercati;
- metodologie di valutazione basate sulle stime di Embedded Value al 31 dicembre 2008 di Alleanza e Generali che fanno riferimento a stime interne di Embedded Value, non ancora verificate da un attuario esterno alla data di approvazione del Progetto di Fusione (20 marzo 2009);
- utilizzo, ai fini delle valutazioni, delle bozze dei bilanci d'esercizio e consolidato relativi all'esercizio 2008 di Generali e di ipotesi circa la distribuzione del dividendo di esercizio che, alla data del 20 marzo 2009, non erano ancora state sottoposte all'approvazione del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea Ordinaria degli azionisti di Generali. A tale data, inoltre, non erano state ancora emesse le relative relazioni da parte della società di revisione;
- utilizzo, ai fini della valutazione, dei progetti del bilancio d'esercizio e consolidato relativi all'esercizio 2008 di Alleanza e di ipotesi circa la distribuzione del dividendo di esercizio approvati in data 20 marzo 2009 dal Consiglio di Amministrazione di Alleanza, ma ancora soggetto, per quanto riguarda il bilancio d'esercizio, all'approvazione dell'Assemblea Ordinaria degli azionisti di Alleanza. Inoltre, alla data del 20 marzo 2009, non erano ancora state emesse le relative relazioni da parte della società di revisione;
- applicazione di metodologie di natura diversa, analitiche o di mercato, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, gli amministratori di Alleanza riferiscono di aver considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale.

6 – Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

6.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Generali

I metodi di valutazione adottati dai Consulenti di Generali hanno condotto all'individuazione dei seguenti intervalli di valori per azione delle Società:

Generali

(Valori arrotondati in euro)	Valore per azione <i>ex dividend</i> ^(*)	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	14,5	19,1
Metodo dei multipli di mercato	11,7-12,1	14,1-14,2
Analisi della retta di regressione	11,4	15,3
Metodo della Somma delle Parti	24,2-26,1	37,0-37,4

(*) Dividendo Generali pari a Euro 0,15 per azione in contanti e 1 azione ogni 25 azioni ordinarie Generali possedute.

Alleanza

(Valori arrotondati in euro)	Valore per azione <i>ex dividend</i> ^(*)	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	5,2	5,5
Metodo dei multipli di mercato	4,2	4,3-4,4
Analisi della retta di regressione	5,0	5,0
Metodo della Somma delle Parti	8,7-9,5	11,8-12,2

(*) Dividendo Alleanza pari a Euro 0,30 per azione in contanti.

Sulla base delle stime dei valori relativi di Generali e di Alleanza derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, gli amministratori di Generali hanno individuato per ciascuna metodologia gli intervalli ristretti del Rapporti di Cambio desumibili dalla sovrapposizione dei *range* determinati dai singoli Consulenti di Generali, tenendo peraltro conto, per le suddette metodologie, anche degli intervalli di rapporti di cambio individuati da Morgan Stanley.

Intervalli Rapporto di Cambio ^(*)

(Valori arrotondati in euro)	N. azioni Generali – N. azioni Alleanza	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	0,29	0,36
Metodo dei multipli di mercato	0,31	0,35
Analisi della retta di regressione	0,33	0,40
Metodo della Somma delle Parti	0,32	0,36

(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati per ciascuna metodologia i valori per azione massimi di Alleanza e Generali, ed i valori per azione minimi di Alleanza e Generali, individuati dai Consulenti di Generali nell'applicazione delle metodologie.

L'applicazione della metodologia di controllo (analisi dei prezzi *target* degli analisti) ha condotto gli amministratori di Generali ad identificare un intervallo per il Rapporto di Cambio compreso tra n. 0,28 e n. 0,38 azioni Generali per ogni azione Alleanza.

Gli amministratori di Generali hanno ritenuto appropriato evidenziare nella loro relazione illustrativa unicamente gli intervalli del Rapporto di Cambio derivanti dall'applicazione omogenea di ciascuna delle metodologie di valutazione adottate, e non anche i valori assoluti risultanti dalle stesse, in quanto solo i primi sono stati da loro ritenuti rappresentativi, anche alla luce delle attuali condizioni di mercato, in considerazione del fatto che presupposto essenziale per la definizione di un rapporto di cambio è la quantificazione del valore relativo delle singole società oggetto della fusione con l'obiettivo finale di addivenire non già alla determinazione di un valore in termini assoluti per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili in termini relativi.

6.2 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Alleanza

I metodi di valutazione adottati dai Consulenti di Alleanza hanno condotto all'individuazione dei seguenti intervalli di valori per azione delle Società:

Generali

(Valori arrotondati in euro)	Valore per azione <i>ex dividend</i> ^(*)	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	14,5	22,1
Metodo dei multipli di mercato	12,6	15,5
Analisi della retta di regressione	11,1	13,0
Analisi dei target price	13,0-19,3	19,3-28,0
Metodo della Somma delle Parti	21,3-24,2	25,1-26,9

(*) Dividendo Generali pari a Euro 0,15 per azione in contanti e 1 azione ogni 25 azioni ordinarie Generali possedute.

Alleanza

(Valori arrotondati in euro)	Valore per azione <i>ex dividend</i> ^(*)	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	5,1	6,4
Metodo dei multipli di mercato	4,0	5,2
Analisi della retta di regressione	2,8	4,3
Analisi dei target price	4,9-6,3	6,3-7,8
Metodo della Somma delle Parti	7,3-7,8	7,8-9,0

(*) Dividendo Alleanza pari a Euro 0,30 per azione in contanti.

Sulla base delle stime dei valori relativi di Generali e di Alleanza derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, gli amministratori di Alleanza hanno individuato i seguenti intervalli per il Rapporto di Cambio:

Intervalli Rapporto di Cambio (*)

(Valori arrotondati in euro)	N. azioni Generali – N. azioni Alleanza	
	Min	Max
Metodo delle quotazioni di Borsa	0,29	0,36
Metodo dei multipli di mercato	0,31	0,33
Analisi della retta di regressione	0,26	0,33
Analisi dei target price	0,28	0,38
Metodo della Somma delle Parti	0,32	0,34

(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati per ciascuna metodologia i valori per azione massimi di Alleanza e Generali, ed i valori per azione minimi di Alleanza e Generali, individuati dai Consulenti di Alleanza nell'applicazione delle metodologie.

Gli amministratori di Alleanza hanno ritenuto appropriato evidenziare nella loro relazione illustrativa unicamente gli intervalli del Rapporto di Cambio, derivanti dall'applicazione omogenea di ciascuna delle metodologie di valutazione adottate, e non anche i valori assoluti risultanti dalle stesse, in quanto solo i primi sono stati da loro ritenuti rappresentativi, anche alla luce delle attuali condizioni di mercato, in considerazione del fatto che presupposto essenziale per la definizione di un rapporto di cambio è la quantificazione del valore relativo delle singole società oggetto della fusione con l'obiettivo finale di addivenire non già alla determinazione di un valore in termini assoluti per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili in termini relativi.

6.3 Determinazione del Rapporto di Cambio

All'esito del suddetto processo valutativo e del "confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati con l'assistenza" dei propri Consulenti, tenuto conto delle risultanze della *fairness opinion* rilasciata da Morgan Stanley e preso atto della *fairness opinion* rilasciata da Leonardo & Co, gli amministratori di Generali e di Alleanza hanno fissato il seguente Rapporto di Cambio, che determina il numero di azioni di nuova emissione della Società Incorporante al servizio della Fusione:

n. 0,33 azioni ordinarie Generali di nuova emissione, del valore nominale unitario di Euro 1,00 (uno), per ogni azione ordinaria Alleanza del valore nominale unitario di Euro 0,50.

7 – Lavoro svolto

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

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

- I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, assumono come base di riferimento ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2008 di Generali e Alleanza, corrispondenti a quelle risultanti dai rispettivi bilanci delle Società alla suddetta data. Pertanto, con riferimento a tali bilanci, abbiamo effettuato colloqui con il *management* delle Società e le rispettive società di revisione, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione dei bilanci, svolgendo altresì analisi critiche degli ammontari in essi esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, nonché riscontri degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2007 e dalle relazioni semestrali al 30 giugno 2008.

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

Abbiamo altresì raccolto, attraverso colloqui con il *management* delle Società e le rispettive società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci.

- Fermi restando l'incertezza ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con il *management* di Generali e di Alleanza i criteri utilizzati per la redazione delle proiezioni finanziarie 2009-2011, anche al fine di verificare l'applicazione di criteri omogenei nella determinazione dei rispettivi dati prospettici.
- Abbiamo infine analizzato la documentazione elencata al precedente paragrafo 3.

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

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

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 3.;
- verifica della correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificarne l'impatto sul Rapporto di Cambio al variare delle ipotesi, dei parametri e dei pesi utilizzati dai Consulenti delle Società;

- colloqui con i Consulenti delle Società, con i quali abbiamo discusso l'attività di analisi da questi svolta sulle società oggetto di valutazione, con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione ed al grado di sostenibilità attribuita dai Consulenti delle Società alle assunzioni su cui si basano le proiezioni finanziarie.

8 – Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

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

- il diverso livello di patrimonializzazione di Generali nel suo complesso rispetto a quello di Alleanza considerata individualmente;
- l'attività finanziaria (*asset management, asset gathering e private banking*) svolta dal Gruppo Generali, che presenta caratteristiche e livelli di stabilità differenti rispetto all'attività assicurativa tradizionale.

Gli Amministratori si sono avvalsi per la determinazione del Rapporto di Cambio di propri consulenti, che hanno svolto le valutazioni in modo autonomo fra loro. La scelta dei metodi di valutazione e dei parametri operata dai Consulenti delle Società, pur con taluni elementi di differenziazione, ha comunque condotto gli stessi a considerare congruo dal punto di vista finanziario il Rapporto di Cambio.

Tanto premesso, esprimiamo le nostre considerazioni al riguardo:

- Le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand-alone* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative, rivenienti dalla Fusione, che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel caso di operazioni di fusione.
- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore assicurativo, finanziario e immobiliare, sia a livello nazionale che internazionale. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente anche di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. I metodi adottati non devono essere peraltro analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Nell'ambito della soggettività propria del valutatore, gli amministratori di Generali, anche con il supporto dei propri Consulenti, hanno applicato solo con finalità di controllo la metodologia basata sui riferimenti di mercato desumibili dai *target price*. Gli amministratori di Alleanza, anche con il supporto dei propri Consulenti, non hanno per contro considerato metodi di controllo. Al riguardo, occorre peraltro considerare che: (i) la metodologia di controllo adottata dagli amministratori di Generali è stata adottata anche dagli amministratori di Alleanza nell'ambito delle cosiddette metodologie principali e (ii) nel caso dell'approccio seguito dagli amministratori di Alleanza, l'utilizzo di una pluralità di metodi mitiga il rischio del mancato impiego di una metodologia di controllo.
- Gli Amministratori, anche con il supporto dei propri Consulenti, hanno selezionato, ognuno nell'ambito

della propria soggettività e comunque sulla base di procedimenti razionali, i metodi e i parametri che hanno ritenuto più adeguati per la stima del Rapporto di Cambio. Al riguardo si segnala che ogni processo valutativo e ogni definizione di valore di una società comporta diversi gradi di discrezionalità. Qualora si confrontassero le valutazioni riferite ad una medesima azienda e per le medesime finalità, poste in essere da più soggetti dotati di professionalità equivalenti, emergerebbero costantemente divergenze nelle modalità di sviluppo delle valutazioni, in particolare con riguardo alla scelta dei metodi di valutazione e dei parametri. Questo è dovuto alla soggettività che viene normalmente espressa dal valutatore e non significa necessariamente che i processi valutativi posti in essere dai diversi soggetti siano stati svolti in modo non accurato o senza la dovuta diligenza. Pur tenendo conto di tale soggettività, la scelta dei metodi di valutazione e dei parametri deve essere comunque ragionevole, non arbitraria, adeguatamente supportata e applicata in modo omogeneo per la valutazione delle società.

- Rispetto all'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati nel caso specifico evidenziamo le seguenti considerazioni:
 - *Prezzi di Borsa dei titoli Generali ed Alleanza* – Questa metodologia apprezza la società sulla base delle quotazioni di Borsa dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. Tale metodologia è ritenuta rilevante in presenza di significativa capitalizzazione e liquidità dei titoli, di un'estesa copertura da parte di *broker* e di un'adeguata informazione al mercato. Nel caso specifico, Generali e Alleanza sono caratterizzate da elevati livelli di capitalizzazione e di liquidità, da un'estesa copertura da parte sia di *broker* che di banche di investimento e presentano un diffuso azionariato presso investitori istituzionali nazionali ed internazionali.
 - *Criteri di mercato (multipli di mercato, retta di regressione, target price)* – I criteri di mercato permettono di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul settore di riferimento. Tali criteri sono adatti nel caso di società che forniscono al mercato un'adeguata informativa sul proprio andamento attuale e prospettico e che operano in settori dove esistono società comparabili per tipologia di attività svolta, dimensioni e redditività. Nel caso specifico, Generali e Alleanza, quali società quotate, forniscono al mercato in modo regolare informazioni sulla propria situazione e sulle proprie prospettive e il settore assicurativo, a cui entrambe appartengono, presenta un numero sufficientemente ampio di società comparabili.
 - *Metodo Somma delle Parti* – Tale metodo, comunemente utilizzato nella prassi internazionale, è adatto nella valutazione di realtà complesse che operano attraverso molteplici linee di *business* in quanto, per ciascuna, ne considera il rendimento e il rischio atteso nonché il capitale allocato. Nel caso di specie, tale metodologia permette di valorizzare Generali e Alleanza come somma dei valori attribuibili alle diverse aree di *business* che le compongono considerando per ciascuna i metodi di valutazione ritenuti più appropriati tra quelli normalmente utilizzati nella prassi valutativa (metodi di mercato, Appraisal Value e metodi finanziari). Più in particolare, nell'ambito del metodo "SoP":
 - ♦ L'Appraisal Value stima il valore di un'azienda sia sulla base dei propri contenuti patrimoniali (mezzi propri, valore dei beni materiali e immateriali) che sulla base delle prospettive reddituali del portafoglio in essere e della nuova produzione. Tale metodologia è normalmente utilizzata nella prassi valutativa italiana per società quali le compagnie assicurative vita.
 - ♦ I metodi finanziari (DDM) consentono di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo DDM nell'accezione dell'Excess Capital è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza.

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

9 – Limiti specifici incontrati dal Revisore nell'espletamento del presente incarico

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

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

- *Dati prospettici utilizzati* - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori e dai rispettivi Consulenti hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dal *management* delle Società per finalità gestionali interne e che pertanto non hanno formato oggetto di comunicazione al mercato. Tali dati sono per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche, a fenomeni esogeni all'azienda, al livello di capitale impiegato, e sono altresì basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. I suddetti fattori di incertezza sono attualmente aggravati dalla situazione di turbolenza dei mercati finanziari e dal deterioramento del quadro economico globale.
- *Quadro normativo di riferimento* - I criteri di valutazione analitici sono stati applicati con riguardo all'attuale quadro normativo; evoluzioni prospettiche di tale quadro nell'ambito dell'orizzonte temporale preso a riferimento nelle valutazioni, fra cui quelle attese in materia di solvibilità delle imprese di assicurazione comunitarie, potrebbero quindi comportare effetti anche significativi sulle risultanze delle analisi condotte dagli Amministratori.
- *Volatilità dei mercati* - Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di Borsa e previsioni degli analisti finanziari che sono soggetti a elevata volatilità, in considerazione anche dell'attuale contesto di mercato. Tale volatilità può avere impatti talvolta significativi, quanto non prevedibili, non solo in riferimento ai prezzi di mercato delle società considerate, ma anche rispetto alle stesse grandezze patrimoniali ed economico-finanziarie rilevanti, quali l'ANAV e l'Appraisal Value. Le diverse caratteristiche dei modelli di *business* portano altresì a conseguenze potenzialmente diverse per le due Società considerate in merito a cambiamenti delle variabili esogene legate ai mercati.
- *Procedimento di determinazione del Rapporto di Cambio* - Gli Amministratori affermano di aver individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi, senza peraltro illustrare tutti gli elementi di tale confronto ragionato che li hanno condotti all'identificazione del Rapporto di Cambio. In particolare, come già indicato nel precedente paragrafo 6., gli Amministratori hanno indicato nelle proprie Relazioni gli intervalli di rapporti di cambio derivanti dall'applicazione omogenea di ciascuna delle metodologie di valutazione adottate e non i valori assoluti risultanti da tali metodologie; inoltre, gli Amministratori non hanno fornito indicazioni in merito all'importanza relativa attribuita a ciascun metodo di valutazione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Si osserva peraltro che, nonostante le singole metodologie portino ad individuare intervalli di valore per azione che evidenziano scostamenti anche significativi tra di loro, gli intervalli di rapporti di cambio che ne derivano presentano una variabilità inferiore rispetto a quella evidenziata dagli intervalli dei valori per azione. Si osserva inoltre che il Rapporto di Cambio si colloca all'interno degli intervalli di rapporti di cambio individuati attraverso l'applicazione delle diverse metodologie.
- *Metodi di controllo* - Gli amministratori di Generali hanno utilizzato come metodo di controllo l'analisi dei prezzi *target* dei titoli Alleanza e Generali pubblicati dalle principali banche di investimento, mentre gli amministratori di Alleanza non hanno ritenuto di utilizzare metodi di controllo ai fini della stima dei valori adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio. Peraltro si osserva che:

- la metodologia di controllo adottata dagli amministratori di Generali è stata adottata anche dagli amministratori di Alleanza nell'ambito delle cosiddette metodologie principali;
- l'utilizzo di una pluralità di metodi consente di mitigare il rischio del mancato utilizzo di una metodologia di controllo.

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

10 – Conclusioni

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

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

Vittorio Frigerio
Socio

Milano, 19 maggio 2009

