



DOCUMENTO INFORMATIVO

redatto in conformità allo schema di cui all'Allegato 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, relativo ad alcune operazioni poste in essere da Assicurazioni Generali S.p.A., direttamente o per il tramite di proprie società controllate, e da alcune società appartenenti al gruppo facente capo a Petr Kellner

14 gennaio 2013

Documento Informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Assicurazioni Generali S.p.A. di Trieste, Piazza Duca degli Abruzzi n. 2, e sul sito internet di Assicurazioni Generali S.p.A. www.generali.com.

INDICE

PREMESSA	3
1. AVVERTENZE.....	4
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	5
2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.....	5
2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	9
2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Generali	10
2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato in operazioni simili	11
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.	16
2.6. Eventuali variazioni sull'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Generali e/o delle società controllate per effetto dell'Operazione	17
2.7. Informazioni relative a componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione.....	17
2.8. Iter di approvazione dell'Operazione.....	18
ALLEGATO A	19
ALLEGATO B	26

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da Assicurazioni Generali S.p.A. (“**Generali**”, o “**Emittente**”, o “**Società**”) in conformità allo schema di cui all’Allegato 4 al “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate” adottato con deliberazione Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 (il “**Regolamento Consob**”) e nel rispetto di quanto previsto dalla “Procedura in materia di operazioni con parti correlate” approvata dal Consiglio di Amministrazione di Generali in data 11 novembre 2010, così come successivamente modificata (la “**Procedura**”).

Il presente Documento Informativo è stato predisposto con riferimento alle operazioni che coinvolgono Generali (direttamente o per il tramite di proprie società controllate - di seguito collettivamente definite come “**Gruppo Generali**”), e alcune società appartenenti al gruppo di società operanti principalmente nel settore finanziario e assicurativo che fa capo a Petr Kellner (di seguito collettivamente definite come “**Gruppo PPF**”) approvate, nel loro complesso, dal Consiglio di Amministrazione di Generali tenutosi in data 7 gennaio 2013 (di seguito complessivamente definite come l’“**Operazione**”), i cui termini e condizioni sono descritti al successivo paragrafo 2.1.

Come meglio specificato al successivo paragrafo 2.2, l’Operazione costituisce un’operazione con parti correlate in ragione del fatto che il Gruppo PPF è controllato dal Sig. Petr Kellner, componente del Consiglio di Amministrazione di Generali: pertanto i trasferimenti di risorse tra il Gruppo Generali e il Gruppo PPF all’interno dell’Operazione costituiscono operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura.

1. AVVERTENZE

L'Operazione presenta rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dal fatto che il rapporto di correlazione esistente tra il Gruppo Generali e il Gruppo PPF è dovuto alla carica di membro del Consiglio di Amministrazione di Generali ricoperta da Petr Kellner, azionista di controllo del Gruppo PPF.

I valori a cui è effettuata l'Operazione nel suo complesso e la convenienza economica della stessa per il Gruppo Generali sono stati oggetto di *fairness opinion* predisposta da Goldman Sachs International ("GSI"), banca d'affari di primario *standing* internazionale. La *fairness opinion* sull'Operazione è allegata al presente Documento Informativo *sub* Allegato A (cfr. paragrafo 2.4).

Nella seduta del 7 gennaio 2013, il Comitato Esecutivo prima, il Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate poi e, infine, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente hanno condiviso, ciascuno per gli aspetti di rispettiva competenza, l'Operazione nel suo complesso. Tutte le decisioni sono state assunte all'unanimità dei presenti (cfr. paragrafo 2.8). Petr Kellner non ha preso parte alla riunione del Consiglio di Amministrazione di Generali che ha autorizzato il compimento dell'Operazione.

Si segnala infine, per completezza informativa, che l'Emittente presenterà all'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni ("IVASS"):

- (i) una comunicazione preventiva ai sensi dell'articolo 216 del D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 e del combinato disposto degli articoli 5, comma 3, e 9 del Regolamento IVASS 27 maggio 2008, n. 25 per quanto riguarda l'Operazione nel suo complesso;
- (ii) un'analogha comunicazione preventiva ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento IVASS 27 maggio 2008, n. 25, in relazione ad un'operazione infragruppo di cessione di titoli obbligazionari preliminare all'operazione di cessione al Gruppo PPF del prestito obbligazionario meglio descritta nel successivo paragrafo 2.1.2.1; e
- (iii) un'istanza di autorizzazione all'assunzione di una partecipazione di controllo, ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento IVASS 4 agosto 2008, n. 26, per quanto riguarda l'acquisto, attraverso Generali Worldwide Insurance Company Ltd., del 100% delle azioni di categoria A emesse da PPF Beta Ltd., come meglio descritto nel successivo paragrafo 2.1.2.2.

Ai sensi della normativa applicabile, solo per la comunicazione preventiva di cui al precedente punto (i) non è previsto il rilascio di una specifica autorizzazione da parte di IVASS, mentre la comunicazione di cui al punto (ii) e l'istanza di autorizzazione di cui al punto (iii) richiedono il rilascio di apposita autorizzazione da parte di IVASS (attraverso il silenzio-assenso, la prima, e nella forma di un provvedimento scritto, la seconda) nei seguenti termini: per la comunicazione *sub* (ii), entro 20 giorni dal ricevimento della comunicazione da parte dell'Autorità e, per l'istanza di autorizzazione *sub* (iii), nel termine di 60 giorni dalla ricezione dell'istanza, in caso di esito positivo dell'istruttoria. Fatte salve le ipotesi di interruzione per incompletezza o irregolarità dell'istanza, quest'ultimo procedimento si deve concludere entro 120 giorni dalla ricezione della richiesta di autorizzazione completa della documentazione di supporto. Ai sensi delle richiamate disposizioni regolamentari, entrambe le operazioni non possono essere perfezionate fino a che non sia stata rilasciata l'autorizzazione da parte dell'IVASS.

Si segnala inoltre che alcuni aspetti dell'Operazione richiedono di essere autorizzati da diverse autorità antitrust e regolamentari in alcuni paesi esteri coinvolti, tra cui, a titolo esemplificativo, Russia, Ungheria, Romania e Serbia.

Non si può escludere un ritardo nella definizione del procedimento autorizzativo da parte delle

autorità competenti, ovvero che le autorità competenti interrompano i termini dell'iter autorizzativo, o si pronuncino negativamente su alcuni aspetti dell'Operazione.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

Generali e PPF Group N.V. (“**PPF**”), dando in parte esecuzione agli accordi stipulati nel 2007, come successivamente modificati (gli “**Accordi Originari**”), hanno concordato di sciogliere la *joint venture* relativa a Generali PPF Holding B.V. (“**JVCO**”). Generali attualmente detiene il controllo di diritto di JVCO con una partecipazione rappresentativa del 51% del capitale sociale ed è previsto che acquisti una partecipazione rappresentativa, complessivamente, del 49% del capitale sociale di JVCO con un'acquisizione da completarsi, indicativamente, intorno alla fine dell'anno 2014.

Inoltre (i) verranno sciolti gli accordi di co-investimento in relazione alla società di gestione PPF Partners Ltd. (“**PPF Partners**”) e al fondo PPF Partners 1 Fund L.P. (“**PPF Partners Fund**”) da essa gestito e (ii) il Gruppo Generali acquisirà il controllo della società PPF Beta Ltd. (“**PPF Beta**”) che detiene, indirettamente, una partecipazione del 38,46% nella società di assicurazioni russa OSAO Ingosstrakh (“**Ingosstrakh**”).

Si segnala che l'Operazione è stata considerata dall'Emittente come un'operazione con parti correlate ancorché alcune delle singole transazioni di cui essa si compone non coinvolgono parti correlate all'Emittente, come di seguito indicato.

2.1.1 Sintesi degli Accordi Originari e delle circostanze che hanno portato ai nuovi accordi

2.1.1.1 - Sintesi degli Accordi Originari

Si riporta di seguito una descrizione sintetica di quanto previsto dagli Accordi Originari:

- (i) il 10 luglio 2007 Generali e PPF hanno stipulato un accordo per la costituzione di una *joint venture* (la “**Joint Venture**”) con cui hanno disciplinato i reciproci rapporti in JVCO, di cui Generali detiene il 51% del capitale sociale e PPF, tramite la controllata PPF CO1 B.V. (“**PPF CO1**”), detiene il 49% del capitale sociale (la “**Partecipazione PPF**”). In JVCO Generali e PPF hanno conferito, tra le altre cose, le attività assicurative detenute dai rispettivi gruppi in Europa centro-orientale;
- (ii) il 22 ottobre 2007 Credit Agricole - Corporate and Investment Bank S.A. (“**CA-CIB**”), in qualità di agente, e un *pool* di banche finanziatrici, tra cui la stessa CA-CIB, The Royal Bank of Scotland Plc, Unicredit Bank AG, HSBC Bank Plc, Barclays Bank Plc e Intesa Sanpaolo S.p.A. (di seguito, congiuntamente ai loro successori e/o cessionari le “**Banche Finanziatrici**”) hanno concesso a PPF CO1 un finanziamento per Euro 2.099.000.000 (rispettivamente il “**Contratto di Finanziamento Bancario**” e il “**Finanziamento Bancario**”);
- (iii) il 17 gennaio 2008: (i) Generali, PPF, PPF CO1 e JVCO hanno sottoscritto un patto parasociale (il “**Patto Parasociale**”) con cui hanno disciplinato i rapporti di *governance* nell'ambito di JVCO; e (ii) Generali, PPF, PPF CO1 e JVCO hanno sottoscritto un “*Option Agreement*” (il “**Contratto di Opzione**”) con il quale sono state assegnate a Generali e a PPF CO1 alcune opzioni (rispettivamente) di acquisto e di vendita con riferimento alla Partecipazione PPF, tra cui, in particolare, una c.d. “*Industrial Sale Option*” (l’“**Industrial Sale Option**”), ai sensi della quale PPF CO1 aveva il diritto, prima del 17 gennaio 2015, di trasferire a Generali, in tutto o in parte, la Partecipazione PPF; e

- (iv) nel 2009, veniva concordato che il Gruppo Generali avrebbe sottoscritto un prestito obbligazionario emesso da PPF Co3 B.V., una società del Gruppo PPF, e garantito da PPF, per un controvalore complessivo di Euro 400 milioni (il “**Prestito Obligazionario**”); i titoli oggetto del Prestito Obligazionario, quotati in Lussemburgo, sono stati sottoscritti da varie società del Gruppo Generali.

Nell’ambito degli Accordi Originari, come sopra descritti, assumeva particolare rilievo l’Industrial Sale Option, che prevedeva il diritto di PPF CO1 di cedere la Partecipazione PPF a Generali ovvero, a discrezione di questa, a un terzo scelto con un processo d’asta competitiva disciplinato nel Contratto di Opzione (l’“**Alternative Exit**”), salvo (in quest’ultimo caso) l’obbligo di Generali di garantire il raggiungimento di un corrispettivo di cessione minimo (ovvero pagare la differenza).

Nell’ambito degli Accordi Originari, era inoltre previsto che, ove l’opzione fosse stata esercitata in presenza di determinate circostanze (tra le quali l’obbligo per PPF CO1 di rimborsare in via anticipata il Finanziamento Bancario per via di un *downgrade* del *rating* Generali oltre determinate soglie): (a) il prezzo dovuto da Generali sarebbe stato pari al più elevato tra il *fair market value* della Partecipazione PPF e un importo minimo (il “**Floor**”) di Euro 2.499.000.000, diminuito dei dividendi percepiti *medio tempore* da PPF CO1 e maggiorato degli interessi maturati *medio tempore* sul Finanziamento Bancario e sul Prestito Obligazionario nonché degli eventuali apporti di capitale effettuati a favore di JVCO dal Gruppo PPF, ovvero, (b) nel caso in cui venisse scelta l’Alternative Exit, il risultato garantito da Generali sarebbe stato almeno pari al *Floor*.

2.1.1.2 - Le circostanze che hanno portato ai nuovi accordi

Generali ritiene che l’investimento in JVCO costituisca un *asset* strategico in una prospettiva di sviluppo industriale, in considerazione, tra l’altro, della significativa presenza di JVCO sul mercato assicurativo dell’Europa centro-orientale che è un mercato in forte espansione. JVCO è infatti presente e attiva in 10 Paesi dell’area considerata, con circa Euro 3,6 miliardi di premi lordi sottoscritti ed una quota di mercato complessiva di circa il 6%. Pertanto, Generali ha colto l’opportunità di incrementare la propria partecipazione in JVCO rilevando la quota detenuta da PPF.

Nel dettaglio: nel luglio 2012 il *rating* di Generali ha subito un *downgrade* da A1 a Baa1 da parte dell’agenzia Moody’s, con ciò determinando un potenziale evento di rimborso anticipato obbligatorio del Finanziamento Bancario (“**Evento di Rimborso Anticipato**”). Ai sensi del Contratto di Finanziamento Bancario, al verificarsi di tale Evento di Rimborso Anticipato, le Banche Finanziatrici avrebbero potuto dichiarare la decadenza dal beneficio del termine di PPF CO1 e richiedere il rimborso anticipato del Finanziamento Bancario, mediante l’invio, da parte di CA-CIB a PPF CO1, di una *cancellation notice*. Decorsi 25 giorni lavorativi dalla ricezione di tale comunicazione, PPF CO1 avrebbe dovuto rimborsare il Finanziamento Bancario oppure fornire un *cash cover* per l’intero ammontare dello stesso.

L’Evento di Rimborso Anticipato avrebbe quindi potuto portare, secondo quanto previsto dagli Accordi Originari, all’esercizio dell’Industrial Sale Option sull’intera (o almeno gran parte della) Partecipazione PPF da parte di PPF CO1, oppure, in caso di sua inerzia, da parte di CA-CIB ai sensi di un contratto di mandato stipulato *a latere* del Contratto di Finanziamento Bancario (il “**Mandato**”) o, in alternativa, all’esercizio dell’opzione di vendita da parte di CA-CIB ai sensi di un contratto di opzione diretta (il “**Contratto di Opzione Diretta**”), il tutto allo scopo di far ottenere a PPF CO1 la provvista necessaria al rimborso del Finanziamento Bancario.

Per effetto dei meccanismi sopra illustrati, la provvista sarebbe stata fornita interamente da Generali con il pagamento del prezzo d’acquisto della Partecipazione PPF secondo la procedura prevista nel Contratto di Opzione: tale procedura espose, però, Generali ad una serie di incertezze, tra cui, quella più significativa atteneva alla determinazione del valore della Partecipazione PPF secondo la formula prevista nel Contratto di Opzione.

Al fine di evitare detti rischi, a partire dall'autunno del 2012, Generali ha avviato con PPF un negoziato per definire consensualmente i termini e le condizioni per lo scioglimento della *Joint Venture* e per l'acquisto della Partecipazione PPF da parte di Generali.

Sono stati anche avviati colloqui con le Banche Finanziatrici al fine di ottenere una rinuncia dei diritti derivanti dall'Evento di Rimborso Anticipato, a fronte del rimborso anticipato parziale del Finanziamento Bancario.

Ad esito di tali negoziazioni, Generali e PPF hanno stipulato gli accordi che regolano l'Operazione, che vengono di seguito illustrati.

2.1.2 Sintesi dell'Operazione

Nell'ambito dell'Operazione, il Gruppo Generali:

- (i) assumerà il controllo azionario e gestionale di JVCO mediante l'acquisizione dell'intera Partecipazione PPF e la modifica dei patti parasociali (l'**“Operazione su JVCO”**);
- (ii) assumerà il controllo azionario e gestionale totalitario di PPF Beta che detiene una partecipazione indiretta del 38,46% nel capitale sociale di Ingosstrakh (l'**“Operazione su PPF Beta”**). Nell'ambito di tale operazione Generali Worldwide Insurance Company Ltd. (**“GWW”**) acquisirà la totalità delle azioni di categoria A di PPF Beta attualmente detenute da PPF Investments Ltd., che attribuiscono la totalità dei diritti di voto. Contestualmente Generali Financial Holdings FCP-FIS – un fondo di investimenti le cui quote sono interamente possedute da società del Gruppo Generali (**“GFH”**), gestito da una società di gestione non appartenente al Gruppo Generali, Allegro S.à.r.l. - acquisterà il 51% delle azioni di categoria B emesse da PPF Beta che attribuiscono la maggioranza dei diritti economici, il cui rimanente 49% è già detenuto da GWW; e
- (iii) cederà a PPF Investments Ltd. la partecipazione di minoranza del 27,5% del capitale sociale, detenuta da GWW in PPF Partners, mentre GFH trasferirà le quote detenute nel fondo PPF Partners Fund, insieme alle obbligazioni connesse a tali quote (l'**“Operazione su PPF Partners”**).

2.1.2.1 - L'operazione su JVCO

L'Operazione su JVCO prevede l'acquisto della totalità della Partecipazione PPF in due *tranches* come segue:

- (i) l'acquisto di una prima partecipazione rappresentativa del 25% del capitale sociale di JVCO (la **“Prima Tranche”**) sarà perfezionato entro il 28 marzo 2013 a fronte del pagamento, da parte di Generali, di un prezzo di Euro 1.286.000.000;
- (ii) l'acquisto della partecipazione residua, rappresentativa del 24% del capitale sociale di JVCO (la **“Seconda Tranche”**), per effetto dell'esercizio da parte di PPF CO1 di una nuova opzione di vendita della Seconda Tranche, ovvero dell'esercizio da parte di Generali di una nuova opzione di acquisto della Seconda Tranche. Nel caso di esercizio di una delle opzioni, la Seconda Tranche sarà acquistata intorno alla fine di dicembre 2014 a fronte di un corrispettivo di Euro 1.234.560.000, incrementato dell'eventuale differenza tra: (a) gli interessi maturati sul Finanziamento Bancario e sul Prestito Obbligazionario dal 1° gennaio 2013 alla data dell'acquisto della Seconda Tranche da parte di Generali; e (b) i dividendi distribuiti da JVCO a beneficio di PPF CO1 dalla data di sottoscrizione dei contratti dell'Operazione (cioè dall'8 gennaio 2013) alla medesima data dell'acquisto da parte di Generali (fatta eccezione per la quota del 49% di pertinenza di PPF di certi dividendi pre-concordati per un importo complessivo aggregato di Euro 352 milioni). Con

riferimento alla Seconda Tranche, è previsto che Generali mantenga il diritto di optare per l'Alternative Exit e quindi di far acquistare la partecipazione rappresentativa del 24% di JVCO da un terzo selezionato attraverso una procedura di asta, restando inteso che il pagamento che PPF riceverà per la Seconda Tranche non sarà ridotto dall'effetto di un'eventuale asta.

Fermo quanto sopra, i nuovi accordi prevedono in capo alle Banche Finanziatrici - ed in linea con gli accordi precedentemente in essere - il diritto, in caso di accelerazione del Finanziamento Bancario o al ricorrere di determinati eventi, di: (a) esercitare attraverso CA-CIB l'opzione di vendita sulla Seconda Tranche in nome e per conto di PPF CO1, oppure, in alternativa, la propria opzione di vendita diretta della Seconda Tranche tramite il Contratto di Opzione Diretta, e (b) ottenere che in tal caso l'acquisto della Seconda Tranche da parte di Generali avvenga prima della fine del 2014 (ma comunque non prima del 28 marzo 2013), onde fornire a PPF CO1 la provvista per rimborsare il Finanziamento Bancario.

Il corrispettivo dovuto da Generali per l'acquisto della Prima Tranche e della Seconda Tranche sarà destinato, innanzitutto, al rimborso, *pro quota*, del Finanziamento Bancario e, in subordine, a consentire il rimborso del Prestito Obbligazionario. In particolare, con riferimento al Prestito Obbligazionario, è previsto che il risultato del rimborso sia raggiunto attraverso la cessione dei titoli obbligazionari dal Gruppo Generali al Gruppo PPF e contestuale compensazione parziale tra quanto dovuto dal Gruppo Generali a titolo di corrispettivo per l'acquisto della Partecipazione PPF (per la parte non destinata a rimborso del Finanziamento Bancario) e quanto dovuto dal Gruppo PPF per l'acquisto dei titoli obbligazionari.

Pertanto il controvalore complessivo dell'Operazione su JVCO è di Euro 2.520.560.000 (soggetto a possibili variazioni in relazione al corrispettivo per l'acquisto della Seconda Tranche come precedentemente indicato), di cui una porzione - pari alla quota di corrispettivo per l'acquisto della Partecipazione PPF eccedente quanto dovuto a rimborso del Finanziamento Bancario e fino ad un massimo pari al controvalore del Prestito Obbligazionario - da compensare con quanto dovuto dal Gruppo PPF per l'acquisto dei titoli obbligazionari.

È stato inoltre convenuto che, contestualmente all'acquisto da parte di Generali della Prima Tranche, PPF CO1 acquisti da JVCO alcune partecipazioni da questa detenute in società di assicurazioni per il credito al consumo operanti in Russia, Bielorussia, Ucraina e Kazakistan, per un prezzo complessivo di Euro 80.000.000.

2.1.2.2 - L'operazione su PPF Partners e PPF Beta

Gli accordi di co-investimento in PPF Partners e PPF Partners Fund verranno sciolti e sarà mutato l'assetto di controllo in PPF Beta. In particolare:

- (i) PPF Investments Ltd. acquisterà da GWW la partecipazione rappresentativa del 27,5% di PPF Partners e altre società terze (nello specifico: Flenale Limited, Peratalo Limited, Piazzale Enterprises Limited e Pierando Limited) acquisteranno da GFH tutti i diritti e gli obblighi connessi al *commitment* nei confronti del PPF Partners Fund sottoscritto da GFH;
- (ii) GWW, che già detiene il 49% delle azioni di categoria B (senza diritto di voto) in PPF Beta, acquisterà da PPF Investments Ltd. il 100% delle azioni di categoria A (con diritto di voto) e quindi il controllo totalitario di PPF Beta; e GFH acquisterà dalle società Flenale Limited, Peratalo Limited, Piazzale Enterprises Limited e Pierando Limited il 51% delle azioni di categoria B emesse da PPF Beta, e quindi la maggioranza dei diritti economici nella stessa.

L'operazione sopra descritta sarà effettuata nel suo complesso a valori compensati, quindi senza esborsi finanziari.

PPF Investments Ltd. e gli altri venditori delle azioni di PPF Beta hanno dato a GWW e GFH, in qualità di acquirenti, un set di dichiarazioni e garanzie su PPF Beta e sulle società *holding* interposte tra PPF Beta stessa e Ingosstrakh; le dichiarazioni e garanzie sono corredate da appositi obblighi di indennizzo a carico dei venditori, il cui pagamento è garantito da PPF.

All'esito dell'operazione su PPF Beta, dunque, GWW deterrà il 100% delle azioni di categoria A e il 49% delle azioni di categoria B di PPF Beta, mentre GFH deterrà il 51% delle azioni di categoria B; conseguentemente, il controllo della partecipazione indiretta del 38,46% di Ingosstrakh sarà detenuto da una società appartenente al Gruppo Generali.

Inoltre, ad esito dell'operazione su PPF Partners, GFH uscirà completamente dal fondo PPF Partners Fund e dai relativi impegni di investimento ancora oggetto di possibile richiamo (per un importo di circa euro 32 milioni).

L'esecuzione di tutte le operazioni menzionate nel presente paragrafo 2.1.2.2 è soggetta alla condizione sospensiva del previo ottenimento di tutte le autorizzazioni, di carattere antitrust e regolamentare, richieste dalla legge applicabile nelle diverse giurisdizioni coinvolte.

2.1.2.3 - Gli altri accordi tra Generali e PPF

Gli accordi con PPF e con il Gruppo PPF prevedono altresì:

- (i) la stipulazione di un nuovo accordo parasociale tra Generali e PPF CO1 in sostituzione del Patto Parasociale (il "**Nuovo Patto Parasociale**"), ai sensi del quale, nel periodo intercorrente tra il perfezionamento dell'acquisto della Prima Tranche e il perfezionamento dell'acquisto della Seconda Tranche, tra le altre cose, (a) PPF avrà il diritto, fino alla fine del 2014, di designare due consiglieri (su un numero complessivo di otto) nel consiglio di amministrazione di JVCO, senza che gli stessi abbiano veti gestionali di alcun tipo; (b) PPF avrà certi diritti di informativa tipicamente riconosciuti agli azionisti di minoranza; (c) Generali sarà tenuta ad un *commercially reasonable effort* per gestire JVCO in ottica di massimizzazione degli utili e dei dividendi; e (d) JVCO dovrà distribuire agli azionisti il 66% degli utili distribuibili maturati nel 2013 e nel 2014;
- (ii) il mantenimento di alcune opzioni previste nel Contratto di Opzione al verificarsi di certi eventi, tra cui il cambio di controllo di Generali o l'inadempimento da parte di Generali a determinate obbligazioni derivanti dal Nuovo Patto Parasociale; in caso di esercizio di una delle suddette opzioni, Generali dovrà corrispondere un prezzo che (ancorché in alcune ipotesi maggiorato) è comunque predeterminato, venendo così meno ogni facoltà di PPF di ottenere un prezzo pari al *fair market value* della Partecipazione PPF, se superiore.

Sono stati inoltre raggiunti accordi con le Banche Finanziatrici che comprendono, tra l'altro, la rinuncia da parte delle banche ad azionare l'Evento di Rimborso Anticipato.

2.2 **Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione**

PPF, PPF CO1 e PPF Co3 B.V. sono parti correlate di Generali in quanto controllate, direttamente o indirettamente, da Petr Kellner che, alla data di approvazione dell'Operazione e alla data del Documento Informativo, è membro del Consiglio di Amministrazione di Generali.

Petr Kellner non ha preso parte alla riunione del Consiglio di Amministrazione di Generali che si è tenuta in data 7 gennaio 2013 e che ha approvato il compimento dell'Operazione.

Ancorché coinvolte nell'Operazione non sono parti correlate le società PPF Investments Ltd., Flenale Limited, Peratalo Limited, Piazzale Enterprises Limited e Pierando Limited che non sono parte del Gruppo PPF e Allegro S.à.r.l., società di gestione del fondo GFH, non è parte del Gruppo Generali.

2.3 **Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Generali**

In aggiunta a quanto in precedenza indicato al paragrafo 2.1.1.2, l'Operazione permette a Generali di porre termine alla *Joint Venture* con PPF con effetto intorno alla fine di dicembre 2014 a condizioni più convenienti per Generali rispetto a quelle oggetto degli Accordi Originari. Pur mantenendo sostanzialmente inalterata la struttura degli accordi stessi, il Gruppo Generali ha negoziato e ottenuto dal Gruppo PPF condizioni di maggior favore, che consentono ora al Gruppo Generali di acquisire il controllo totalitario di JVCO andando incontro a minori rischi e incertezze.

Si ritiene che la fine della *Joint Venture* con PPF consenta a Generali di dare univocità di indirizzo gestionale a JVCO, che, fino ad oggi, è stata gestita da un *management* espresso, in parte consistente, da PPF.

Si riportano di seguito, in estrema sintesi, i motivi per cui si ritiene che le condizioni negoziate da Generali siano migliorative rispetto a quelle oggetto degli Accordi Originari:

- (i) il Gruppo Generali ha concordato un prezzo definitivo per l'acquisto della Partecipazione PPF tenendo conto, tra l'altro, della stima del valore corrente del *Floor* contenuto negli Accordi Originari e non sarà più esposta al rischio di una valutazione al *fair market value* che, ai sensi degli Accordi Originari, è basata su una formula complessa e di controversa interpretazione;
- (ii) contrariamente a quanto contenuto negli Accordi Originari, che prevedevano il pagamento del prezzo in un'unica soluzione, detto prezzo sarà invece corrisposto, per il 51% circa, il 28 marzo 2013 (o in altra data concordata tra Generali e PPF comunque entro il 28 marzo 2013), a fronte dell'acquisizione della Prima Tranche da parte di Generali, e, per il restante 49% circa, con effetto intorno alla fine di dicembre 2014 (salvo il caso di accelerazione del Finanziamento Bancario prima di tale data), a fronte dell'acquisizione della Seconda Tranche da parte di Generali;
- (iii) alla data di acquisizione della Prima Tranche, Generali assumerà il pieno controllo gestionale di JVCO e, su richiesta di Generali, PPF procurerà le dimissioni delle figure chiave aziendali e la sostituzione delle stesse con persone di fiducia di Generali preventivamente indicate dalla stessa;
- (iv) sempre alla data di acquisizione della Prima Tranche, verrà meno il Patto Parasociale attualmente in essere con PPF e alla stessa rimarranno solamente limitati diritti da azionista di minoranza previsti nel Nuovo Patto Parasociale;
- (v) l'accordo di modifica del Finanziamento Bancario con le banche finanziatrici porrà fine al rischio che le stesse causino, per effetto dell'Evento di Rimborso Anticipato, la vendita anticipata dell'intera Partecipazione PPF alle attuali condizioni contrattuali (incluso il meccanismo di valorizzazione al *fair market value* previsto negli Accordi Originari, sopra menzionato);
- (vi) diversamente da quanto previsto negli Accordi Originari, Generali ha ottenuto un periodo di circa tre mesi durante il quale potrà richiedere le necessarie autorizzazioni regolamentari per l'incremento della propria partecipazione in JVCO; qualora Generali non ottenga le

necessarie autorizzazioni regolamentari nei tre mesi previsti, la stessa potrà richiedere che le azioni oggetto della Prima Tranche siano temporaneamente trasferite a un *monitoring trustee* o a un depositario incaricato da Generali; e infine

- (vii) tramite gli accordi che disciplinano l'Operazione, lo scioglimento della *Joint Venture* avverrà in modo consensuale, graduale, evitando controversie o bruschi passaggi di mano, che avrebbero potuto deprimere il valore dell'avviamento.

Pertanto, Generali ha concordato modifiche migliorative rispetto ai meccanismi di uscita dall'investimento previsti negli Accordi Originari, ottenendo l'identico risultato di acquisire il controllo gestionale e totalitario di JVCO, ma esponendo il gruppo a minori rischi.

In questo contesto, le operazioni relative alla cessione da parte di JVCO delle attività assicurative in Russia, Bielorussia, Ucraina e Kazakistan, all'acquisizione della partecipazione di minoranza indiretta nella società assicuratrice russa Ingosstrakh e la dismissione della partecipazione di minoranza detenuta nella società di gestione del fondo di *private equity* PPF Partners, unitamente alle quote detenute nel fondo stesso, rappresentano un corollario rispetto all'operazione principale relativa a JVCO del tutto coerente con la strategia sottesa allo scioglimento della *Joint Venture* e all'acquisto del controllo gestionale di JVCO.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato in operazioni similari

Il corrispettivo per l'acquisto della Partecipazione PPF è stato determinato, nel contesto della negoziazione tra Generali e PPF anche tenendo conto della stima del valore corrente del *Floor* come indicato negli Accordi Originari.

Il valore per l'effettuazione dell'operazione di scambio tra le partecipazioni in PPF Partners e nel PPF Partners Fund, da una parte, e le partecipazioni in PPF Beta, dall'altro, è stato convenuto nell'importo complessivo di circa Euro 275 milioni. Con riferimento all'Operazione su PPF Partners, tale importo deriva per la quasi totalità (Euro 274 milioni) dalla stima del *Net Asset Value* (c.d. NAV) della quota del fondo PPF Partners sottoscritta da GFH, mentre, con riferimento all'operazione su PPF Beta, un analogo valore è stato identificato per le azioni di categoria B di PPF Beta, oggetto di acquisizione da parte di GFH.

GSI, nella persona di Todd Leland, ha predisposto una *fairness opinion* in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, dell'Operazione nel suo complesso, allegata sub A al Documento Informativo. In tale documento è specificato l'oggetto della *fairness opinion* e sono riportati i limiti incontrati nell'espletamento dell'incarico e le assunzioni utilizzate.

A tal proposito si segnala che GSI è stato selezionato dall'Amministratore Delegato e Group CEO sulla base delle deleghe ricevute dagli organi amministrativi competenti della Società, tenendo conto della riconosciuta indipendenza, affidabilità e professionalità dell'*advisor* nonché della comprovata esperienza, anche internazionale, acquisita in precedenti operazioni nel settore del *financial institution*.

Non sussistono, né sussistevano alla data di conferimento dell'incarico, relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra GSI e (i) l'Emittente, (ii) le società da questa controllate e (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii) che precedono.

Nel valutare la congruità, dal punto di vista finanziario, dell'Operazione nel suo complesso, GSI ha confrontato il Corrispettivo Aggregato (come di seguito definito) riconosciuto dal Gruppo Generali, da JVCO e da GFH con un intervallo di valori del Perimetro di Acquisizione (come di seguito definito), incrementato di (i) il valore attuale netto dei miglioramenti operativi stimati dalla

Società conseguibili in seguito all'acquisizione del pieno controllo manageriale di JVCO (i) **“Miglioramenti Operativi”**), (ii) il valore riconducibile alla cancellazione delle obbligazioni connesse al *commitment* nei confronti di PPF Partners Fund sottoscritte da GFH (**“GFH Commitment”**) e (iii) il valore riconducibile alle modifiche apportate al Contratto di Opzione.

Il corrispettivo aggregato riconosciuto dal Gruppo Generali, da JVCO e da GFH (il **“Corrispettivo Aggregato”**) è rappresentato da:

- (i) il controvalore corrisposto da Generali al Gruppo PPF per l'acquisizione della Prima Tranche;
- (ii) il valore attuale netto del controvalore che dovrà essere corrisposto da Generali al Gruppo PPF per l'acquisizione della Seconda Tranche;
- (iii) il valore attuale netto dei dividendi relativi agli esercizi 2013 e 2014 di cui è prevista la distribuzione da parte di JVCO a beneficio del Gruppo PPF ai sensi degli accordi che regolano l'Operazione;
- (iv) il valore delle attività assicurative di JVCO in Russia, Kazakhstan, Bielorussia e Ucraina vendute al Gruppo PPF;
- (v) la partecipazione del 27.5% in PPF Partners detenuta dal Gruppo Generali attraverso GWW; e
- (vi) la totalità dei diritti connessi a PPF Partners Fund facenti capo a GFH.

Il complesso delle attività trasferite a, o acquisite da, Gruppo Generali, JVCO e GFH (il **“Perimetro di Acquisizione”**) è rappresentato da:

- (i) la quota del 49% di JVCO detenuta dal Gruppo PPF, tenuto conto della cessione delle attività assicurative di JVCO in Russia, Kazakhstan, Bielorussia e Ucraina, e della distribuzione di dividendi per l'ammontare di Euro 352 milioni (di cui il 49% di spettanza del Gruppo PPF) concordata da Generali e PPF;
- (ii) la totalità delle azioni di categoria A (che garantiscono la totalità dei diritti di voto) di PPF Beta acquisite da GWW e il 51% delle azioni di categoria B (che attribuiscono la maggioranza dei diritti economici) di PPF Beta acquisite da GFH;
- (iii) il corrispettivo di Euro 80.000.000, riconosciuto a JVCO per la vendita al Gruppo PPF delle attività assicurative in Russia, Ucraina, Bielorussia e Kazakhstan.

2.4.1 Sintesi dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione del Corrispettivo Aggregato

La valorizzazione di alcune delle componenti del Corrispettivo Aggregato ha richiesto l'utilizzo dei metodi di valutazione e approcci valutativi descritti di seguito.

Ciascuna delle attività assicurative di JVCO in Russia, Kazakhstan, Bielorussia e Ucraina è stata valutata attraverso la metodologia della *sum of the parts* (**“Sum of the Parts”**), che consente di valutare una società assicurativa come somma delle rispettive attività nel settore vita e nel settore danni, valutate separatamente, in base alle metodologie valutative più idonee. Nello specifico, l'intervallo di valore delle attività dei rami danni è stato individuato adottando la metodologia del *Dividend Discount Model* (**“DDM”**), in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere le specificità delle compagnie in termini di profittabilità, crescita, margine di solvibilità, livello di rischio e componenti patrimoniali.

Il metodo del DDM ipotizza che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore

attuale di: (i) flussi di dividendi futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti tenendo conto di un margine di solvibilità ritenuto consono per lo svolgimento dell'attività stessa e (ii) valore terminale calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo.

L'attualizzazione dei flussi di dividendi futuri e del valore terminale viene solitamente effettuata utilizzando un *Cost of Equity*, stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*.

Nel caso specifico delle attività assicurative di JVCO in Russia, Kazakistan, Bielorussia e Ucraina, invece di includere il valore terminale, si è tenuto conto, come previsto dai contratti esistenti, della cessazione, il 1° novembre 2016, degli accordi di distribuzione esistenti tra le società operanti nelle geografie considerate e le società del Gruppo PPF. Coerentemente, l'intervallo di valore per le attività dei rami vita è stato determinato sulla base dei valori di *Embedded Value*, tenendo conto della cessazione degli accordi di distribuzione.

La partecipazione del 27,5% in PPF Partners detenuta dal Gruppo Generali attraverso GWW è stata valutata al patrimonio netto al 30 settembre 2012, in considerazione della limitata attività manageriale del fondo.

I diritti connessi a PPF Partners Fund facenti capo a GFH sono stati valutati all'interno di un intervallo di valori basato sul *Net Asset Value* ("NAV") di PPF Partners Fund, rettificato in considerazione dello sconto sul NAV osservato in precedenti cessioni di quote di investimento di fondi di *Private Equity* sul mercato secondario.

2.4.2 Sintesi dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione del Perimetro di Acquisizione

La valorizzazione di alcune delle componenti del Perimetro di Acquisizione ha richiesto l'utilizzo dei metodi di valutazione e approcci valutativi descritti di seguito.

2.4.2.1 - JVCO

La quota del 49% di JVCO detenuta dal Gruppo PPF è stata valutata utilizzando le metodologie di *Sum of the Parts*, Multipli di Mercato P/E e Regressione. La valutazione di JVCO è stata condotta tenendo conto dell'esclusione delle attività assicurative di JVCO in Russia, Kazakistan, Bielorussia e Ucraina, e della distribuzione di dividendi per l'ammontare di Euro 352 milioni (per il 49% di spettanza del Gruppo PPF) concordata da Generali e PPF.

Sum of the Parts

Il valore risultante dall'applicazione del metodo della *Sum of the Parts* è pari alla somma dei valori attribuibili alle attività dei rami vita, alle attività dei rami danni e al *corporate center*, inteso come il complesso delle voci di conto economico e di capitale di JVCO non attribuibili rispettivamente ai rami vita e danni.

L'intervallo di valori per le attività dei rami danni di JVCO è stato individuato adottando la metodologia del DDM applicata individualmente ad ogni area geografica in cui opera JVCO. A tale fine si è proceduto alla stima dei dividendi attesi per ciascuna società sulla base dei piani industriali 2012-2014 estrapolati fino al 2020. La stima del valore terminale è stata effettuata utilizzando la formula del valore attuale della rendita finanziaria a crescita costante applicata al dividendo stimato pagato nell'ultimo periodo dell'orizzonte temporale prescelto, ipotizzando una crescita pari alla crescita di lungo periodo e un tasso di sconto pari al *Cost of Equity* individuato per ciascuna area geografica, stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*.

L'intervallo di valori per le attività dei rami vita di JVCO è stato individuato sulla base del valore di

Embedded Value di JVCO, applicando un intervallo di multipli P/EV derivato da multipli impliciti osservati in società quotate comparabili.

Il valore del *corporate center* è stato calcolato come somma del valore attuale netto delle voci di conto economico di competenza e del capitale non allocato ai rami vita e danni.

Metodo dei Multipli di Mercato P/E

Il metodo è basato sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra la capitalizzazione di mercato e l'utile netto prospettico ("P/E") di un campione di società comparabili a JVCO. I multipli così determinati sono stati poi applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, all'utile netto stimato di JVCO, al fine di stimarne il valore economico. Per ciascuna delle società costituenti il campione è stato calcolato il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e la stima IBES dell'utile netto relativo agli anni 2013 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2013) e 2014 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2014). I multipli ottenuti sono stati poi applicati all'utile netto relativo al 2013 e 2014 di JVCO. Al fine di migliorare la comparabilità tra le società, si è proceduto alla rettifica della capitalizzazione di mercato delle società incluse nel campione e dell'utile netto stimato di tutte le società al fine di allinearne la posizione di capitale allo stesso margine di solvibilità.

Metodo della Regressione

Il metodo stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica della società considerata (espressa nel caso specifico dal rapporto tra l'utile e il patrimonio netto medio rettificato per gli attivi immateriali, o "RoATE") ed il relativo multiplo della capitalizzazione di borsa sul patrimonio netto rettificato per gli attivi immateriali ("P/TBV"). Si è quindi proceduto a selezionare un campione di società ritenute comparabili a JVCO (le stesse società utilizzate per il metodo dei Multipli di Mercato P/E) al fine di realizzare una regressione lineare tra i rispettivi RoATE 2013 e 2014 attesi ed il P/TBV calcolato come rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il patrimonio netto rettificato per gli attivi immateriali ("TBV") riportato da ciascuna società del campione al 31 dicembre 2011. Come nel caso del Metodo dei Multipli di Mercato P/E, si è proceduto alla rettifica della capitalizzazione di mercato delle società incluse nel campione, dell'utile netto stimato e del TBV di tutte le società al fine di allinearne la posizione di capitale allo stesso margine di solvibilità.

2.4.2.2 – PPF Beta

Le azioni di categoria A (con diritto di voto ma senza diritti economici) di PPF Beta acquisite da GWW e il 51% delle azioni di categoria B (senza diritto di voto ma portatrici della maggioranza dei diritti economici) di PPF Beta acquisite da GFH sono state valutate in modo aggregato sulla base del valore della quota del 38,46% detenuta indirettamente da PPF Beta in Ingosstrakh, rettificato per tenere conto delle attività e delle passività di PPF Beta e delle società controllate attraverso le quali PPF Beta detiene la suddetta partecipazione in Ingosstrakh.

L'intervallo di valori della partecipazione in Ingosstrakh è stato individuato utilizzando i metodi del DDM, dei Multipli di Mercato P/E, P/BV e P/TBV, della Regressione e considerando anche le quotazioni storiche delle azioni di Ingosstrakh. Il metodo della *Sum of the Parts* non è stato utilizzato dal momento che Ingosstrakh opera esclusivamente nel settore danni.

Metodo del DDM

Nell'utilizzare tale metodologia si è proceduto alla stima dei dividendi attesi di Ingosstrakh sulla base dell'utile netto stimato su un orizzonte temporale di dieci anni. La stima dei dividendi futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto è stata calcolata sulla base di un margine di solvibilità target stimato in base ai premi e al patrimonio netto di Ingosstrakh. I dividendi così stimati sono

stati scontati ad un *Cost of Equity* calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*. La stima del valore terminale è stata effettuata utilizzando la formula del valore attuale della rendita finanziaria a crescita costante applicata al dividendo stimato pagato nell'ultimo periodo dell'orizzonte temporale prescelto, ipotizzando una crescita pari alla crescita di lungo periodo e un tasso di sconto pari al *Cost of Equity*.

Metodo dei Multipli di Mercato P/E, P/BV e P/TBV

Il metodo è basato sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra la capitalizzazione di mercato e (i) l'utile netto prospettico (P/E), (ii) il patrimonio netto ("P/BV") e (iii) il patrimonio netto rettificato per gli attivi immateriali (P/TBV) di un campione di società comparabili a Ingosstrakh.

Il campione di riferimento delle società comparabili individuato include società di assicurazione operanti in mercati emergenti. Per ciascuna delle società costituenti il campione è stato calcolato il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e (i) la stima IBES dell'utile netto relativo agli anni 2013 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2013) e 2014 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2014) per il multiplo P/E, (ii) il patrimonio netto al 31 dicembre 2011 per il multiplo P/BV e (iii) il patrimonio netto rettificato per gli attivi immateriali al 31 dicembre 2011 per il multiplo P/TBV. Questi multipli sono poi stati applicati alle rispettive metriche di Ingosstrakh per derivarne il valore economico.

Metodo della Regressione

Utilizzando lo stesso campione di società comparabili utilizzato per il metodo dei Multipli di Mercato, si è proceduto a regredire linearmente il RoAE (pari al rapporto tra l'utile e il patrimonio netto medio) e il RoATE attesi relativi nell'anno 2013 sui rispettivi P/BV e P/TBV rispettivamente, calcolati come rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il BV e il TBV al 31 dicembre 2011, riportati da ciascuna società del campione. I rispettivi P/BV e P/TBV impliciti nelle rispettive rette di regressione e nei RoAE e RoATE relativi all'anno 2013 di Ingosstrakh sono stati moltiplicati per il patrimonio netto rettificato per gli attivi immateriali di Ingosstrakh al 31 dicembre 2011, derivandone il valore economico.

Valori di Borsa

Sono stati considerati i prezzi di mercato delle azioni di Ingosstrakh e le capitalizzazioni di mercato implicite negli ultimi tre anni.

2.4.3 Sintesi dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione dei Miglioramenti Operativi

L'intervallo di valore relativo ai Miglioramenti Operativi è stato individuato considerando (a) il valore attuale dei Miglioramenti Operativi e (b) i multipli impliciti pagati in acquisizioni di società comparabili.

2.4.4 Sintesi dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione della cancellazione del GFH Commitment

L'intervallo di valore della cancellazione del GFH Commitment è stato individuato scontando su diversi orizzonti temporali le obbligazioni connesse al *commitment* nei confronti di PPF Partners Fund sottoscritte da GFH ancora oggetto di possibile richiamo da parte di PPF Partners.

2.4.5 Sintesi dei metodi di valutazione utilizzati per la valutazione delle modifiche apportate al Contratto di Opzione

In base ai nuovi accordi tra Generali e PPF, in caso di esercizio di una delle opzioni di vendita da parte del Gruppo PPF, Generali dovrà corrispondere un prezzo che (ancorché in alcune ipotesi

maggiorato) è comunque predeterminato, venendo così meno ogni facoltà del Gruppo PPF di ottenere un prezzo pari al *fair market value* della Partecipazione PPF, se superiore. Il valore riconducibile alle modifiche apportate al Contratto di Opzione è stato quindi calcolato come differenza (se positiva) tra (a) l'intervallo di valori risultante dal calcolo del *fair market value* come previsto dagli Accordi Originari e (b) il valore attuale netto del prezzo definitivo riconosciuto da Generali al Gruppo PPF per l'acquisto della Partecipazione PPF.

2.4.6 *Congruietà, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo Aggregato*

Sulla base dei valori risultanti dall'applicazione dei metodi di valutazione descritti, GSI ha determinato il *range* di valore economico attribuibile al Perimetro di Acquisizione incrementato di (i) il valore attuale netto dei Miglioramenti Operativi, (ii) il valore riconducibile alla cancellazione del GFH Commitment e (iii) il valore riconducibile alle modifiche apportate al Contratto di Opzione, compreso fra Euro 2,6 miliardi e Euro 4,0 miliardi, che si confronta con un Corrispettivo Aggregato calcolato pari a Euro 2,9 miliardi.

Le informazioni sugli elementi essenziali della *fairness opinion* di GSI sono state riprodotte nel Documento Informativo coerentemente con il contenuto della *fairness opinion* allegata *sub A e*, per quanto a conoscenza della Società, non vi sono omissioni che possono rendere le informazioni riprodotte inesatte od ingannevoli.

2.5 **Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.**

Ai fini della qualificazione delle varie componenti dell'Operazione ai sensi della Procedura si evidenzia che il corrispettivo per l'acquisto della Partecipazione PPF (pari a circa Euro 2.520.560.000), per la sua entità eccede l'indice di rilevanza previsto dalla Procedura per qualificare l'operazione come "operazione di maggiore rilevanza" (ovvero il 5% del patrimonio netto consolidato del Gruppo Generali che, alla data del 30 settembre 2012, è pari a Euro 22.099.600.000; gli altri due indici di rilevanza indicati nell'allegato 3 al Regolamento Consob non risultano invece superati dall'Operazione). Peraltro tale corrispettivo è stato determinato anche tenuto conto della stima del valore corrente del *Floor* previsto dagli Accordi Originari ai quali, per quanto non diversamente indicato nel presente documento, viene data esecuzione.

Il corrispettivo per la vendita del *business* di JVCO in Russia, Ucraina, Bielorussia e Kazakhstan, così come il valore dello scambio tra le partecipazioni in PPF Partners e nel PPF Partners Fund e le partecipazioni in PPF Beta qualificano le due articolazioni dell'Operazione come "operazioni di minore rilevanza". Ciò in considerazione del fatto che il rapporto tra tali valori (rispettivamente Euro 80 milioni ed Euro 275 milioni) e il patrimonio netto consolidato del Gruppo Generali al 30 settembre 2012 è inferiore alla soglia del 5%. Inoltre tali valori sono anche inferiori alla soglia del 2,5%, rilevante ai fini del carattere vincolante del parere del Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate. Anche il valore complessivo aggregato delle due operazioni sopra indicate si mantiene al di sotto di entrambe le soglie di rilevanza.

L'esborso complessivo per l'acquisto della Partecipazione PPF sarà sostenuto in due *tranches*, l'ultima delle quali sarà eventualmente dovuta intorno alla fine del 2014. Le risorse relative al pagamento del prezzo di acquisto della Prima Tranche di Euro 1.286.000.000 sono già a disposizione di Generali, essendo state reperite anche mediante l'emissione, nella prima settimana di dicembre 2012, di un prestito obbligazionario subordinato per Euro 1.250.000.000. L'utilizzo dei proventi di tale emissione consente alla Società, fra l'altro, di mantenere stabili i propri indici di solvibilità e di leva finanziaria.

I principali effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, tenuto conto dei valori contabili al 30 settembre 2012 (ultimi dati disponibili), sono riassunti come segue:

1) Acquisizione della Prima Tranche per Euro 1.286 milioni

- (i) Come in precedenza indicato, il prezzo di acquisto verrà pagato mediante l'utilizzo di mezzi propri, ferma restando l'eventuale compensazione per un importo massimo pari al 51% del Prestito Obbligazionario (ovvero fino a un massimo di circa Euro 204 milioni).
- (ii) Contemporaneamente verranno pagati dividendi agli azionisti per Euro 352 milioni (di cui circa Euro 172 milioni di spettanza del Gruppo PPF). Il pagamento di tali dividendi comporterà una riduzione della liquidità e del patrimonio netto di pertinenza di terzi pari quindi a Euro 172 milioni.
- (iii) L'acquisizione della Partecipazione PPF comporta una riduzione del patrimonio netto di spettanza dei terzi per Euro 750,1 milioni e, per la differenza rispetto al prezzo di acquisto, una riduzione del patrimonio netto del Gruppo Generali di Euro 535,9 milioni.

2) Operazione di scambio avente ad oggetto le partecipazioni in PPF Beta, da una parte, e le partecipazioni in PPF Partners e PPF Partners Fund, dall'altra parte

Tale operazione avrà un effetto complessivo sostanzialmente neutro per Generali ad eccezione di una minusvalenza di realizzo derivante dalla cessione dell'investimento PPF Partners Fund. L'impatto negativo netto a conto economico per Euro 14 milioni, derivante dalla differenza tra il valore della quota detenuta in PPF Partner Fund di 274 milioni e il valore di carico originario, è peraltro già incluso nelle riserve di patrimonio netto del Gruppo Generali in quanto l'investimento era già valutato a *fair value*.

3) Vendita del *business* di JVCO in Russia, Ucraina, Bielorussia e Kazakistan per Euro 80 milioni

- (i) La cessione del business in Russia, Ucraina, Bielorussia e Kazakistan comporterà una riduzione degli attivi consolidati per circa Euro 550 milioni, con una connessa riduzione delle riserve tecniche per Euro 429,8 milioni.
- (ii) La cessione comporterà inoltre un risultato negativo di spettanza dei terzi per Euro 10,4 milioni ed il realizzo di una minusvalenza di pertinenza del Gruppo di Euro 60,5 milioni.
- (iii) L'impatto sulla liquidità di Gruppo è sostanzialmente neutro in quanto a fronte di un incasso di Euro 80 milioni gli attivi ceduti comprendono Euro 37,9 milioni di liquidità.

4) Acquisizione della Seconda Tranche

La presenza di un'Alternative Exit fa sì che, alla data di approvazione dell'Operazione, non sussista un obbligo per Generali di acquisizione della partecipazione residuale del 24%, ma solo la possibilità legata all'esercizio delle opzioni sopra citate. Pertanto non vi sono effetti patrimoniali, economici o finanziari collegati alla Seconda Tranche da segnalare.

2.6 Eventuali variazioni sull'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Generali e/o delle società controllate per effetto dell'Operazione

Per effetto dell'Operazione non sono previste modifiche e/o variazioni ai compensi spettanti ai componenti del Consiglio di Amministrazione di Generali e/o delle società da quest'ultima controllate.

2.7 Informazioni relative a componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'Operazione

Fermo restando quanto previsto al precedente paragrafo 2.2., l'Operazione non comporta il coinvolgimento di altri amministratori, sindaci, direttori generali o dirigenti della Società.

2.8 Iter di approvazione dell'Operazione

Le trattative relative all'Operazione sono state condotte dall'Amministratore Delegato e Group CEO, dott. Mario Greco.

In data 7 gennaio 2013 l'Operazione è stata sottoposta all'esame del Comitato Esecutivo, del Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate e del Consiglio di Amministrazione, per quanto di rispettiva competenza, sulla base delle attuali regole di *governance* della Società: a tali organi è stata previamente sottoposta una relazione illustrativa dell'Operazione.

Ad esito delle riunioni dei suddetti organi sociali, sono state assunte le seguenti deliberazioni all'unanimità dei presenti:

- (i) il Comitato Esecutivo ha espresso parere favorevole all'Operazione;
- (ii) il Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate ha espresso parere favorevole all'Operazione in conformità a quanto previsto dalla Procedura (un estratto della delibera del Comitato è allegato al presente Documento Informativo sub Allegato B);
- (iii) il Consiglio di Amministrazione, preso atto del parere favorevole del Comitato Esecutivo e del Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate, ha approvato l'esecuzione dell'Operazione.

Trieste, 14 gennaio 2013

ASSICURAZIONI GENERALI S.p.A.
Il Group CEO e Amministratore Delegato
Mario Greco

ALLEGATO A

Fairness Opinion di Goldman Sachs International

PERSONAL AND CONFIDENTIAL

14 January 2013

Board of Directors
Assicurazioni Generali S.p.A.
Piazza Duca degli Abruzzi, 2
34132 Trieste
ITALY

Ladies and Gentlemen:

You have requested our opinion as to the fairness from a financial point of view to Assicurazioni Generali S.p.A. (the "Company") of the Aggregate Consideration (as defined below) to be paid by the Company, its subsidiaries (the "Generali Group"), Generali Financial Holdings FCP-SIF Fund ("GFH") acting through its management company Allegro S.à r.l. ("Allegro") and GPH (as defined below) to PPF Group N.V. ("PPF"), certain of its affiliates (collectively, the "PPF Group") and the PPF Beta Sellers (as defined below) to acquire (i) shares representing a 49% equity interest in Generali PPF Holding B.V. ("GPH") held by the PPF Group (the "PPF JVCO Shares") and (ii) all of the shares currently not held by Generali Worldwide Insurance Company Limited ("GWW") in the capital of PPF Beta Ltd. (the "PPF Beta Shares"), which indirectly, through certain of its subsidiaries owns no. 961,487,364 ordinary shares in the Open Joint Stock Insurance Company Ingosstrakh ("Ingo"), pursuant to the Transaction Documents (as defined below). For purposes of this opinion, (i) the term "Transaction Documents" means (a) the framework agreement dated January 8, 2013 (the "Framework Agreement") among the Company, PPF and PPF Investments Limited ("PPF Investments"); (b) the option agreement dated January 17, 2008, among the Company, PPF Co1 B.V. ("PPF Co1"), PPF, and GPH (the "Option Agreement") as amended and restated pursuant to an amendment agreement dated January 8, 2013 (the "Amended and Restated OA"); (c) the sale and purchase agreement dated January 8, 2013 (the "Private Equity SPA") among GWW and PPF Investments for the sale and purchase of shares in the capital of PPF Partners Ltd ("PPF Partners"); (d) the agreement for the sale and purchase of a partnership interest, dated January 8, 2013 among Allegro, acting as fiduciary of GFH and Flenale Limited ("Flenale"), Peratalo Limited ("Peratalo"), Piazzale Enterprises Limited ("Piazzale") and Pierando Limited ("Pierando", together with PPF Investments, Flenale, Peratalo and Piazzale, the "PPF Beta Sellers"), PPF, PPF Feeder Limited and PPF Partners 1 GP Limited for the sale and purchase of the partnership interest in PPF Partners 1 Fund L.P. ("PPF Partners Fund") held by GFH (the "LP Transfer Agreement"); (e) the sale and purchase agreement, dated January 8, 2013 among GWW, GFH acting through Allegro as its management company and the PPF Beta Sellers for the sale and purchase of the PPF Beta Shares (the "PPF Beta SPA"); (f) the agreed form of the sale and purchase agreements relating to the transfer from GPH (or any relevant affiliate of GPH) to PPF (or to any designee of PPF) of the CIS Business (as defined in the Framework Agreement), for an aggregate consideration of Eur 80,000,000 to be executed and exchanged pursuant to clause 4.1 of the Framework Agreement (collectively, the "CIS Business SPA") and (g) the Amended and Restated Shareholders Agreement dated January 8, 2013 among the

Company, PPF, PPF Co1 and GPH (the "Amended and Restated Shareholders Agreement") and (ii) the term "Aggregate Consideration" means (a) the aggregate of Transfer Price in respect of the First Tranche Shares and of the Transfer Price for the Second Tranche Shares (as such terms are defined in the Amended and Restated OA) payable by the Generali Group in cash and reduction of amounts owed by PPF Co3 B.v. - under the Eur 400,000,000 5.75% Guaranteed Notes due 2015 issued by PPF Co3 B.v. (and unconditionally guaranteed by PPF) on the basis of a prospectus dated 11 November 2009, which includes the terms and conditions of such notes (the "Bonds Terms and Conditions") - to the members of the Generali Group which hold such notes, pursuant to the Amended and Restated OA, (b) the distributions payable by GPH to the PPF Group in 2013 and 2014 pursuant to clause 3.3 and 5(a) of the Framework Agreement and clause 3.2.2 of the Amended and Restated Shareholders Agreement, (c) the CIS Business to be transferred pursuant to the Framework Agreement and the CIS Business SPA, (d) the Partnership Interest (as defined in the LP Transfer Agreement) to be transferred pursuant to the LP Transfer Agreement and (e) the Sale Shares (as defined in The Private Equity SPA) to be transferred pursuant to the Private Equity SPA. The Aggregate Consideration is subject to certain adjustments under the Transaction Documents, as to which we express no opinion.

Goldman Sachs International ("GSI") and its affiliates (collectively, "Goldman Sachs") are engaged in commercial and investment banking and financial advisory services, market making and trading, research and investment management (both public and private investing), principal investment, financial planning, benefits counseling, risk management, hedging, financing, brokerage activities and other financial and non-financial activities and services for various persons and entities. Goldman Sachs and funds or other entities in which it invests or with which it co-invests, may at any time purchase, sell, hold or vote long or short positions and investments in securities, derivatives, loans, commodities, currencies, credit default swaps and other financial instruments of the Company, PPF, any of the PPF Beta Sellers, any of the companies included in the CIS Business (the "CIS Companies") any member of the PPF Group or the Generali Group, any of their respective affiliates and GFH, Allegro PPF Partners Fund and any of their respective affiliates and portfolio companies and third parties or any currency or commodity that may be involved in the transactions contemplated by the Transaction Documents and the Ancillary Agreements (the "Transaction") for the accounts of Goldman Sachs and its customers. GSI has acted as financial advisor to the Company in connection with, and has participated in certain of the negotiations leading to, the Transaction. We expect to receive fees for our services in connection with the Transaction, a portion of which is contingent on consummation of the Transaction, and the Company has agreed to reimburse our expenses arising, and indemnify us against certain liabilities that may arise, out of our engagement. We have provided certain investment banking services to the Company and its affiliates from time to time. We may also in the future provide investment banking services to the Company, PPF, any of the PPF Beta Sellers, any of the CIS Companies, any member of the PPF Group or the Generali Group and their respective affiliates and Allegro and GFH and their affiliates and portfolio companies for which our Investment Banking Division may receive compensation. Affiliates of GSI also may have co-invested with Allegro and GFH and their respective affiliates from time to time and may have invested in limited partnership units of affiliates of Allegro and GFH from time to time and may do so in the future.

In connection with this opinion, we have reviewed, among other things,

- the Transaction Documents;
- the Bond Terms and Conditions; the Joint Venture Agreement (as defined in the Amended and Restated OA); the Option Agreement; the Shareholders Agreement (as defined in the Amended and Restated OA) as in force prior to being amended and restated on January 8, 2013; the articles of association of

GPH as in force prior to January 8, 2013; the Guarantee dated January 17, 2008 among the Company and PPF; the Loan Agreement (as defined in the Amended and Restated OA) as in force prior to being amended and restated on January 8, 2013; the Direct Agreement (as defined in the Amended and Restated OA) as in force prior to being amended and restated on January 8, 2013; the Notarial Irrevocable Power of Attorney granted by the PPF Co1 to the Agent (as defined below) on 17 January 2008; the Interim Payment Account Agreement (as defined in the Amended and Restated OA) as in force prior to being amended and restated on January 8, 2013; the Disclosed Pledge of Rights Under Option Agreement dated January 17, 2008 among PPF Co1 and the Agent (as defined below); the Agreement and Deed of Pledge of Registered Shares dated January 17, 2008 among PPF Co1, GPH and the Agent; the Agreement and Deed of Pledge of Registered Shares (second ranking) dated January 17, 2008 among PPF Co1, the Company and GPH; the Security over Cash Agreement dated January 17, 2008 among the Agent and PPF Co1; the Second Ranking Security over Cash Agreement dated January 17, 2008 among the Company and PPF Co1; the New Financing and Dividend Payment Agreement dated November 10, 2009 among the Company and PPF; the Escrow Agreement dated November 10, 2009 among the Company, PPF and JPMorgan Chase Bank, N.A., London Branch; the Special Offer Escrow Declaration in relation to Generali Special Offer made by the Company in favor of PPF Co1, both dated November 10, 2009 and the related form of agreements offered thereunder; the Deadlock Call Special Offer Escrow Declaration in relation to Generali Deadlock Call Special Offer made by the Company in favor of PPF Co1, both dated November 10, 2009 and the form of agreement offered thereunder; the Extension Offer Escrow Declaration in relation to Generali Extension Offer made by the Company in favor of PPF, both dated November 10, 2009 and the form of agreement offered thereunder; the Counter Put Offer Escrow Declaration in relation to the Counter Put Offer made by PPF in favor of the Company, both dated November 10, 2009 and the form of the agreement offered thereunder and the Netting Offer Escrow Declaration in relation to the Netting Offer made by PPF in favor of the Company, both dated November 10, 2009 and the form of the agreement offered thereunder (the "Existing Documents");

- the amendment agreement (the "Loan Amendment Agreement") dated January 8, 2013 among the PPF Co1, Crédit Agricole – Corporate and Investment Bank, succursale di Milano, (formerly Calyon S.A. succursale di Milano, the "Agent") acting as Agent and lender, the Royal Bank of Scotland PLC (formerly ABN AMRO Bank N.V.), Unicredit Bank AG, Munich Branch (formerly Bayerische Hypo und Vereinsbank), certain financial institutions, Intesa Sanpaolo S.p.A., Barclays Bank PLC and HSBC Bank PLC (the "Lenders"); the Loan Agreement as amended and restated pursuant to the Loan Amendment Agreement; the Interim Payment Amount Agreement as amended and restated pursuant to an amendment agreement dated January 8, 2013 among the Company, PPF Co1, the Agent and Credit Agricole Corporate and Investment Bank, London Branch.; the Deed of Termination and Release dated January 8, 2013 among PPF and the Company; the deed poll letter executed by the Company with respect to the Netting Offer dated January 8, 2013 (collectively, "the Ancillary Agreements");
- the Constitutive Documents (as defined in the Amended and Restated Shareholders Agreement) which include the articles of association of GPH which are reported as adopted on January 8, 2013;

- the New Constitutive Documents (as defined in the Amended and Restated Shareholders Agreement) which include the new articles of association of GPH to be adopted pursuant to the Amended and Restated Shareholders Agreement;
- annual reports of the Company (including consolidated and stand alone audited financial statements of, respectively, the Generali Group and of the Company) for the last three financial years;
- audited annual reports for the last three fiscal years ended on 31 December 2011 of GPH and Ingo;
- PPF Partners Fund investors report prepared by PPF Partners for the nine month period ended 30 September 2012;
- estimated net asset value of PPF Partners Fund prepared by PPF Partners that have been approved for our use by the Company (the "Estimated PPF Partners Fund NAV");
- embedded value reports as of 31 December 2011 for GPH prepared by GPH and approved for our use by the Company;
- certain financial analysis and information for GPH, the CIS Companies, PPF Beta and its subsidiaries, PPF Partners and PPF Partners Fund prepared or provided by the Company and approved for our use by the Company;
- certain financial analysis and projections for Ingo that have been approved for our use by the Company (the "Ingo Projections");
- the 2012 to 2014 business plans of GPH and the CIS Companies (the "Business Plans") prepared by the relevant company and approved by the relevant board of directors and approved for our use by the Company; and
- certain costs savings and other operating improvements projected by the management of the Company to result from the Transaction, as approved for our use by the Company (the "Operating Improvements");

We have also held discussions with members of the senior management of the Company regarding their assessment of the strategic rationale for, and the potential benefits of, the Transaction and the past and current business operations, financial condition and future prospects of the Company, Ingo, the CIS Companies and GPH; reviewed the reported price and trading activity for the shares of Ingo; compared certain financial and stock market for Ingo and certain financial information for the CIS Companies and GPH with similar financial and stock market information for certain other companies the securities of which are publicly traded; reviewed the financial terms of certain recent business combinations in the insurance industry and in other industries; and performed such other studies and analyses, and considered such other factors, as we deemed appropriate.

For purposes of rendering this opinion, we have, with your consent, relied upon and assumed the accuracy and completeness of all of the financial, legal, regulatory, tax, accounting and other information provided to, discussed with or reviewed by, us, without assuming any responsibility for independent verification thereof. In that regard, we have assumed with your consent that the Business Plans and the Operating Improvements have been reasonably prepared on a basis reflecting the best currently available estimates and judgments of the management of the Company. We have not made an independent evaluation or appraisal of the assets and liabilities (including any contingent, derivative or

other off-balance-sheet assets and liabilities) of the Company, GPH, Ingo, the CIS Companies, PPF Beta, PPF Partners, PPF Partners Fund or any of their respective subsidiaries and, except as otherwise expressly indicated in this opinion, we have not been furnished with any such evaluation or appraisal. We have assumed that all governmental, regulatory or other consents and approvals necessary for the consummation of the Transaction or any transaction contemplated by the Transaction Documents (the "Approvals") will be obtained without any adverse effect on the Company, GWW, GFH, GPH, PPF Beta, Ingo, any of their respective subsidiaries or on the expected benefits of the Transaction in any way meaningful to our analysis. We also have assumed with your consent, for the purposes of rendering our opinion, that:

- the acquisition of the PPF JVCO Shares shall occur (i) as far as the First Tranche Shares are concerned, as a result of the exercise by PPF Co1 of the First Industrial Sale Option and (ii) as far as the Second Tranche Shares are concerned, as a result of the exercise either (a) of the Second Industrial Sale Option by PPF Co1, within the framework of the Amended and Restated OA, which also envisages that Generali shall retain the right to opt for the Alternative Exit, or (b) of the Company Call Option by the Company (as all such terms are defined in the Amended and Restated OA) and that completion of the transfer of the First Tranche Shares shall occur on 28 March 2013 and completion of the transfer of the Second Tranche Shares shall occur on 16 January 2015;
- the closings under the CIS Business SPA, the Private Equity SPA, the LP Transfer Agreement and the PPF Beta SPA will all occur simultaneously with the completion of the Transfer of the First Tranche Shares on 28 March 2013 and that (i) the purchase price owed by GFH acting through Allegro to Piazzale, Pierando, Peratolo and Flenale under the PPF Beta SPA shall be offset against the purchase price owed by Piazzale, Pierando, Peratolo and Flenale to GFH under the LP Transfer Agreement and (ii) the purchase price owed by GWW to PPF Investments under the PPF Beta SPA shall be offset against the purchase price owed by PPF Investments to GWW under the Private Equity SPA.

In arriving at our opinion we have taken into account the financial impact of (i) the termination of the rights of PPF Co1 and the Agent to require the Company to purchase the PPF JVCO Shares at their Fair Market Value per Share (as defined in the Option Agreement) pursuant to the Existing Documents, as a result of the termination of certain Existing Documents and of the amendments to other Existing Agreements pursuant to the Transaction Documents and the Ancillary Documents and (ii) the cancellation of certain commitments of the Company towards PPF Partners Fund 1 L.P. As you are aware, for the purposes of performing our analysis in connection with rendering this opinion, we were not provided certain information on Ingo, including Ingo financial statements prepared in accordance with IFRS and information on Ingo's available regulatory capital and required regulatory capital.

Our opinion does not address the underlying business decision of the Company to engage in the Transaction, or the relative merits of the Transaction as compared to any strategic alternatives that may be available to the Company; nor does it address any legal, regulatory, tax or accounting matters. This opinion addresses only the fairness from a financial point of view to the Company, as of the date hereof, of the Aggregate Consideration to be paid by the Generali Group, GFH acting through Allegro and GPH to the PPF Group and the PPF Beta Sellers to acquire the PPF JVCO Shares and the PPF Beta Shares pursuant to the Transaction Documents. We do not express any view on, and our opinion does not address, any other term or aspect of the Transaction Documents, the Ancillary Agreements, the Existing Documents or the Transaction or any term or aspect of any other agreement or instrument contemplated by the Transaction Documents, the Ancillary Agreements or the Existing Documents or entered into or amended in connection with the Transaction,

including the fairness of the Transaction to, or any consideration received in connection therewith by, the holders of any class of securities, creditors, policy holders, clients or other constituencies of the Company; nor as to the fairness of the amount or nature of any compensation to be paid or payable to any of the officers, directors or employees of the Company, any member of the Generali Group (including GWW and GPH), Allegro and GFH, any member of the PPF Group (including PPF, PPF Co1, PPF Beta), any of the PPF Beta Sellers, Ingo, any of the CIS Companies, and any of their respective subsidiaries or any class of such persons in connection with the Transaction. This opinion does not address the fairness to the Company or any other member of the Generali Group, Allegro or GFH of any specific term of the Transaction or as to the allocation of the Aggregate Consideration. We are not expressing any opinion as to the prices at which shares of the Company or Ingo will trade at any time or as to the impact of the Transaction on the solvency or viability of the Company, GPH, Ingo, any of the CIS Companies, Allegro, GFH, the PPF Beta Sellers, or PPF Beta and their respective subsidiaries or the ability of the Company, GPH, Ingo, the CIS Companies, Allegro, GFH, PPF Beta Sellers or PPF Beta and their respective subsidiaries to pay their respective obligations when they come due. Our opinion is necessarily based on economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof and we assume no responsibility for updating, revising or reaffirming this opinion based on circumstances, developments or events occurring after the date hereof. Our advisory services and the opinion expressed herein are provided solely for the information and assistance of the Board of Directors of the Company in connection with its consideration of the Transaction. This opinion has been approved by a fairness committee of Goldman Sachs.

Based upon and subject to the foregoing, it is our opinion that, as of the date hereof, the Aggregate Consideration to be paid by the Generali Group, GFH acting through Allegro and GPH to the PPF Group and the PPF Beta Sellers to acquire the PPF JVCO Shares and the PPF Beta Shares pursuant to the Transaction Documents is fair from a financial point of view to the Company.

Very truly yours,



GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL

ALLEGATO B

Estratto del verbale della riunione del Comitato per la valutazione delle operazioni con parti correlate

Il COMITATO PER LA VALUTAZIONE DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE, nelle persone di: Avv. Alessandro PEDERSOLI (Presidente), Prof. Cesare CALARI, Prof. Carlo CARRARO, Prof.ssa Paola SAPIENZA e Dott. Paolo SCARONI:

- dato atto di aver esaminato la documentazione di supporto preparatoria alla trattazione dell'argomento oggetto di esame e di aver ottenuto dal Group CEO, Dott. Mario Greco e dal CFO, Dott. Alberto Minali, i chiarimenti e le informazioni richieste sui termini e sulle condizioni delle operazioni oggetto di valutazione;
- preso atto che l'operazione sottoposta all'esame del Comitato - descritta nel dettaglio dal Group CEO, Dott. Mario Greco e dal CFO, Dott. Alberto Minali - nasce nell'ambito degli accordi di *joint-venture*, a suo tempo stipulati e vigenti, in essere tra il gruppo Generali e il gruppo PPF con riferimento alla società Generali PPF Holding B.V. e prevede: (i) lo scioglimento della *joint venture* tramite l'acquisto, da parte di Generali, del 49% di Generali PPF Holding B.V. e (ii) altre operazioni ancillari tra cui lo scioglimento degli accordi di co-investimento relativi a PPF Beta Ltd. (che, indirettamente, detiene il 38,46% della società di assicurazioni russa OSAO Ingosstrakh) da un lato, e PPF Partners Ltd. e il fondo da questa gestito, PPF Partners 1 Fund LLP, dall'altro lato;
- preso atto delle proposte formulate nel quadro della presentazione fatta al Comitato dal Group CEO, Dott. Mario Greco, e dal CFO, Dott. Alberto Minali, dalla quale emergono le ragioni di convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni e dei termini dell'operazione proposta di seguito sintetizzate:
 - a) l'operazione, nella sua interezza, permette a Generali di porre termine alla *joint venture* in essere con il gruppo PPF attraverso il veicolo di diritto olandese Generali PPF Holding B.V., come previsto dagli accordi vigenti tra il gruppo Generali e il gruppo PPF, ma a condizioni più convenienti per Generali e in modo consensuale e graduale, evitando controversie o bruschi passaggi di mano, che potrebbero deprimere l'avviamento della *joint venture*;
 - b) i termini economico-finanziari dell'intera operazione sono stati ritenuti congrui dall'*advisor* finanziario Goldman Sachs, che ha assistito il *management* nella negoziazione dell'operazione e ha predisposto un'apposita *fairness opinion*;
 - c) il prezzo di acquisto da parte di Generali della partecipazione, rappresentante il 49% di Generali PPF Holding B.V., è stato determinato in via definitiva, tenendo conto, tra l'altro, della stima del valore corrente del prezzo minimo garantito previsto dagli accordi vigenti. Viene così meno il rischio per Generali, ai sensi degli accordi vigenti, di dover acquistare la partecipazione a un prezzo pari al *fair market value* (se superiore al prezzo minimo garantito) da calcolarsi in base a una formula complessa e di controversa interpretazione. Tale prezzo sarà infine corrisposto:
 - i. per circa il 51%, il 28 marzo 2013, a fronte dell'acquisto della prima *tranche* della partecipazione (pari al 25% del capitale sociale di Generali PPF Holding B.V.) e;
 - ii. per il restante 49% circa, intorno alla fine di dicembre 2014 contestualmente all'acquisto della parte residua del pacchetto azionario:viene quindi meno l'obbligo, molto gravoso per Generali, di corrispondere l'intero prezzo della partecipazione in un'unica soluzione;
 - d) in occasione dell'acquisto della prima *tranche*, Generali assumerà il pieno controllo gestionale della *joint venture* e l'attuale patto parasociale verrà definitivamente risolto, per cui a PPF rimarranno solamente limitati diritti da azionista di minoranza previsti da un nuovo patto parasociale;
 - e) vengono modificati i termini del contratto di finanziamento in essere tra il gruppo PPF e

alcune banche, ponendo fine al rischio che queste ultime accelerino l'acquisto da parte di Generali dell'intera partecipazione di Generali PPF Holding B.V. alle attuali condizioni contrattuali (incluso il meccanismo di valorizzazione al *fair market value* come sopra menzionato) al fine di consentire a PPF il rimborso in via anticipata del finanziamento;

- f) diversamente da quanto previsto negli accordi vigenti, Generali avrà a disposizione un periodo di circa tre mesi prima dell'acquisto della prima *tranche* durante il quale saranno richieste le necessarie autorizzazioni regolamentari per l'incremento della propria partecipazione in Generali PPF Holding B.V.;
- g) per effetto delle operazioni proposte, il gruppo Generali manterrà l'attuale significativo posizionamento strategico nei mercati più importanti dell'Europa centro orientale, tenuto altresì conto che gli accordi ora in discussione prevedono che il gruppo Generali sia pienamente libero di operare, senza alcun vincolo derivante da patti di non concorrenza, in tutti quei territori, Russia compresa, in cui è presente il gruppo PPF;
- h) per gli aspetti economico-finanziari, come sopra indicato, la Società si è avvalsa della consulenza di una primaria banca d'affari internazionale, quale Goldman Sachs, mentre gli aspetti giuridici dell'operazione sono stati seguiti, sempre per conto di Generali, da primari studi legali internazionali quali, in particolare: Bonelli Erede Pappalardo (per gli aspetti di diritto italiano) e De Brauw Blackstone Westbroek (per gli aspetti di diritto olandese);

tutto ciò premesso, all'unanimità

delibera

- 1) di condividere le ragioni di convenienza e conformità all'interesse sociale delle operazioni proposte a definizione dei rapporti in essere tra il gruppo Generali ed il gruppo PPF, così come sopra sinteticamente rappresentate;
- 2) di esprimere parere favorevole in merito alle operazioni proposte a definizione dei rapporti in essere tra il gruppo Generali ed il gruppo PPF, così come rappresentate nel corso dell'odierna seduta e descritte nella documentazione esaminata, avendo appurato la convenienza e la correttezza formale e sostanziale delle operazioni prospettate, oltre che la coerenza delle scelte effettuate all'interesse della Società, per le ragioni in precedenza sinteticamente illustrate e integralmente condivise dal Comitato.

F.to
Il Presidente
Avv. Alessandro Pedersoli

F.to
Il Segretario
Avv. Antonio Cangeri