

FAIRNESS OPINION

ZUHANDEN DES UNABHÄNGIGEN KOMITEES DES
VERWALTUNGSRATES DER
GENERALI (SCHWEIZ) HOLDING

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen
Kaufangebots der Assicurazioni Generali S.p.A., Triest,
Italien für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien
der Generali (Schweiz) Holding, Adliswil, Schweiz

30. März 2006

Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG

Uraniastrasse 28

Postfach

CH-8022 Zürich

Telefon +41 44 214 22 14

Fax +41 44 211 10 85

www.oppenheim.ch

Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis	3
1. Einleitung.....	5
1.1. Ausgangslage	5
1.2. Beauftragung der Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG	5
2. Grundlagen	6
3. Geschäftsübersicht – Generali Schweiz.....	8
3.1. Überblick	8
3.2. Marktumfeld	10
3.3. Lebensversicherung.....	11
3.4. Nichtlebensversicherung	11
3.5. Kapitalanlagen und Fonds	11
4. Bewertungsanalysen.....	13
4.1. Verwendete Bewertungsmethoden.....	13
4.2. Bewertungsanalysen bezüglich Generali Schweiz	15
4.2.1. <i>Bewertung anhand Dividenden-Diskontierungs-Modell</i>	15
4.2.2. <i>Marktbewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen</i>	17
4.2.3. <i>Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen</i>	18
4.2.4. <i>Aktienkurs- und Aktienvolumenanalyse</i>	19
5. Gesamtbeurteilung	20

Anhänge

A Dividenden-Diskontierungs-Modell – Sensitivitätsanalysen.....	22
B Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer börsennotierter Schweizer Versicherungsunternehmen	23
C Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer börsennotierter europäischer Versicherungsunternehmen	24
D Regressionsanalyse – P/NAV 2005 zu RONAV 2005.....	25
E Regressionsanalyse – P/NEP 2005 zu Jahresgewinn/NEP 2005.....	26
F Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer Transaktionen.....	27
G Kurs- und Volumenentwicklung der Namenaktie von Generali Schweiz	28

Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis

A	„Actual“, d.h. ausgewiesene Finanzzahlen
Angebot	Öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Generali (Schweiz) Holding durch die Assicurazioni Generali S.p.A., Triest
Assicurazioni Generali	Assicurazioni Generali S.p.A., Triest
AVO	Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005, SR 961.011
BIP	Bruttoinlandprodukt
CHF	Schweizer Franken
E	„Estimate“, d.h. prognostizierte Finanzzahlen
EUR	Euro
Generali Schweiz	Generali (Schweiz) Holding
GWP	„Gross Written Premium“, d.h. gebuchte Bruttoprämien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LW	Lokale Währung
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NAV	„Net Asset Value“ bzw. Netto-Aktiva (ausgewiesener Buchwert korrigiert um stille Reserven bzw. stille Lasten i.w.S.)
NEP	„Net Earned Premium“, d.h. netto verdiente Prämien
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
P	Preis
p.a.	per annum
P/B	Preis/Buchwert
P/NAV	Preis/Net Asset Value
P/NEP	Preis/Net Earned Premium
RONAV	„Return on Net Asset Value“, d.h. Rendite auf Net Asset Value

Solvabilitätsmarge	Verhältnis der aufsichtsrechtlich verfügbaren Solvabilitätsspanne zur aufsichtsrechtlich geforderten Solvabilitätsspanne (für Schweizer Versicherungsgesellschaften gem. AVO, Art. 21 ff.)
SOP	Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG
SPI	Swiss Performance Index

1. Einleitung

1.1. Ausgangslage

Die Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG („SOP“) nimmt Bezug auf den beabsichtigten Erwerb aller sich im Publikum befindenden Namenaktien der Generali (Schweiz) Holding, Adliswil („Generali Schweiz“) durch die Assicurazioni Generali S.p.A., Triest, Italien („Assicurazioni Generali“).

Generali Schweiz ist ein an der SWX Swiss Exchange notiertes Unternehmen, das im Lebens- und Nichtlebensversicherungsgeschäft tätig ist. Es weist ein Aktienkapital von CHF 123'970'000 aus, eingeteilt in 2'479'400 Namenaktien à je CHF 50 Nennwert.

Assicurazioni Generali ist ein an der Mailänder Börse notiertes Unternehmen, das im Lebens-, Nichtlebens- sowie Rückversicherungsgeschäft tätig ist. Assicurazioni Generali ist mit einer Marktkapitalisierung von ca. EUR 40 Mrd. der drittgrösste europäische Versicherer.

Zwecks Vereinfachung der Eigentümerstruktur beabsichtigt Assicurazioni Generali ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Generali Schweiz zu unterbreiten (das „Angebot“).

Die Voranmeldung des Angebots erfolgte nach Art. 9 der Übernahmeverordnung der Übernahmekommission am 6. März 2006. Der Angebotspreis entspricht CHF 440 je Namenaktie von Generali Schweiz mit einem Nennwert von je CHF 50. Der Angebotspreis wird um den Betrag allfälliger Ausschüttungen pro Aktie von Generali Schweiz an ihre Aktionäre reduziert, soweit diese bis zum Vollzug des Angebots vorgenommen werden.

Zum Zeitpunkt der Voranmeldung hielt Assicurazioni Generali gemeinsam mit ihren Tochtergesellschaften sowie den von Generali Schweiz gehaltenen eigenen Aktien ungefähr 67% der Aktien an Generali Schweiz.

1.2. Beauftragung der Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG

Das unabhängige Komitee des Verwaltungsrates von Generali Schweiz zur Prüfung des Angebots hat SOP beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises von CHF 440 je Namenaktie für die Publikumsaktionäre von Generali Schweiz zu beurteilen.

Diese Fairness Opinion ist als Beurteilungsgrundlage ausschliesslich für den Verwaltungsrat von Generali Schweiz bestimmt. Sie darf jedoch öffentlich zur Verfügung gestellt werden. Die vorliegende Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, Assicurazioni Generali die Aktien von Generali Schweiz anzubieten oder zu verkaufen.

2. Grundlagen

SOP stützte sich im Rahmen ihrer Arbeiten u.a. auf die folgenden Dokumente und Grundlagen:

- Die Voranmeldung des Angebots von Assicurazioni Generali für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Generali Schweiz;
- Bestimmte öffentlich zugängliche Informationen über Generali Schweiz, welche für die Beurteilung als relevant erachtet wurden, einschliesslich der Jahres- und Halbjahresberichte 2002 bis 2004, Informationen auf der Website, Pressemitteilungen und Zeitungsberichte;
- Der gleichzeitig mit dem Angebotsprospekt veröffentlichte Geschäftsbericht 2005 von Generali Schweiz;
- Die geprüften Abschlüsse der einzelnen Tochtergesellschaften von Generali Schweiz per 31. Dezember 2002, 31. Dezember 2003, 31. Dezember 2004 und 31. Dezember 2005;
- Ausgewählte unternehmensinterne operative und finanzielle Informationen von Generali Schweiz, einschliesslich der strategischen Dreijahresplanung 2006 – 2008 sowie der versicherungsgesetzlichen Berichterstattung an die jeweiligen Aufsichtsbehörden in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein;
- Besprechungen mit Mitgliedern der Geschäftsleitung von Generali Schweiz in Bezug auf Geschäftstätigkeit, Märkte, Kundenbasen, Produkte, Finanz- und Ertragslage sowie Geschäftsaussichten von Generali Schweiz;
- Historische Kurs- und Volumenanalysen der Namenaktie von Generali Schweiz;
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten sowie Geschäftsinformationen ausgewählter vergleichbarer börsennotierter Unternehmen;
- Transaktions- und Finanzinformationen ausgewählter Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen.

SOP hat die erhaltenen Informationen einschliesslich der finanziellen Budgets und Hochrechnungen von Generali Schweiz auf Plausibilität überprüft und mit Vertretern der Geschäftsleitung von Generali Schweiz besprochen. Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat SOP die Richtigkeit und Vollständigkeit der ihr von Generali Schweiz zur Verfügung gestellten finanziellen und weiteren Informationen vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen. Im Weiteren hat sich SOP auf die Zusicherungen der Geschäftsleitung von Generali Schweiz verlassen, dass sie sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, wodurch die zur Verfügung gestellten Informationen unrichtig oder irreführend wären.

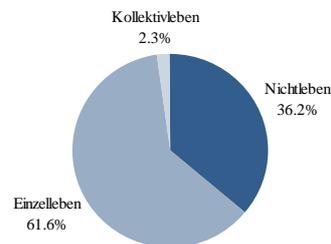
SOP hat im Rahmen ihrer Arbeiten weder eine aktienrechtliche Revision noch eine eigentliche Due Diligence Prüfung durchgeführt. SOP hat keine Besichtigung von Gebäuden und Anlagen von Generali Schweiz vorgenommen. Des Weiteren hat sie keine Schätzungen oder Bewertungen der Aktiven oder Passiven von Generali Schweiz vorgenommen oder erstellen lassen.

Die Beurteilung von SOP basiert auf den markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, den Kapitalmarktverhältnissen sowie weiteren Gegebenheiten, wie sie zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Schreibens bestanden oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten.

3. Geschäftsübersicht – Generali Schweiz

3.1. Überblick

Generali Schweiz ist ein Allbranchenversicherer mit starkem Fokus auf das Lebensversicherungsgeschäft und die Kundensegmente Privatpersonen sowie KMU. Die Bruttoprämien setzten sich in 2005 wie folgt zusammen:



Generali Schweiz hat eine Holdingstruktur mit acht operativen Tochtergesellschaften. Dabei sind die Generali Personenversicherungen und die Fortuna Lebens-Versicherungs AG, Vaduz, im Bereich der Lebensversicherung sowie die Generali Allgemeine Versicherungen und die Fortuna Rechtsschutz-Versicherungs-Gesellschaft im Bereich der Nichtlebensversicherung tätig. Vier Servicegesellschaften ergänzen die Marktaktivitäten. Diese umfassen jene für das Management der eigenen Kapitalanlagen sowie des Fondsgeschäfts in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein, sowie die Generali Group Partner AG. Letztere plant und koordiniert den Vertrieb sämtlicher Produkte und Dienstleistungen von Generali Schweiz gegenüber grösseren Unternehmensgruppen. Sie stellt dabei eine Vertriebsorganisation sicher und lässt den Vertragspartnern die notwendigen Dienstleistungen zukommen.

Generali Schweiz		
Leben	Nichtleben	Kapitalanlagen und Fonds
Generali Personenversicherungen	Generali Allgemeine Versicherungen	Generali Investment Consulting AG
Fortuna Lebens-Versicherungs AG Vaduz	Fortuna Rechtsschutz-Versicherungs-Gesellschaft	Fortuna Investment AG
	Generali Group Partner AG	Fortuna Investment AG Vaduz

Generali Schweiz ist in Adliswil, Kanton Zürich, domiziliert. Ihre Aktien sind an der SWX Swiss Exchange notiert.

Zwischen Generali Schweiz und dem Migros-Genossenschaftsbund bestehen Absprachen für den Vertrieb von Versicherungsprodukten durch die Vertriebskanäle der Migros. Der Migros-Genossenschaftsbund ist mit 10.2% zurzeit ein wesentlicher Aktionär von Generali Schweiz.

Ergebnis 2005

2005 war eines der erfolgreichsten Geschäftsjahre von Generali Schweiz. Mit 2'059 MitarbeiterInnen generierte Generali Schweiz Bruttoprämien von CHF 1'954 Mio., ein finanzielles Ergebnis von CHF 39.7 Mio. und ein Gesamtergebnis von CHF 88.8 Mio. Der Verwaltungsrat beantragt der Generalversammlung vom 31. Mai 2006 die Ausschüttung einer Dividende von CHF 12 pro Namenaktie (brutto).

Das Prämienvolumen nahm gegenüber dem Vorjahr um 5.6% zu. Im Bereich Einzelleben konnte eine Steigerung von 9.4% verbucht werden, während im Bereich Nichtleben die Prämien um 5.6% gestiegen sind. Im Kollektivlebensgeschäft ist der „Run-Off“ weitgehend abgeschlossen. Gleichzeitig konnte Generali Schweiz ihre Marktanteile erhöhen.

Im Nichtlebensversicherungsgeschäft führten die grossen Unwetterschäden in der Schweiz in 2005 (Überschwemmungen und Hagelzüge) bei Generali Schweiz zu einer Gesamtbelastung von brutto CHF 20 Mio., nach Berücksichtigung der Rückversicherungsanteile verblieb eine Belastung von CHF 4 Mio. Trotzdem verbesserte sich die Brutto-„Combined Ratio“ von 96.6% im Vorjahr auf 95.9% und auch die Netto-„Combined Ratio“ lag nach Berücksichtigung des Rückversicherungsergebnisses unter 100%.

Beim finanziellen Ergebnis profitierte Generali Schweiz vom ausserordentlich günstigen Börsenumfeld in 2005. Das finanzielle Ergebnis stieg dabei von CHF 11.3 Mio. in 2004 auf CHF 39.7 Mio. in 2005. Die Verbesserung des finanziellen Ergebnisses kam zustande trotz Verbuchung von ausserordentlichem Aufwand in Höhe von CHF 21.3 Mio. infolge eines Methodenwechsels bei der Neubewertung der Anlageliegenschaften, die neu zu Discounted-Cash-Flow Werten bilanziert werden.

Generali Schweiz wies im Schweizer Branchenvergleich auf konsolidierter Basis eine relativ tiefe Eigenkapitalbasis aus, obwohl sich die Eigenkapitalsituation gegenüber dem Vorjahr wesentlich verbessert hat. Das ausgewiesene Eigenkapital (vor Dividendenausschüttung) betrug CHF 295.9 Mio. (ggü. CHF 211.9 Mio. im Vorjahr) und das erweiterte Eigenkapital (inkl. stille Reserven und nachrangige Darlehen / Anleihen, aber ohne eigene Aktien) belief sich auf CHF 788.1 Mio. Die nachrangigen Darlehen/Anleihen beinhalten eine 4% Anleihe von CHF 260.0 Mio. mit einer Laufzeit bis 2012 sowie ein Darlehen von Generali Worldwide Guernsey von CHF 163.8 Mio. mit einer Laufzeit bis 2015. Neben dem nachrangigen Darlehen stellte Assicurazioni Generali (direkt oder über Tochtergesellschaften) Generali Schweiz weiteres Fremdkapital zur Verfügung. Dies geschah in Form eines Darlehens von EUR 155 Mio. mit einer Laufzeit bis 2015 sowie durch ein Darlehen von CHF 60 Mio., das zwischenzeitlich jedoch zurückbezahlt und über externe Quellen refinanziert wurde.

Risiken

Als Versicherungsgesellschaft ist Generali Schweiz neben den generellen Unternehmens- und operativen Risiken auch den üblichen Risiken der Versicherungsbranche ausgesetzt, d.h. insbesondere den traditionellen Versicherungsrisiken (u.a. risikogerechte Tarifierung, Zeichnungspolitik, Grossschäden, Reservierung, Rückversicherung) sowie Anlagerisiken (u.a. Kapitalmarkt, Asset-Allocation, Asset / Liability Management, Absicherungspolitik, Liegenschaften-Portfolio).

Gemäss Versicherungsaufsichtsgesetz muss ein Versicherungsunternehmen so organisiert sein, dass es alle wesentlichen Risiken erfassen, begrenzen und überwachen kann. Im Rahmen des weltweit tätigen Generali Konzerns ist Generali Schweiz zudem dem konzernweiten Risk Management von Assicurazioni Generali unterstellt.

3.2. Marktumfeld

Das Geschäftsjahr 2005 der Schweizer Privatassekuranz lässt sich mit folgenden Stichworten zusammenfassen: insgesamt moderates Prämienwachstum, Grossschäden in Milliardenhöhe, gute Finanzergebnisse sowie Revision des Versicherungsaufsichts- und Versicherungsvertragsrechtes.

Die Prämienentwicklung in der Lebensversicherung ist insgesamt weiterhin rückläufig, insbesondere aufgrund der Rahmenbedingungen im Geschäft mit der beruflichen Vorsorge sowie aufgrund des tiefen Zinsniveaus. Gemäss Schweizerischem Versicherungsverband resultiert für 2005 ein Rückgang um 6.2% auf CHF 28.4 Mrd. Hauptgrund für den Rückgang war das Kollektivgeschäft, dessen Prämienvolumen um 8.4% zurückging, während das Einzellebengeschäft mit 1.3% erstmals seit zwei Jahren wieder leicht zugenommen hat. Im Nichtlebenbereich ist das Prämienvolumen in 2005 um 2.7% auf CHF 21.2 Mrd. angestiegen.

Im Jahre 2005 wurden die Schweizer Versicherer mit dem höchsten je registrierten Schadensausmass konfrontiert. Allein die Unwetter im August mit Hochwassern und Überschwemmungen haben Rekordschäden im Umfang von rund CHF 1.3 Mrd. verursacht, dazu kommen die schweren Hagelzüge von Mitte Juli mit rund 15'000 beschädigten Motorfahrzeugen.

Die künftige Entwicklung des Lebensversicherungsgeschäfts wird wesentlich durch die weitere Entwicklung des Zinsumfeldes sowie der Aktien- und Obligationenmärkte bestimmt werden. Der Trend zu fondsgebundenen Lebensversicherungen dürfte generell anhalten, während sich die Geschäftsentwicklung im traditionellen Einzellebengeschäft bei tiefbleibendem Zinsniveau gegenüber 2005 unverändert präsentieren dürfte.

Im Nichtlebenbereich wird bei der künftigen Entwicklung der Prämienvolumina von ähnlichen Wachstumsraten wie für das Jahr 2005 ausgegangen. Auf der Schadensseite werden dagegen tendenziell zunehmende Schadenssätze erwartet. Dies dürfte sowohl durch die steigenden Reparatur- und medizinischen Kosten

bei Autounfällen, als auch durch die zunehmende Häufigkeit von Naturkatastrophen bedingt sein.

3.3. Lebensversicherung

Im Lebensbereich baut Generali Schweiz stark auf das fondsgebundene Einzellebengeschäft, das bereits 65% der Einzellebenprämien von Generali Schweiz umfasst. Mit einem Marktanteil gemäss Management von über 60% ist Generali Schweiz Marktführer beim Vertrieb fondsgebundener Lebens- und Rentenversicherungen für die private Vorsorge in den Säulen 3a und 3b. In der gebundenen Vorsorge (Säule 3a) gehen über 60% des Neugeschäfts an Generali Schweiz.

Daneben deckt Generali Schweiz mit konventionellen Produkten das ganze Sortiment an kapitalbildenden und Risiko-Lebensversicherungen ab. Weitere Spezialitäten sind hypothekengebundene Versicherungen, Spital- und Pflorgetaggeldversicherungen sowie Senioren-Versicherungen.

Im Einzellebengeschäft insgesamt belegt Generali Schweiz mit einem Marktanteil von 15.1% die zweite Position im Schweizer Markt.

Der 2001 beschlossene Ausstieg aus dem Kollektivgeschäft ist weitgehend abgeschlossen.

3.4. Nichtlebensversicherung

Im Nichtlebenbereich positioniert sich Generali Schweiz mit einem umfassenden Sortiment an Produkten für Privatpersonen sowie für KMU. Dabei werden die Segmente Motorfahrzeugversicherung, übriges Retailgeschäft und Kollektiv-Personenversicherung abgedeckt. Die Angebotspalette zeichnet sich weiter durch massgeschneiderte Kombinationen standardisierter Produktmodule und durch flexible Tarifmodelle aus. Zudem werden vermehrt ganze Servicekonzepte mit dem Ziel angeboten, den Kunden im Schadenfall nicht nur finanziell zu entschädigen, sondern ihn bei der Erledigung der mit dem Schadenfall anfallenden Arbeiten auch umfassend zu unterstützen.

Im Schweizer Nichtleben-Markt kommt Generali Schweiz mit einem Anteil von 4.4% auf Rang sechs, im Segment der Motorfahrzeugversicherung mit einem Anteil von 6.7% ebenfalls.

3.5. Kapitalanlagen und Fonds

Im Bereich „Kapitalanlagen und Fonds“ sind drei Servicegesellschaften zur Bewirtschaftung der Kapitalanlagen zusammengefasst. Der Generali Investment Consulting AG ist die Bewirtschaftung aller Kapitalanlagen von Generali Schweiz im Bereich der konventionellen Lebensversicherung sowie der Nichtlebensversicherung übertragen. Die beiden anderen Einheiten, Fortuna Investment AG, Adliswil, und Fortuna Investment AG, Vaduz, sind Fondsgesellschaften mit Fondsleitungsfunktionen in der Schweiz bzw. im Fürstentum Liechtenstein. Diese sind für die Fortuna-Fonds verantwortlich –

Fonds, die einerseits ein wesentliches Element der fondsgebundenen Lebensversicherungen darstellen, die andererseits aber auch als eigenständige Anlageinstrumente angeboten werden. Das gesamte Fondsvolumen stieg in 2005 um CHF 272 Mio. auf CHF 1'432 Mio. Daneben vertreibt Generali Schweiz auch Fonds von verschiedenen Drittanbietern.

Per Ende 2005 betragen die Kapitalanlagen auf eigene Rechnung CHF 5'433 Mio., jene auf Rechnung der Versicherten (Anteilscheine der fondsgebundenen Lebensversicherung) CHF 3'620 Mio., und die gesamten Kapitalanlagen somit CHF 9'053 Mio. Zu Marktwerten beliefen sich die gesamten Kapitalanlagen auf CHF 9'121 Mio., eine Erhöhung um 10.3% gegenüber dem Vorjahr.

4. Bewertungsanalysen

4.1. Verwendete Bewertungsmethoden

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises hat SOP verschiedene Bewertungsmethoden verwendet:

- Dividenden-Diskontierungs-Modell;
- Marktbewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen;
- Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen;
- Aktienkurs- und Aktienvolumenanalyse.

Dividenden-Diskontierungs-Modell

Dieses Modell ermittelt den Eigenkapitalwert auf Basis des Gegenwartswerts der zukünftigen Dividendenzahlungen für eine bestimmte Periode sowie eines sogenannten „Endwerts“. Dabei werden die maximal ausschüttbaren Dividenden bestimmt, um eine bestimmte Solvabilitätsmarge aufrechtzuerhalten. Die erwarteten Dividenden und der Endwert werden mit den Eigenkapitalkosten des Unternehmens abdiskontiert.

Der Endwert wurde mittels zwei verschiedener Methoden berechnet:

- Normalisierung der letzten Dividende in der Prognoseperiode und Kapitalisierung anhand einer „ewigen Rente“-Formel (normalisierte Dividende / (Eigenkapitalkosten minus ewige Wachstumsrate));
- Multiplikation des Gesamtergebnisses des letzten Jahres der Prognoseperiode mit einem KGV-Endwert-Multiplikator.

Die Eigenkapitalkosten wurden anhand des „Capital Asset Pricing Model“ gemäss folgender Formel ermittelt:

(Eigenkapitalkosten = Risikofreier Zinssatz + Beta * Marktrisikoprämie)

Der risikofreie Zinssatz ist der Zinssatz für risikofreie langfristige Anlagen (Rendite von Staatsanleihen). Beta drückt die relative Volatilität eines Unternehmens gegenüber dem Gesamtmarkt aus. Die Marktrisikoprämie ist definiert als die langfristige durchschnittliche Marge der Aktienmarktrendite gegenüber der Rendite der risikofreien Anlage derselben Periode.

Die Summe der abdiskontierten Dividenden und des abdiskontierten Endwerts ergibt den gesamten Gegenwartswert des Eigenkapitals.

Vergleichbare börsennotierte Unternehmen

Die Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen ermittelt den Wert eines Bewertungsobjekts bzw. von Generali Schweiz auf Basis der Multiplikatoren, zu denen die Vergleichsunternehmen an der Börse gehandelt

werden. Dabei wird ein theoretischer Marktwert des Bewertungsobjekts ermittelt, indem die ermittelten Multiplikatoren auf die Finanzdaten des Bewertungsobjekts angewendet werden.

Die Auswahl der Vergleichsunternehmen wurde anhand der Kriterien „Branche“ (Erstversicherer im Leben- und Nichtlebensgeschäft) sowie „Regionale Ausrichtung“ (Schweiz und Europa) getroffen.

Um die Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen zu bestimmen, wurde die ermittelte Börsenkapitalisierung durch historische bzw. von Analysten prognostizierte Gewinn- bzw. Bestandesgrössen (Jahresgewinn, ausgewiesenes Eigenkapital, NAV, verdiente Nettoprämien) dividiert. Die daraus resultierenden Multiplikatoren wurden dann auf die entsprechenden Grössen von Generali Schweiz für die Jahre 2005 bis 2007 angewandt.

Die Aussagekraft dieser Bewertungsmethode ist u.a. von folgenden Faktoren abhängig:

- der Anzahl vergleichbarer Unternehmen bzw. vergleichbarer Versicherer in diesem Fall;
- der Geschäftsstruktur (Leben / Nichtleben) der vergleichbaren Versicherer;
- der Grösse der jeweiligen Unternehmen;
- den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften.

Da einzelne Multiplikatoren wie der P/NAV- oder der P/NEP-Multiplikator wesentlich von Rendite- und Margengrössen beeinflusst sind, wurden als Teil dieser Methode auch Regressionsberechnungen vorgenommen, um die entsprechenden Zusammenhänge zu analysieren. Die Regressionsanalysen umfassten:

- P/NAV 2005 zu RONAV 2005
- P/NEP 2005 zu Jahresgewinn/NEP 2005

Vergleichbare Transaktionen

Die Analyse vergleichbarer Transaktionen bewertet das Bewertungsobjekt bzw. Generali Schweiz, indem sie für ähnliche Unternehmen auf Basis der bezahlten Übernahmepreise die jeweiligen Transaktionsmultiplikatoren ermittelt und auf die Finanzdaten des Bewertungsobjekts anwendet. Die Transaktionsmultiplikatoren zeigen dabei auf, wie viel für ähnliche Objekte in der Vergangenheit tatsächlich bezahlt worden ist.

Die Auswahl der vergleichbaren Transaktionen wurde anhand der Kriterien „Branche“ (Erstversicherer im Leben- und Nichtlebensgeschäft) sowie „Regionale Ausrichtung“ (Schweizer Zielunternehmen) getroffen. Aufgrund länderspezifischer Faktoren wurden europäische Zielunternehmen weggelassen.

Um die Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen zu bestimmen, wurde der bezahlte Preis (für 100% der Zielgesellschaft) durch die vor der Transaktion

zuletzt publizierten Gewinn- bzw. Bestandesgrössen (Jahresgewinn, ausgewiesenes Eigenkapital, NAV, verdiente Nettoprämien) der Zielgesellschaft dividiert. Die nach diesem Verfahren ermittelten (zeitlich rückwärts gerichteten) Multiplikatoren wurden dann auf die entsprechenden Grössen von Generali Schweiz für das Jahr 2005 angewandt.

Die Aussagekraft dieser Bewertungsmethode ist stark von individuellen, transaktionsspezifischen Faktoren abhängig:

- der strategischen Ausrichtung der beteiligten Unternehmen;
- einer allfällig bezahlten Prämie für den Kontrollerwerb;
- dem zum Zeitpunkt der Transaktion herrschenden Konjunktur- und Börsenumfeld;
- der momentanen finanziellen Situation des jeweiligen Zielobjekts (z.B. Restrukturierungsfall).

Aktienkurs- und Aktienvolumenanalyse

Im Rahmen der Aktienkurs- und Aktienvolumenanalyse wird die relative Kursentwicklung der Aktie zu einem oder mehreren Referenzindizes über eine bestimmte Periode verglichen. Weiter werden der volumengewichtete Durchschnittskurs der Aktie sowie die täglich gehandelten Volumina über eine oder mehrere Perioden analysiert.

4.2. Bewertungsanalysen bezüglich Generali Schweiz

Für alle Bewertungsmethoden wurde zuerst ein Gesamtwert für Generali Schweiz ermittelt, der dann auf Basis der ausgegebenen Anzahl Aktien, exklusive der Aktien im eigenen Besitz von Generali Schweiz (8.6% per 31. Dezember 2005), auf einen Wert pro Aktie heruntergebrochen wurde.

4.2.1. Bewertung anhand Dividenden-Diskontierungs-Modell

Als Basis des Modells dienen die Dividende für das Jahr 2005 sowie die Dividenden der Planperiode 2006 bis 2008 gemäss dem Dreijahresplan von Generali Schweiz. Die für den Endwert relevante Dividende basiert auf normalisierten Werten der Planzahlen des Jahres 2008.

Für das Dividenden-Diskontierungs-Modell wurden weiter die folgenden Parameter verwendet:

Risikofreier Zinssatz	Effektive bzw. erwartete Renditen von zehnjährigen Schweizer Staatsanleihen im Zeitraum von 2000 bis 2007. Diese liegen im Durchschnitt bei 2.9%. ¹
------------------------------	--

¹ www.oecd.org OECD Economic Outlook 78

Beta	Das verwendete Beta in der Höhe von 1.16 bestimmt sich aus dem Durchschnitt der Betas vergleichbarer börsennotierter Schweizer und europäischer Versicherungsunternehmen von 1.04 und 1.28. Dabei fanden Versicherungsunternehmen mit begrenztem Streubesitz keine Berücksichtigung, da deren Betas durch die daraus resultierende tiefere Handelsliquidität i.d.R. verzerrt sind. Da nur drei der vergleichbaren börsennotierten Schweizer Versicherungsunternehmen einen angemessenen Streubesitz ausweisen, wurden für die Beta-Ermittlung auch die vergleichbaren börsennotierten europäischen Versicherer herangezogen.
Marktrisikoprämie	Auf Basis von Analysen über die durchschnittliche Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926 wurde ein Wert von 5.0% verwendet. ²
Ewiges Wachstum	Für das ewige Wachstum wurde von einer Rate von insgesamt 2.0% ausgegangen (Annahme einer durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von 1.0% ³ sowie einem realen BIP-Wachstum von 1.0% p.a. ⁴ in der Schweiz).
KGV-Endwert-Multiplikator	Für den KGV-Endwert-Multiplikator wurde von einem Wert von 11.0x ausgegangen (in Anlehnung an den KGV 2006 Multiplikator der vergleichbaren börsennotierten Schweizer Versicherer).

Die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes ergibt einen Wert von 8.7%.

Der ermittelte Eigenkapitalwert wurde schliesslich im Rahmen von Sensitivitätsanalysen durch Variierung bestimmter Parameter, insbesondere der Kapitalkosten und der Endwertannahmen, überprüft. Die vorgenommenen Sensitivitätsanalysen sind in der Beilage A dargestellt.

Nach Abzug der vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Dividende von CHF 12 pro Namenaktie (brutto) für das Geschäftsjahr 2005 führt die Bewertung anhand des Dividenden-Diskontierungs-Modells zu einer Wertbandbreite von CHF 363 bis 446 pro Namenaktie.

² Pictet & Cie.: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland (1926-2004), 2006

³ www.bfs.admin.ch / Landesindex der Konsumentenpreise, Stand Februar 2006

⁴ www.oecd.org OECD Economic Outlook 78

4.2.2. *Marktbewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen*

Für die Bewertung von Generali Schweiz wurden vergleichbare börsennotierte Versicherungsunternehmen herangezogen. Dabei wurden zwei Vergleichsgruppen gebildet: (i) eine primäre mit börsennotierten Schweizer Versicherungsunternehmen sowie (ii) eine sekundäre mit ausgewählten grösseren europäischen Versicherungsunternehmen unter Ausschluss der Schweizer Versicherer. Bei den einzelnen Gesellschaften wurde jeweils der Schlusskurs vom 24. März 2006 als Bezugsgrösse gewählt. Für die Bewertung von Generali Schweiz wurden sodann folgende Grössen herangezogen:

- Kursgewinn-Verhältnis („KGV“) 2005 – 2007E;
- Preis/Net Asset Value („P/NAV“) 2005;
- Preis/Buchwert („P/B“) 2005;
- Preis/Net Earned Premium („P/NEP“) 2005.

Da Versicherer am Markt primär auf Basis von KGV-Multiplikatoren gehandelt werden, betrachtet SOP die KGV-Multiplikatoren als primäre, die P/NAV-, die P/B- sowie die P/NEP-Multiplikatoren als sekundäre Wertindikatoren.

Bei denjenigen Unternehmen, bei denen noch keine veröffentlichte Jahresrechnung für 2005 vorlag, wurden für die Bestimmung des KGV-Multiplikators 2005 Gewinnschätzungen von Analysten, für die Bestimmung der anderen Multiplikatoren die Erfolgsrechnung 2004 bzw. die jeweilige Zwischenbilanz 2005 verwendet.

Aufgrund der hohen Schwankungsbreite der resultierenden Multiplikatoren wurden für die Berechnung der Durchschnitts- sowie der Minimal- und Maximalwerte die jeweiligen Extremwerte eliminiert.

Die KGV-Multiplikatoren der Schweizer Versicherungsunternehmen liegen, unter Ausschluss der Extremwerte, in einer Bandbreite von 11.6x bis 12.4x für 2005, von 10.0x bis 10.8x für 2006E bzw. von 9.7x bis 10.1x für 2007E. Die P/NAV-Multiplikatoren liegen zwischen 1.3x und 1.6x und die P/B-Multiplikatoren liegen zwischen 1.1x und 1.5x. Sowohl die P/NAV- als auch die P/B-Multiplikatoren sind renditeabhängig. Die P/NEP-Multiplikatoren bewegen sich in einer Bandbreite von 0.4x bis 0.7x. Sie sind von der Prämienmarge abhängig.

Die KGV-Multiplikatoren der europäischen Versicherungsunternehmen bewegen sich in einer weiteren Bandbreite von 10.5x bis 23.3x für das Jahr 2005, von 10.7x bis 17.4x für 2006E sowie von 10.0x bis 16.8x für 2007E. Die P/NAV-Multiplikatoren liegen zwischen 1.6x und 3.6x, die P/B-Multiplikatoren zwischen 1.3x und 3.0x und die P/NEP-Multiplikatoren zwischen 0.7x und 2.6x.

Tendenziell sind die ausgewählten europäischen Versicherungsunternehmen im Vergleich zu den Schweizer Versicherern höher bewertet. Dies dürfte durch

Unterschiede der ausgewählten europäischen Versicherer relativ zu den schweizerischen bedingt sein, insbesondere bezüglich:

- Grösse;
- internationaler Ausrichtung;
- Produktfokus;
- länderspezifischen Faktoren (insbesondere hinsichtlich der italienischen Versicherer).

Beilagen B und C beinhalten Aufstellungen der verwendeten Multiplikatoren für Schweizer und europäische Versicherungsunternehmen im Leben- und Nichtlebenbereich.

Die Anwendung der Regressionsanalysen auf die Finanzdaten von Generali Schweiz ergibt, bei Anwendung einer Streuung von +/- 10% auf den jeweils ermittelten Faktor, eine P/NAV-Multiplikatoren-Bandbreite von 7.2x bis 8.8x bzw. eine P/NEP-Multiplikatoren-Bandbreite von 0.6x bis 0.7x. In den Beilagen D und E werden die vorgenommenen Regressionsanalysen dargestellt.

Nach Abzug der vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Dividende von CHF 12 pro Namenaktie (brutto) für das Geschäftsjahr 2005 führt die Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zu einer Wertbandbreite von CHF 342 bis 420 pro Namenaktie.

4.2.3. Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

Für die Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen wurden Transaktionen im Versicherungsbereich mit Zielgesellschaften in der Schweiz seit 2000 ermittelt. Bei der Analyse der vergleichbaren Transaktionen wurden nur Transaktionen untersucht, bei denen der Käufer einen Stimmenanteil von mindestens 20% erwarb.

Für einige der ermittelten Transaktionen konnten keine Multiplikatoren bestimmt werden, da Transaktionsdetails fehlten oder nicht genügend Finanzinformationen über die Zielgesellschaften verfügbar waren. Je kleiner die Anzahl ermittelter Transaktionsmultiplikatoren, desto geringer die Aussagekraft der Analyse.

Die ermittelten KGV-Multiplikatoren bewegen sich zwischen 12.9x und 33.1x, die P/NAV-Multiplikatoren zwischen 1.1x und 6.1x, die P/B-Multiplikatoren zwischen 1.1x und 5.9x und die P/NEP-Multiplikatoren zwischen 0.4x und 1.3x.

Beilage F beinhaltet eine Aufstellung der ermittelten Multiplikatoren für Transaktionen mit Schweizer Versicherungsunternehmen.

Nach Abzug der vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Dividende von CHF 12 pro Namenaktie (brutto) für das Geschäftsjahr 2005 führt die Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen zu einer Wertbandbreite von CHF 407 bis 500 pro Namenaktie.

SOP betrachtet die Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen in diesem Falle jedoch als wenig aussagekräftig und relevant, da sämtliche Multiplikatoren von Transaktionen aus den Jahren 2000 und 2001 stammen. Börsenumfeld und operative Situation der Versicherer während dieser Jahre sind mit der heutigen Situation jedoch kaum vergleichbar.

4.2.4. Aktienkurs- und Aktienvolumenanalyse

Beilage G enthält in der ersten Grafik die Kursentwicklung der Namenaktie von Generali Schweiz über die letzten zwölf Monate bis zum 3. März 2006 (letzter Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots). Zum Vergleich wurde die Entwicklung des Sub-Indexes SP Insurance dargestellt. Es gilt zu beachten, dass dieser Index aufgrund seiner Zusammensetzung stark durch die Entwicklung der Aktie von Zurich Financial Services beeinflusst ist. Die Analyse zeigt, dass die Aktienkursentwicklung von Generali Schweiz in 2005 den SP Insurance Sub-Index leicht übertrifft, die beiden sich aber seit Jahresanfang 2006 wieder angeglichen haben.

In der zweiten Grafik der Beilage G wird die Kursentwicklung sowie die täglich gehandelten Volumina der Namenaktie von Generali Schweiz über die letzten zwölf Monate vor der Voranmeldung des Angebots dargestellt. Der volumengewichtete Durchschnittskurs der Namenaktie von Generali Schweiz über die letzten zwölf Monate bis zum 3. März betrug dabei CHF 330.5. Im Vergleich lag der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 30 Handelstage vor dem 3. März bei CHF 361.72. Gegenüber diesen Durchschnittskursen entspricht der Angebotspreis von CHF 440 einer Prämie von 33% bzw. 22%.

Durchschnittlich wurden über die letzten zwölf Monate vor der Voranmeldung des Angebots 842 Namenaktien von Generali Schweiz pro Tag gehandelt, über die letzten 30 Handelstage vor der Voranmeldung waren es im Schnitt täglich 621 Namenaktien.

5. Gesamtbeurteilung

Im Vordergrund der Bewertungsüberlegungen standen Bewertungen von Generali Schweiz auf Basis des Dividenden-Diskontierungs-Modells sowie der KGV-Multiplikatoren börsennotierter Schweizer Versicherer (d.h. der primären Wertindikatoren der primären Vergleichsgruppe im Rahmen der Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen). Die weiteren Multiplikatoren aus der Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen einschliesslich der vorgenommenen Regressionsanalysen sowie die Analyse vergleichbarer Transaktionen wurden zur Plausibilisierung herangezogen. Dabei hält SOP die Analyse vergleichbarer Transaktionen aus den in Ziffer 4.2.3. genannten Gründen in diesem Falle jedoch für wenig aussagekräftig und relevant. Weiter wurde auch die historische Kursentwicklung der Namenaktie von Generali Schweiz über die letzten zwölf Monate bis zum 3. März 2006 relativ zu einem Vergleichsindex sowie im Vergleich zum Angebotspreis beurteilt.

Unter Berücksichtigung aller vorgenommenen Bewertungsanalysen und -überlegungen sowie nach Abzug der vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Dividende von CHF 12 pro Namenaktie (brutto) für das Geschäftsjahr 2005 ergibt sich eine mittlere Bewertung für eine Namenaktie von Generali Schweiz von CHF 395 im Rahmen einer Wertbandbreite von CHF 354 bis 435.

Auf dieser Basis kommt SOP zum Schluss, dass das Angebot für die sich im Publikum befindenden Namenaktien von Generali Schweiz aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

Die vorliegende Fairness Opinion ist per 30. März 2006 ausgestellt.

Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG



Siegfried Piel
Mitglied der Geschäftsleitung



Peter Casanova
Stellvertretender Direktor

Anhänge

A Dividenden-Diskontierungs-Modell – Sensitivitätsanalysen

Sensitivität 1 : Eigenkapitalkosten und Ewige Wachstumsrate

		Eigenkapitalkosten						
		7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
Ewige Wachstumsrate	1.25%	442	422	404	388	374	361	349
	1.50%	451	429	410	393	378	365	353
	1.75%	460	437	416	399	383	369	356
	2.00%	470	445	423	405	388	373	360
	2.25%	481	454	431	411	394	378	364
	2.50%	494	464	439	418	400	383	369
	2.75%	508	475	449	426	406	389	374

Sensitivität 2 : Eigenkapitalkosten und KGV-Endwert-Multiplikator

		Eigenkapitalkosten						
		7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%
KGV-Endwert- Multiplikator	8.0x	416	392	371	353	337	323	311
	9.0x	434	410	388	370	354	340	327
	10.0x	452	427	406	387	371	357	344
	11.0x	470	445	423	405	388	373	360
	12.0x	488	463	441	422	405	390	377
	13.0x	506	480	458	439	422	407	393
	14.0x	524	498	476	456	439	424	410

B Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer börsennotierter Schweizer Versicherungsunternehmen

Unternehmen	Währung ("LW")	Aktienkurs	Marktkap.	Beta ⁴	KGV			P / NAV	P / B	P / NEP	GWP		Combined	RoNAV	Jahresgewinn /
		24.03.2006		24.03.2006							2005		Ratio ⁵	2005	NEP
		in LW	in LW Mio.	wöch. / 2 J.	2005	2006E	2007E	2005	2005	2005	Leben	Nichtleben	2005	2005	2005
Schweiz															
Baloise	CHF	90.00	4'898	1.04	12.4x	10.0x	9.7x	1.1x	1.1x	0.7x	55%	45%	100%	9.1%	6.0%
Helvetia Patria ¹	CHF	304.00	2'509	0.67	12.0x	10.7x	10.1x	1.6x	1.6x	0.5x	49%	51%	99%	13.6%	3.4%
National ¹	CHF	739.50	715	0.33	15.8x	13.7x	10.8x	1.5x	1.3x	0.4x	33%	67%	104%	9.3%	0.4%
Swiss Life ¹	CHF	272.25	8'569	1.03	11.6x	10.8x	9.8x	1.3x	1.1x	0.6x	81%	19%	105%	11.1%	4.1%
Vaudoise ¹	CHF	146.00	438	0.40	n/a	n/a	n/a	1.4x	1.3x	0.3x	68%	32%	107%	n/a	1.7%
Zurich Financial ²	USD	239.18	34'397	1.34	10.7x	10.0x	9.1x	1.7x	1.5x	0.9x	24%	76%	94%	15.5%	7.9%
Durchschnitt ³				1.04	12.0x	10.5x	9.9x	1.5x	1.3x	0.6x	51%	49%	102%	11.4%	3.8%
Median				1.04	12.0x	10.7x	9.8x	1.5x	1.3x	0.5x	52%	48%	102%	11.1%	3.7%
Maximum ³				1.04	12.4x	10.8x	10.1x	1.6x	1.5x	0.7x	68%	67%	105%	13.6%	6.0%
Minimum ³				1.04	11.6x	10.0x	9.7x	1.3x	1.1x	0.4x	33%	32%	99%	9.3%	1.7%

Anmerkungen:

1 Erfolgsrechnung für 2004 für Erfolgsgrössen und Zwischenbilanz 2005 für Bilanzgrössen

2 Berichtswährung in USD

3 Ohne Extremwerte, d.h. kleinster und grösster Wert wurden eliminiert

4 Helvetia Patria, National und Vaudoise wurden für Durchschnitt, Median, Maximum und Minimum Berechnung nicht berücksichtigt, da begrenzter Free Float

5 Combined Ratio für Zurich Financial nur für Schweizer Geschäft

C Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer börsennotierter europäischer Versicherungsunternehmen

Unternehmen	Währung ("LW")	Aktienkurs	Marktkap. in LW Mio.	Beta ³	KGV			P / NAV	P / B	P / NEP	GWP 2005		Combined Ratio	RONAV	Jahresgewinn / NEP
		24.03.2006 in LW		24.03.2006 wöch. / 2 J.	2005	2006E	2007E	2005	2005	2005	Leben	Nichtleben	2005	2005	2005
Europa (ohne Schweiz)															
Aegon	EUR	15.29	24'063	1.55	10.7x	11.2x	10.6x	1.4x	1.2x	1.3x	85%	15%	105%	13.1%	11.9%
AGF	EUR	96.40	17'417	0.89	11.4x	11.1x	10.7x	2.1x	1.9x	1.2x	37%	63%	93%	18.5%	10.4%
Alleanza	EUR	10.60	8'972	1.03	23.3x	20.9x	19.2x	3.6x	3.0x	0.9x	100%	0%	n/a	15.2%	3.9%
Allianz	EUR	135.43	54'789	1.25	12.5x	10.7x	9.8x	2.1x	1.5x	0.9x	32%	68%	92%	16.8%	7.6%
Aviva	GBP	8.32	19'925	1.23	11.3x	9.9x	10.0x	3.1x	2.0x	0.8x	66%	34%	95%	27.2%	7.1%
Axa	EUR	28.66	52'619	1.46	12.6x	12.3x	11.4x	2.6x	1.6x	0.8x	66%	34%	98%	20.7%	6.6%
CNP Assurances ¹	EUR	81.55	11'228	0.65	15.0x	13.4x	12.1x	1.7x	1.6x	0.5x	92%	8%	99%	11.5%	2.9%
Ergo	EUR	149.30	11'271	0.18	14.9x	n/a	n/a	3.1x	2.9x	0.8x	42%	58%	93%	21.0%	5.3%
Friends Provident	GBP	2.11	4'409	1.25	27.4x	11.7x	11.5x	1.6x	1.3x	4.8x	100%	0%	n/a	5.7%	17.5%
Generali Assicurazioni	EUR	31.38	40'048	1.03	20.9x	16.9x	16.0x	3.4x	2.9x	0.7x	73%	27%	98%	16.2%	3.2%
Legal & General	GBP	1.46	9'430	1.30	10.0x	13.1x	12.6x	2.1x	2.0x	2.6x	92%	8%	101%	20.8%	25.7%
Prudential	GBP	6.81	16'422	1.66	22.0x	14.1x	13.1x	5.1x	3.2x	1.1x	100%	0%	n/a	23.0%	5.0%
Sampo	EUR	17.60	9'939	1.04	10.5x	12.8x	12.6x	2.7x	2.3x	2.3x	14%	86%	91%	26.2%	21.8%
Unipol ¹	EUR	2.71	6'062	0.74	20.4x	17.4x	16.8x	1.7x	1.6x	0.7x	59%	41%	97%	8.3%	2.3%
Durchschnitt ²				1.34	15.5x	13.2x	12.5x	2.5x	2.0x	1.2x	70%	30%	96%	17.6%	8.6%
Median				1.28	13.7x	12.8x	12.1x	2.4x	1.9x	0.9x	69%	31%	97%	17.6%	6.9%
Maximum ²				1.55	23.3x	17.4x	16.8x	3.6x	3.0x	2.6x	100%	68%	101%	26.2%	21.8%
Minimum ²				1.23	10.5x	10.7x	10.0x	1.6x	1.3x	0.7x	32%	0%	92%	8.3%	2.9%

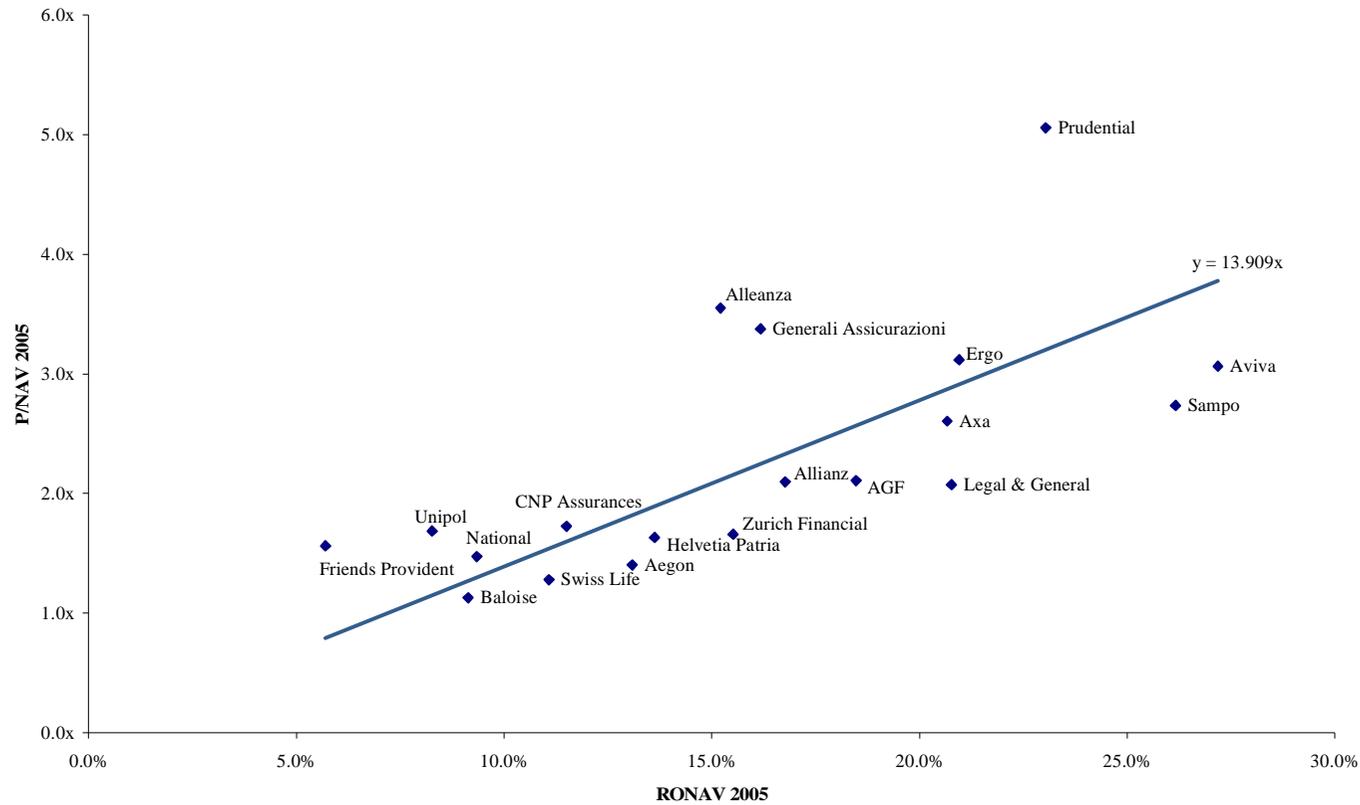
Anmerkungen:

1 Erfolgsrechnung für 2004 für Erfolgsgrößen und Zwischenbilanz 2005 für Bilanzgrößen

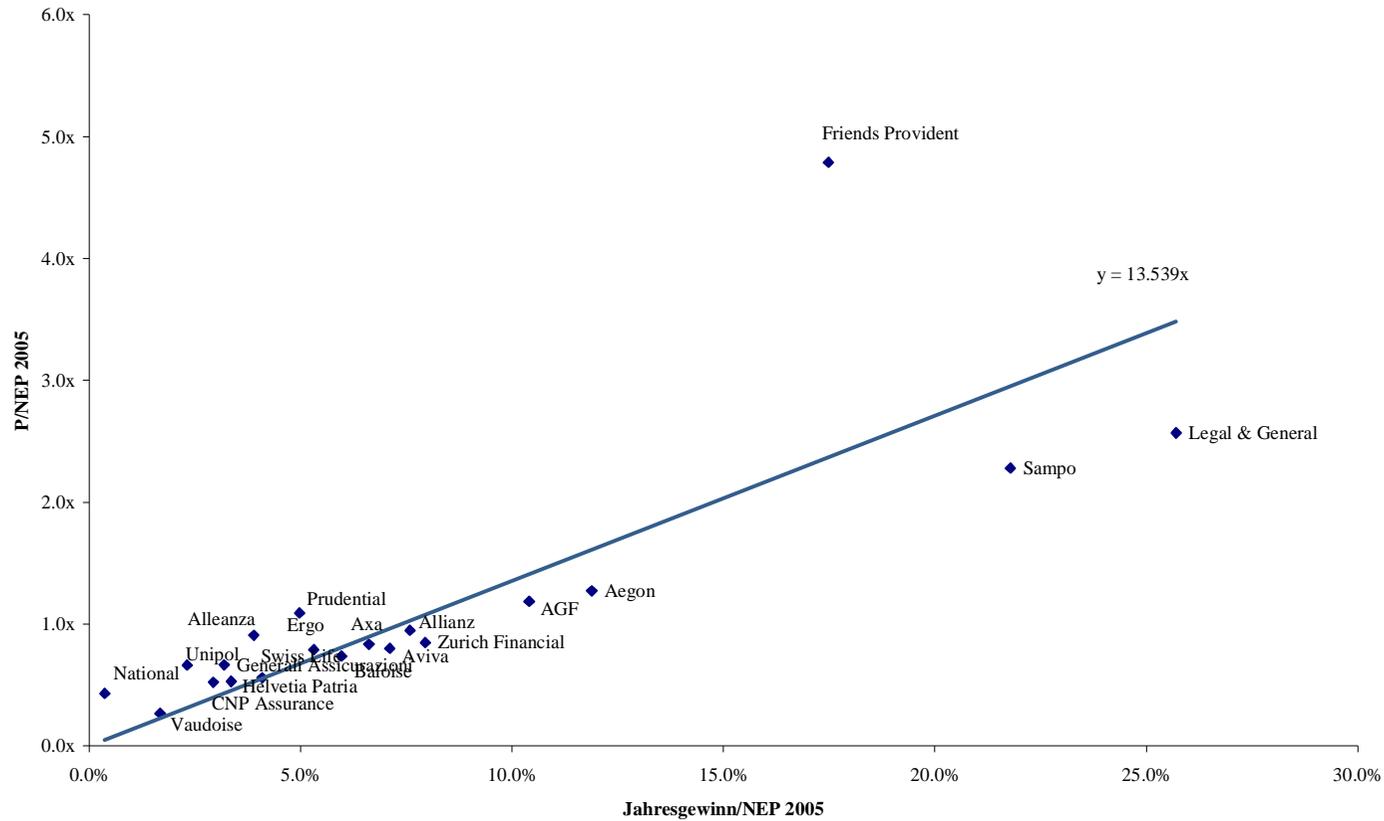
2 Ohne Extremwerte, d.h. kleinster und grösster Wert wurden eliminiert

3 AGF, Alleanza, CNP Assurances, Ergo, Sampo und Unipol wurden für Durchschnitt, Median, Maximum und Minimum Berechnung nicht berücksichtigt, da begrenzter Free Float

D Regressionsanalyse – P/NAV 2005 zu RONAV 2005



E Regressionsanalyse – P/NEP 2005 zu Jahresgewinn/NEP 2005



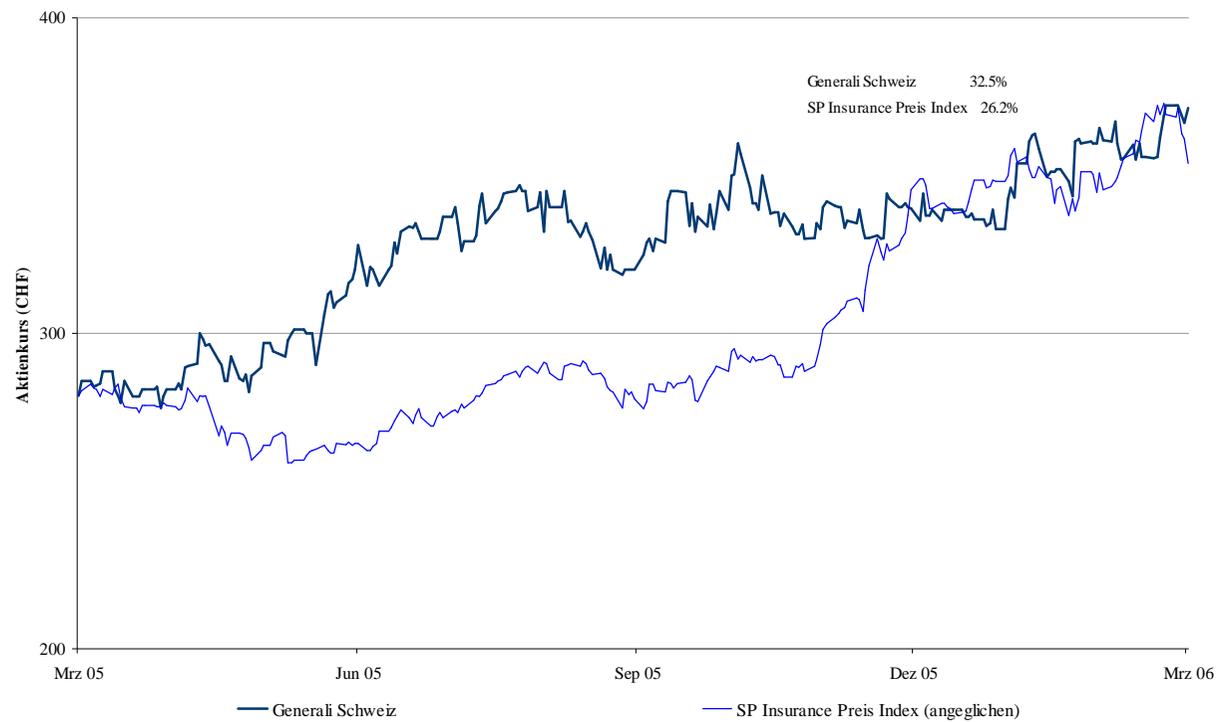
F Multiplikatoren-Analyse vergleichbarer Transaktionen

Datum	Zielobjekt	Käufer	Anteil %	Währung ("LW")	Preis in LW Mio.	Impl. Wert ¹ in LW Mio.	KGV	P / NAV	P / B	P / NEP	GWP		Combined Ratio	RONAV	Jahresgewinn / NEP
											Leben	Nichtleben			
21.06.2000	National Versicherung	National	28%	CHF	300	1'060	33.1x	1.2x	1.2x	1.1x	13%	87%	108%	3.7%	3.3%
16.02.2001	Winterthur International	XL Capital	100%	USD	600	(236.0)	n/a	n/a	n/a	n/a	100%	0%	n/a	n/a	n/a
16.05.2001	Berner Allgemeine Versicherung	Allianz	40%	CHF	269	674	23.6x	1.7x	1.7x	0.6x	48%	52%	110%	7.2%	2.5%
30.07.2001	Coop Leben	National Versicherung	100%	CHF	105	159	n/m	6.1x	5.9x	0.4x	100%	0%	n/a	3.4%	0.2%
21.12.2001	Baloise	Strategic Money Management (ABN Amro)	21%	CHF	1'720	8'190	12.9x	1.1x	1.1x	1.3x	62%	38%	105%	8.8%	9.8%
31.01.2003	Alstom Power Insurance	Swiss Insurance Investors	100%	EUR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	100%	n/a	n/a	n/a
01.02.2005	La Suisse (Nichtleben)	Vaudoise	100%	CHF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0%	100%	109%	n/m	n/m
Durchschnitt							23.2x	2.5x	2.5x	0.8x	46%	54%	108%	5.7%	3.9%
Median							23.6x	1.5x	1.5x	0.8x	48%	52%	108%	5.4%	2.9%
Maximum							33.1x	6.1x	5.9x	1.3x	100%	100%	110%	8.8%	9.8%
Minimum							12.9x	1.1x	1.1x	0.4x	0%	0%	105%	3.4%	0.2%

Anmerkung:
1 Eigenkapitalwert

G Kurs- und Volumenentwicklung der Namenaktie von Generali Schweiz

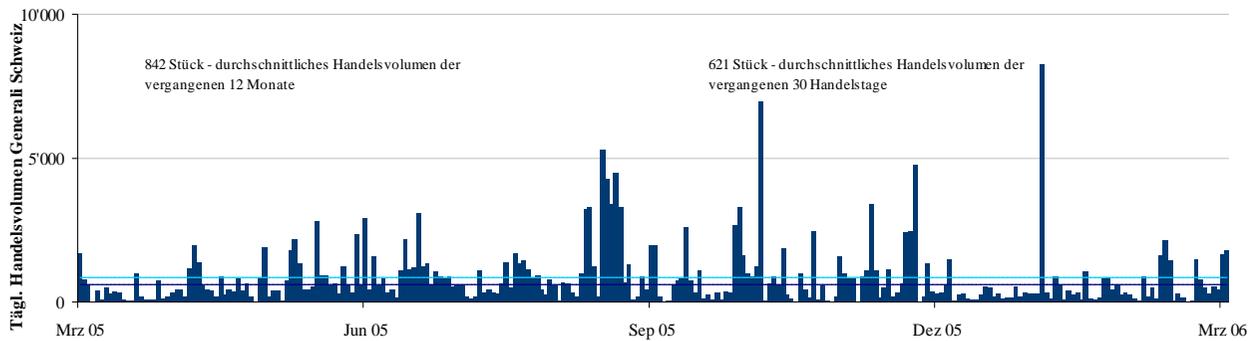
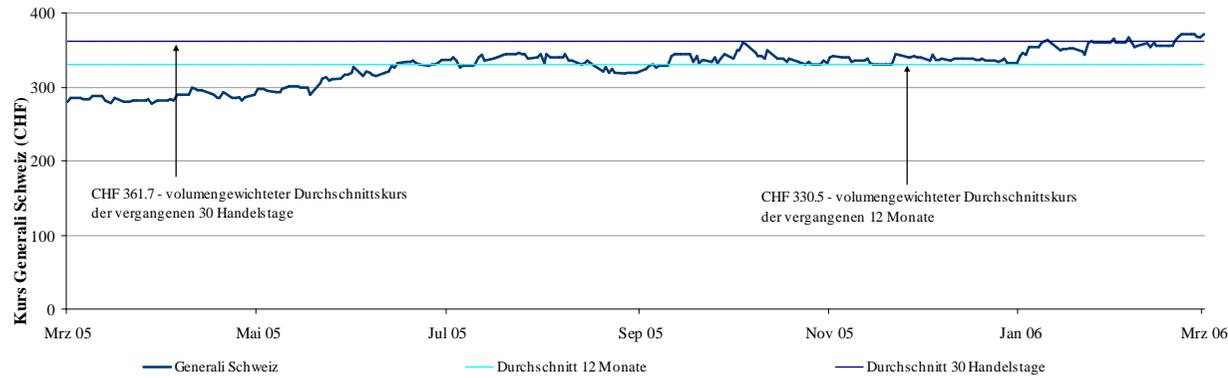
Kursentwicklung letzte zwölf Monate relativ zu einem Vergleichsindex



Anmerkung:

Daten bis 3. März 2006

Kurs- und Volumenentwicklung letzte zwölf Monate bzw. letzte 30 Handelstage



Anmerkung:
Daten bis 3. März 2006