

SOCIETÀ CATTOLICA DI ASSICURAZIONE – SOCIETÀ COOPERATIVA

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA CONGRUITÀ DEL PREZZO
DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON
ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 158, COMMA 1,
D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998 N. 58 E DELL'ART. 2441, COMMA 6, CODICE CIVILE

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 158, COMMA 1, D.LGS. 24 FEBBRAIO 1998 N. 58 E DELL'ART. 2441, COMMA 6, CODICE CIVILE

Ai Soci di
Società Cattolica di Assicurazione – Società Cooperativa

1. Motivo e oggetto dell'incarico

Ai sensi dell'articolo 158 del D.Lgs. 24 Febbraio 1998 n. 58, abbiamo ricevuto la relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Società Cattolica di Assicurazione – Società Cooperativa (di seguito anche "Cattolica" o la "Società"), che illustra e motiva, ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile, la proposta relativa all'aumento di capitale sociale di Cattolica, con esclusione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, approvata in data 9 marzo 2007, ha per oggetto l'aumento a titolo oneroso, e in due tranches, del capitale sociale per un importo massimo di Euro 19.387.320,00 nominali, mediante l'emissione di massime n. 6.462.440 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 3,00 con esclusione del diritto di opzione da riservare in sottoscrizione alla Banca Popolare di Vicenza-Società Cooperativa per Azioni (nel seguito "BPVI") e alle società da essa controllate. In particolare, l'aumento sarà articolato in due tranches, tra loro distinte quanto a condizioni ed esecuzione, da attuarsi secondo le seguenti modalità:

- (i) una prima tranche, dell'importo di Euro 12.362.928,00 nominali, da eseguirsi e sottoscrivere, in via inscindibile, entro il 31 dicembre 2007, mediante l'emissione di n. 4.120.976 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 3,00 al prezzo unitario di Euro 44,87 di cui Euro 41,87 a titolo di sovrapprezzo;
- (ii) nel presupposto della integrale liberazione della prima tranche, una seconda tranche dell'importo massimo di Euro 7.024.392,00 nominali, da eseguirsi e sottoscrivere, in via inscindibile, nel periodo compreso tra il 1° luglio 2010 e il 31 luglio 2010, mediante l'emissione di massime n. 2.341.464 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 3,00 al prezzo unitario pari alla media ponderata dei prezzi unitari "ufficiali" (come rilevati attraverso Borsa Italiana) registrati dalle azioni Cattolica nei sei mesi antecedenti la data di inizio del periodo di sottoscrizione di tale tranche.

La proposta relativa all'aumento di capitale sociale sopracitato sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei Soci di Cattolica prevista in prima convocazione per il giorno 27 aprile 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 28 aprile 2007.

2. Natura e portata della presente relazione

La presente relazione, emessa ai sensi dell'articolo 158, primo comma del D.Lgs. 58/98 e dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile, ha le finalità di fornire idonee informazioni ai Soci in ordine ai criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale, che è privo del diritto d'opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma del Codice Civile; a tal fine, nella Relazione del Consiglio di Amministrazione ai Soci, gli Amministratori descrivono, ai sensi dell'articolo 2524, quarto comma del Codice Civile, le ragioni che richiedono l'esclusione del diritto di opzione.

La presente relazione contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza dei criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, avvalendosi anche del contributo fornito dai Consulenti da essi incaricati.

3. Sintesi dell'operazione

Nell'ambito di un progetto finalizzato alla costituzione di una partnership di natura industriale e societaria di lungo periodo, Cattolica e BPVI hanno sottoscritto, in data 26 gennaio 2007, un Protocollo d'Intesa che in sintesi prevede:

- Ingresso di BPVI nel capitale di Cattolica così come descritto al precedente paragrafo I., con correlati presidi sul piano della governance;
- Acquisizione e scambio di partecipazioni nel business vita e previdenziale, nel business danni, nei servizi di asset management per clientela istituzionale e privata e nel collocamento di prodotti bancari.

Le intese raggiunte prevedono una partnership industriale tra i due Gruppi, della durata iniziale di cinque anni, rinnovati automaticamente per altri cinque, salvo disdetta di una delle parti in caso di giustificate e comprovate cause oggettive per una delle stesse. In tale ambito sono previsti:

- L'ingresso da parte di Cattolica al 50% nelle società assicurative vita del Gruppo Banca Popolare di Vicenza, Berica Vita S.p.A. e Vicenza Life Ltd., rispettivamente compagnia di diritto italiano e compagnia di diritto irlandese. Le due compagnie svilupperanno, a valere su un accordo commerciale in esclusiva con il Gruppo Banca Popolare di Vicenza della durata pari alla durata della

partnership, le attività di bancassicurazione vita sui canali distributivi del Gruppo Banca Popolare di Vicenza. Vicenza Life, nel caso opportunamente ridenominata, collocherà i propri prodotti, per le tipologie non disponibili presso altre compagnie italiane del Gruppo Cattolica, anche attraverso le circa 1.500 agenzie del Gruppo Cattolica ed eventualmente anche attraverso le reti delle altre banche medio piccole partner del Gruppo Cattolica interessate all'offerta della compagnia irlandese. Con riferimento alla previdenza integrativa, l'accordo prevede il rapido sviluppo di importanti sinergie di business. In particolare sarà collocato sulle reti del Gruppo bancario il Fondo Pensione Aperto "Cattolica Gestione Previdenza". Anche relativamente al prodotto "Piano di previdenza individuale" Cattolica metterà a disposizione del Gruppo Banca Popolare di Vicenza i propri strumenti con tutti i supporti operativi e commerciali necessari, peraltro già definiti e realizzati per gli istituti facenti parte del network bancassicurativo del Gruppo;

- Relativamente al business danni ed allo scopo di mettere a fattore comune una compagnia assicurativa al servizio delle reti del Gruppo Banca Popolare di Vicenza, Cattolica Assicurazioni cederà il 50% di ABC Assicura S.p.A. alla Banca che, allo stato, non dispone di una compagnia assicurativa danni dedicata ed opera sulla scorta di diversi accordi commerciali. ABC Assicura svilupperà, a valere su un accordo commerciale in esclusiva con il Gruppo Banca Popolare di Vicenza, della durata pari alla durata della partnership, le attività di bancassicurazione danni sui canali distributivi del Gruppo Banca Popolare di Vicenza;
- Nell'area del risparmio gestito, sono previste forme di integrazione tra le Sgr dei due Gruppi, Verona Gestioni SGR per Cattolica e BPVi Fondi SGR per Banca Popolare di Vicenza, che potranno andare dallo scambio partecipativo paritetico alla fusione delle due SGR;
- Infine, allo scopo di poter valorizzare le potenzialità della rete distributiva del Gruppo Cattolica di circa 1.500 agenzie, Cattolica e Banca Popolare di Vicenza costituiranno una Newco, partecipata al 50% ciascuno da Cattolica e Banca Popolare di Vicenza, per il collocamento sull'intera rete di agenzie del Gruppo Cattolica di prodotti bancari, in particolare di erogazione, sviluppati da strutture del Gruppo Banca Popolare di Vicenza a brand Cattolica.

Gli Amministratori, a supporto delle determinazioni di propria competenza, si sono avvalsi del contributo di KPMG Corporate Finance. Si sono inoltre avvalsi dell'advisor Mediobanca S.p.A. (di seguito anche il "Consulente"), al quale è stato conferito l'incarico di predisporre una Fairness Opinion con riferimento al prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale.

L'aumento di capitale sociale è subordinato all'ottenimento delle previste autorizzazioni di legge, come più ampiamente descritto nella relazione illustrativa degli Amministratori.

Le azioni di nuova emissione avranno godimento dal 1° gennaio dell'anno di emissione.

4. Documentazione utilizzata

Ai fini dello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Cattolica i documenti

e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Di seguito l'elenco della principale documentazione:

- a) Delibera del Consiglio di Amministrazione di Cattolica del 9 marzo 2007, che ha approvato la relazione in merito all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441 e 2524 quarto comma del Codice Civile.
- b) La relazione illustrativa degli Amministratori, approvata il 9 marzo 2007, che, ai sensi dall'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile e dell'articolo 2524, quarto comma del Codice Civile, illustra e motiva la proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione. Tale relazione indica i contenuti e le motivazioni dell'operazione ed espone analiticamente i criteri di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo.
- c) La "Fairness Opinion", emessa da Mediobanca S.p.A. in data 8 marzo 2007. La relazione del Consulente espone i metodi di valutazione adottati ed i valori risultanti dalla loro applicazione.
- d) Il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006 esaminati dal Consiglio di Amministrazione del 21 marzo 2007 e assoggettati a revisione contabile.
- e) Documento del 16 gennaio 2007 predisposto da KPMG Corporate Finance intitolato "Considerazioni preliminari su una partnership strategica di bancassurance".
- f) La seguente documentazione, utilizzata dal Consulente per la predisposizione della Fairness Opinion di cui al precedente punto c):
 - Dati di sintesi di stato patrimoniale e conto economico consolidati e civilistici non assoggettati a revisione contabile di Cattolica al 30 settembre 2006 e proiezioni al 31 dicembre 2006 condivise con il management della Società;
 - La relazione semestrale consolidata di Cattolica al 30 giugno 2006, assoggettata a revisione contabile limitata;
 - Il bilancio consolidato ed il bilancio d'esercizio relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005, approvati dagli organi competenti, completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione della Società di Revisione;
 - Piano Strategico 2007-2010 di Cattolica presentato al mercato in data 1 marzo 2007, depurato del contributo derivante dalla joint venture industriale con BPVI così come condiviso con il management di Cattolica;
 - Il valore dell'Embedded Value, la valorizzazione del portafoglio dei premi vita ("Value of In Force" o "VIF") e della nuova produzione ("New Business") del Gruppo Cattolica al 30 settembre 2006 fornito dal management;
 - Per un campione di compagnie assicurative italiane ritenute comparabili, le informazioni relative all'andamento dei prezzi dei titoli e dati di consensus su utile netto, Embedded Value e dividendi, nonché research report relativi alla Società pubblicati da banche d'affari ed intermediari finanziari.
- g) Altri dati ed informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e/o verbale, dal management di Cattolica, anche per il tramite del Consulente.

- h) Le informazioni di pubblico dominio relative a Cattolica ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali quelle concernenti le quotazioni di borsa di Cattolica e di un campione di società assicurative quotate ritenute comparabili.
- i) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:
- Protocollo d'Intesa sottoscritto in data 26 gennaio 2007 tra la Società e BPVI;
 - Accordo Quadro del 15 marzo 2007 avente ad oggetto la partnership di bancassurance tra la Società e BPVI;
 - Lo statuto vigente di Cattolica;
 - Elementi contabili e statistici, prezzi di Borsa, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione;
 - Documento del Consulente indirizzato al Consiglio di Amministrazione della Società in data 5 aprile 2007 che conferma, anche sulla base dei valori di patrimonio netto e utile netto consolidati consuntivi al 31 dicembre 2006, il range di valorizzazione dell'azione di Cattolica individuato nella Fairness Opinion dell'8 marzo 2007.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Cattolica, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

Gli Amministratori hanno predisposto la relazione illustrativa, prevista dall'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile, ove forniscono i criteri di valutazione adottati per la determinazione del prezzo di emissione, anche sulla base delle indicazioni fornite dal Consulente nonché descrivono, ai sensi dell'articolo 2524, quarto comma del Codice Civile, le ragioni che richiedono l'esclusione del diritto di opzione.

Il prezzo di emissione per azione relativo alla prima tranche di aumento del capitale è stato, nell'ambito dei complessivi accordi raggiunti con BPVI, definito dagli Amministratori in misura pari ad Euro 44,87 corrispondente al valore medio fra:

- (a) La media aritmetica dei "prezzi ufficiali", come rilevati tramite Borsa Italiana, registrati dalle azioni Cattolica nei tre mesi (26 ottobre 2006 – 26 gennaio 2007) antecedenti la data di sottoscrizione del Protocollo d'Intesa e
- (b) La media ponderata dei "prezzi ufficiali", come rilevati tramite Borsa Italiana, registrati dalle azioni Cattolica nei tre mesi (26 ottobre 2006 – 26 gennaio 2007) antecedenti la data di sottoscrizione del Protocollo d'Intesa.

Il prezzo di emissione della seconda tranche sarà pari alla media ponderata dei "prezzi ufficiali", come rilevati tramite Borsa Italiana, registrati dalle azioni Cattolica nei sei mesi antecedenti la data di inizio del periodo di sottoscrizione di tale tranche.

La seconda tranche potrà essere sottoscritta a decorrere dal 1° luglio 2010, a condizione che né Cattolica, né BPVI abbiano esercitato il diritto di recesso dalla partnership entro il 30 giugno 2010, come previsto nelle sopra richiamate intese.

Gli Amministratori, al fine di consentire una compiuta valutazione del prezzo di emissione per azione della prima tranche, hanno considerato i seguenti criteri valutativi:

- Metodo Dividend Discount Model nella variante Excess Capital (“DDM-EC”);
- Metodo della Somma delle Parti;
- Metodo delle Quotazioni di Borsa;
- Metodo della Retta di Regressione.

nonché, quale metodo di controllo, quello dei Multipli di Mercato.

Le metodologie prescelte non devono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L’analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta, infatti, la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

Di seguito viene presentata una breve descrizione dei succitati criteri valutativi:

Il metodo del Dividend Discount Model (DDM)

Il metodo del Dividend Discount Model (“DDM”), nella variante dell’Excess Capital, assume che il valore economico di una compagnia di assicurazioni sia pari alla somma del:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell’orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso e del
- 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.

E’ stato preferito il criterio del DDM nella sua variante Excess Capital rispetto al DDM puro (che attualizza i flussi distribuibili sulla base della politica di dividendi perseguita dall’azienda), in quanto si è ritenuto che lo stesso meglio possa fornire una valorizzazione di Cattolica, a prescindere dalla politica di distribuzione degli utili.

Ai fini delle valutazioni è stato assunto come orizzonte temporale esplicito per la determinazione dei flussi distribuibili, il periodo 2007 – 2010 cui si riferisce il Piano Strategico di Cattolica, oltre il quale il valore della stessa è stato determinato mediante il calcolo del valore terminale.

Il metodo della Somma delle Parti

Il metodo della Somma delle Parti stima il capitale economico di una compagnia di assicurazioni come sommatoria delle diverse “componenti di valore” di un gruppo assicurativo, secondo il criterio del patrimonio netto rettificato con stima separata dell’avviamento.

Il valore di una compagnia assicurativa risulta pertanto dalla somma delle seguenti componenti individuate:

- Il patrimonio netto rettificato;
- La stima del Value of In-Force per i rami vita, basata sul valore attuale del portafoglio vita in essere;
- La stima del valore del portafoglio danni, basata sulla redditività del capitale impiegato nel business relativo ai rami danni;
- La stima dell'avviamento dei rami vita determinata attraverso un multiplo del valore aggiunto generato in un anno.

Metodo delle quotazioni di Borsa

Tale metodo si basa sulla rilevazione delle quotazioni di riferimento del titolo della società in diversi periodi temporali. E' stato ritenuto congruo considerare come significativi i valori risultanti dal calcolo delle medie aritmetiche e ponderate (in base ai volumi giornalieri trattati) dei prezzi di riferimento di Borsa Italiana nei seguenti periodi temporali:

- 1 giorno
- 15 giorni
- 1 mese
- tre mesi
- sei mesi

antecedenti il 26 gennaio 2007, data di sottoscrizione del Protocollo d'Intesa.

Metodo della retta di regressione

Tale metodo stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra RoEV (Return on Embedded Value) atteso e il multiplo P/EV (rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e l'Embedded Value).

La correlazione viene approssimata tramite una regressione lineare tra il RoEV ed il rapporto P/EV elaborata per un campione statisticamente significativo di società comparabili quotate. Il range dei valori economici è stato determinato utilizzando il valore minimo ed il valore massimo tra le rette di regressione considerate per gli esercizi 2006 e 2007.

Il metodo dei Multipli di Mercato (Metodo di controllo)

Il metodo dei Multipli di Mercato è basato sull'analisi dei corsi azionari di un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore d'impresa.

Per l'applicazione del metodo sono stati calcolati una serie di rapporti ("multipli"), riferiti al campione di società comparabili, fra il valore di borsa e alcuni parametri ritenuti significativi, tenuto altresì conto delle caratteristiche proprie del settore assicurativo. I rapporti medi così ottenuti vengono quindi applicati a specifiche variabili della società oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

Nel caso in specie è stato ritenuto opportuno utilizzare tale metodologia ai fini di controllo individuando, quali società comparabili, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Fondiaria-Sai.

Sono stati considerati i seguenti multipli basati sui dati previsionali 2006:

- Prezzo/Utile netto (P/E);
- Prezzo/Patrimonio netto (P/BV);
- Prezzo/Embedded value (P/EV).

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori non hanno incontrato difficoltà di valutazione diverse da quelle che normalmente si rilevano nella stima dei capitali economici delle imprese; si sintetizzano di seguito le principali difficoltà incontrate nel processo di stima ed i limiti delle valutazioni effettuate:

- Utilizzo di dati previsionali: sono stati considerati gli obiettivi elaborati dalla Società nell'ambito delle definizioni del Piano Strategico 2007-2010 depurato dal contributo derivante dalle operazioni previste con BPVI;
- Utilizzo di dati al 31 dicembre 2006: sono state utilizzate proiezioni economico-finanziarie relative all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006 in quanto i dati consuntivi sono risultati disponibili successivamente alla data della delibera consigliare del 9 marzo 2007 relativa al prospettato aumento di capitale.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

I valori per azione minimo e massimo emersi dall'applicazione dei metodi in precedenza descritti, risultano come di seguito riportati:

<u>Metodologie adottate</u>	<u>Valore per azione (Euro)</u>	
	<u>minimo</u>	<u>massimo</u>
- Dividend Discount Model	40,87	45,59
- Somma delle Parti	40,83	46,00
- Quotazioni di Mercato	44,43	45,68
- Retta di Regressione	41,43	45,08
- <i>Media dei metodi sopra indicati</i>	41,89	45,58
- Metodo di controllo (Multipli)	39,50	46,64

All'esito del processo valutativo descritto e del confronto ragionato fra i risultati ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, gli Amministratori, tenuto altresì conto delle indicazioni fornite dal Consulente, hanno ritenuto congrue le condizioni di emissione delle nuove azioni, relative alla prima tranche di aumento del capitale sociale, ad un prezzo pari a Euro 44,87 per azione, di cui Euro 41,87 a titolo di sovrapprezzo. Tale prezzo corrisponde al valore medio tra la media aritmetica e la media ponderata dei "prezzi ufficiali", come rilevati tramite

Borsa Italiana, registrati dalle azioni Cattolica nei tre mesi (26 ottobre 2006 – 26 gennaio 2007) antecedenti la data di sottoscrizione del Protocollo d'Intesa.

8. Lavoro svolto

8.1. Lavoro svolto sulla “Documentazione utilizzata”

Il nostro lavoro ha comportato, tra l'altro:

- La discussione con il management di Cattolica delle principali assunzioni utilizzate per lo sviluppo del piano economico patrimoniale 2007 – 2010, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni situazione previsionale;
- La lettura dei verbali del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e dell'Assemblea dei Soci di Cattolica dell'esercizio in corso sino alla data della presente relazione;
- Effettuato incontri con il Consulente per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate;
- Verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la “Documentazione utilizzata”;
- Acquisito il documento del Consulente datato 5 aprile 2007.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1..

Abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Cattolica, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

8.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- Esaminato la relazione illustrativa degli Amministratori, redatta ai sensi dall'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile ed ai sensi dell'articolo 2524, quarto comma del Codice Civile;
- Esaminato la Fairness Opinion e il relativo Allegato alla Fairness Opinion- Documento di Valutazione, predisposti dal Consulente, che riportano i criteri di valutazione adottati per le stime, nonché le difficoltà incontrate nella loro applicazione;
- Verificato la completezza e coerenza delle motivazioni addotte dagli Amministratori di Cattolica riguardanti i metodi valutativi adottati;
- Analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Amministratori di Cattolica ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni di Cattolica;

- Svolto una sensitivity analysis con l'obiettivo di verificare quanto il prezzo di emissione delle azioni prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti nello sviluppo dei vari metodi utilizzati;
- Verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "Documentazione utilizzata";
- Analizzato e discusso con la Direzione di Cattolica e con il Consulente, relativamente all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate;
- Verificato la correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni effettuata dagli Amministratori;
- Analizzato, con l'ausilio di un Attuario abilitato da noi incaricato, la ragionevolezza dei processi valutativi applicati per la determinazione del valore economico dei portafogli assicurativi.

Abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Cattolica, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere fissato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore.

Gli Amministratori, al fine della definizione del prezzo di emissione della prima tranche di aumento del capitale sociale, tenuto conto che le azioni di Cattolica sono quotate in borsa, hanno ritenuto corretto utilizzare un metodo di valutazione basato su medie dei prezzi ufficiali di Borsa Italiana rilevati nei tre mesi (26 ottobre 2006 – 26 gennaio 2007) antecedenti la data di sottoscrizione del Protocollo d'Intesa. Gli stessi Amministratori, al fine di consentire una compiuta valutazione del prezzo di emissione hanno considerato ulteriori metodi valutativi precedentemente descritti, largamente condivisi dalla dottrina ed in linea con il comportamento della prassi professionale.

Con riferimento alla seconda tranche, da sottoscrivere ed eseguirsi nel periodo compreso tra il 1° luglio 2010 ed il 31 luglio 2010, gli Amministratori hanno ritenuto corretto definire il criterio di determinazione del relativo prezzo unitario sulla base della media ponderata dei prezzi "ufficiali" (come rilevati attraverso Borsa Italiana) registrati dalle azioni Cattolica nei sei mesi antecedenti la data di inizio del periodo di sottoscrizione di tale tranche.

Ciò premesso, le principali considerazioni, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, sui metodi di valutazione considerati sono le seguenti:

- I metodi considerati per la valutazione di Cattolica sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore assicurativo e presentano consolidate basi dottrinali ed applicative nazionali ed internazionali. La relazione degli Amministratori descrive ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione;
- La scelta dei criteri valutativi ha privilegiato metodi che consentissero di tenere conto degli elementi caratteristici del settore assicurativo ove opera la Società;
- Lo sviluppo di una pluralità di metodi e la complementarità dei criteri adottati ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti, sottoponendo a verifica sostanziale il prezzo di emissione delle nuove azioni individuato dagli Amministratori;
- Le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalle operazioni previste con BPVI;
- Lo sviluppo del metodo delle quotazioni di Borsa, che ha incluso la scelta di diversi periodi temporali con l'obiettivo di neutralizzare fluttuazioni di breve periodo nel livello delle quotazioni, fornisce un rilievo adeguato ai prezzi negoziati più recentemente. Tali prezzi riflettono, a loro volta, l'insieme delle informazioni rese disponibili al mercato e che per loro natura costituiscono un riferimento primario del valore della Società, atteso peraltro il disposto dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile.

Alla luce delle sopraesposte considerazioni, il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni proposto dagli Amministratori appare coerente con la ratio della norma.

10. Limiti e difficoltà incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- Prezzi di borsa. Nell'applicazione dei metodi di mercato sono stati utilizzati prezzi di borsa, soggetti, per loro natura, a fluttuazioni anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati;
- Utilizzo di dati previsionali. Ai fini delle stime effettuate dagli Amministratori e dal Consulente, sono stati impiegati anche dati previsionali tratti dalle proiezioni economico-patrimoniali elaborate dalla Società nell'ambito della definizione del proprio Piano Strategico 2007-2010, inclusivo di numerose operazioni straordinarie e depurato del contributo derivante dalle operazioni previste con BPVI. Tali stime, per loro natura, presentano profili di incertezza; esse infatti, se ed in quanto basate su dati di natura previsionale, dipendono dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione di tali previsioni;
- Criteri di valutazione. I risultati ottenuti risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati;

- Con riferimento alla seconda tranche dell'aumento di capitale da eseguirsi e sottoscrivere nel periodo compreso tra il 1° luglio 2010 e il 31 luglio 2010, la proposta formulata dal Consiglio di Amministrazione non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto la presente relazione, con riferimento alla seconda tranche di aumento di capitale, non ha ad oggetto la congruità del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, ma la nostra valutazione al presente circa l'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio proposto dagli Amministratori al quale il Consiglio di Amministrazione si dovrà attenere nella fissazione del prezzo in sede di esecuzione della seconda tranche di aumento di capitale. E' peraltro da considerare che la volatilità dei mercati e la mutevolezza degli scenari futuri potrebbe comportare cambiamenti anche significativi sulla rappresentatività degli elementi valutativi sottostanti tale criterio.

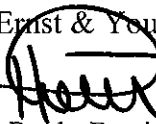
11. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrato nella presente relazione e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10., riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di Cattolica, ai fini della proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma del Codice Civile ed ai sensi dell'articolo 2524, quarto comma del Codice Civile, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni relativo alla prima tranche di aumento del capitale sociale, ed esprimiamo parere favorevole sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni fissato in Euro 44,87 per azione di cui Euro 41,87 a titolo di sovrapprezzo.

Inoltre, con riferimento alla seconda tranche di aumento di capitale, da eseguirsi e sottoscrivere nel periodo compreso tra il 1° luglio 2010 e il 31 luglio 2011, riteniamo che, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10., il criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni sia adeguato in quanto nella circostanza ed al presente ragionevole e non arbitrario.

Verona, 5 Aprile 2007

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Paolo Ratti
(Socio)