

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SUL RAPPORTO DI CAMBIO
TRA LE AZIONI DI PIRELLI & C. ACCOMANDITA PER AZIONI E LE AZIONI
DI PIRELLI SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 QUINQUIES DEL CODICE
CIVILE**

Agli azionisti di
Pirelli & C. Accomandita per Azioni

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C. Accomandita per Azioni l'incarico di redigere la relazione sul rapporto di cambio, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, fra le azioni di Pirelli & C. Accomandita per azioni (di seguito, "Pirelli & C.", "Società" o "Incorporante"), e le azioni di Pirelli SpA (di seguito, "Pirelli SpA" o "Incorporata") relativo al progetto di fusione per incorporazione in Pirelli & C. di Pirelli SpA.

L'incorporazione comporta l'aumento del capitale sociale di Pirelli & C. e l'assegnazione in concambio agli azionisti di Pirelli SpA delle azioni Pirelli & C. di nuova emissione.

A tal fine, abbiamo ricevuto da Pirelli & C. il progetto di fusione corredato dall'apposita relazione degli Amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché le situazioni patrimoniali di fusione al 31 dicembre 2002, redatte ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria di Pirelli & C. che sarà tenuta in prima convocazione in data 7 maggio 2003 e, occorrendo, in seconda convocazione in data 8 maggio 2003.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli azionisti di Pirelli SpA in prima convocazione in data 5 maggio 2003 e, occorrendo, in seconda convocazione in data 6 maggio 2003.

L'incarico di redigere per Pirelli SpA analogo relazione sul rapporto di cambio è stato conferito dal Presidente del Tribunale di Milano alla società Mediolanum – Società Lombarda di Revisioni Srl.

Nel paragrafo 1 della relazione sulla fusione gli Amministratori illustrano le motivazioni e la struttura dell'operazione.

L'incorporazione si inserisce nell'ambito del processo di semplificazione della struttura di controllo che lega Pirelli SpA, e le società operative da essa controllate, a Pirelli & C. Tale processo di razionalizzazione prevede in sintesi:

- la trasformazione di Pirelli & C. da accomandita per azioni a società per azioni e l'adozione di un oggetto sociale maggiormente corrispondente al ruolo di *holding* industriale del gruppo, con conseguente attribuzione del diritto di recesso ai soci dissenzienti;
- un aumento di capitale *cum warrant* Pirelli & C. offerto in opzione al valore nominale (Euro 0,52 per azione) in ragione di 3 nuove azioni ordinarie per ogni azione ordinaria o di risparmio posseduta, con un incasso massimo di 1.014 milioni di Euro circa. A ogni azione di nuova emissione è abbinato 1 warrant valido per sottoscrivere, nel continuo e per un periodo di 3 anni, azioni Pirelli & C., al valore nominale (Euro 0,52 per azione) in ragione di 1 azione ogni 4 warrant esercitati, con un incasso complessivo massimo di ulteriori 254 milioni di Euro circa;
- la fusione per incorporazione di Pirelli & C. Luxembourg S.A. (di seguito, "Pirelli & C. Luxembourg") in Pirelli & C. previo trasferimento della sede in Italia;
- la fusione, successiva all'esecuzione dell'aumento di capitale, per incorporazione di Pirelli SpA in Pirelli & C..

2 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti di Pirelli & C. idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori della Società per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione da loro incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori della Società a tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Pirelli & C., anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Pirelli & C. e Pirelli SpA. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori della Società assistiti dai consulenti da loro incaricati.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono inoltre basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della nostra relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

- (i) Il progetto di fusione e la relazione degli Amministratori della Società indirizzata all' assemblea straordinaria che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali di fusione, i seguenti rapporti di cambio:

4 azioni ordinarie Pirelli & C. per ogni 3 azioni ordinarie Pirelli SpA

e

10 azioni di risparmio non convertibili Pirelli & C. per ogni 7 azioni di risparmio non convertibili Pirelli SpA

Tali rapporti di cambio sono stati determinati dagli Amministratori della Società, sulla base delle analisi effettuate, condividendo e facendo proprie le considerazioni valutative e le indicazioni risultanti dalla relazione di stima di cui al successivo punto (ii).

- (ii) La relazione di stima sul rapporto di cambio redatta da Mediobanca SpA (di seguito "Mediobanca" o il "Consulente") in qualità di consulente di Pirelli & C.; tale relazione, datata 11 marzo 2003 e predisposta su incarico di Pirelli & C., espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni finali.
- (iii) La seguente documentazione, utilizzata da Mediobanca per la preparazione della sua relazione e, successivamente, anche da noi, ai fini del nostro incarico:

per Pirelli & C.:

- bilanci civilistici e consolidati di Pirelli & C. al 31 dicembre 2000 e 31 dicembre 2001 , corredati dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione;
- bilanci civilistici e consolidati di Pirelli & C. Real Estate SpA (di seguito, "Pirelli & C. Real Estate") al 30 giugno 2000 e 2001 e al 31 dicembre 2001 , corredati dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione;
- progetto di bilancio civilistico di Pirelli & C. e Pirelli & C. Real Estate al 31 dicembre 2002;

- bilancio consolidato di Pirelli & C. e Pirelli & C. Real Estate al 31 dicembre 2002;
- bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2000, 2001 e 2002 corredati dalla relativa nota integrativa e relazioni della società di revisione di Pirelli & C. Luxembourg;
- prospetto informativo per l'ammissione di Pirelli & C. Real Estate alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana SpA depositato presso Consob il 6 giugno 2002;
- sintesi predisposta da Pirelli & C. della perizia di stima del valore di mercato del patrimonio immobiliare di Pirelli & C. Real Estate al 31 dicembre 2002 redatta da CB Richard Ellis SpA;
- dati previsionali dell'attività di servizi di Pirelli & C. Real Estate (Piano di Gestione 2003);
- dati borsistici, studi di settore e aziendali redatti da analisti finanziari indipendenti relativi a Pirelli & C., Pirelli & C. Real Estate e a un campione di società quotate operanti nel settore immobiliare;
- altri documenti e informazioni forniti direttamente da Pirelli & C. o ottenuti nel corso di colloqui con la direzione della Società.

per Pirelli SpA:

- bilanci civilistici e consolidati, anche trimestrali, di Pirelli SpA, Olivetti SpA e Telecom Italia SpA per il periodo 31 dicembre 2000-30 settembre 2002, corredati dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione;
- progetto di bilancio civilistico di Pirelli SpA al 31 dicembre 2002;
- bilancio consolidato di Pirelli SpA al 31 dicembre 2002;
- bilancio di Olimpia SpA (di seguito, "Olimpia") al 31 dicembre 2001 e progetto di bilancio al 31 dicembre 2002;
- situazioni patrimoniali pro-forma base 31 dicembre 2002 di Holy Srl e Holinvest SpA ante incorporazione di Holy Srl in Olimpia;
- dati previsionali 2003-2004 del gruppo Pirelli SpA ripartiti per settore di attività;

- patti parasociali sottoscritti dai soci di Olimpia;
- relazione degli amministratori di Olimpia redatta ai fini della fusione per incorporazione di Holy Srl in Olimpia;
- dati borsistici, studi di settore e aziendali redatti da analisti finanziari indipendenti relativi a Pirelli SpA, Olivetti SpA, Telecom Italia SpA e a un campione di società quotate operanti nei settori dei cavi e sistemi, pneumatici e telecomunicazioni;
- altre informazioni pubblicamente reperibili.

(iv) La seguente documentazione ulteriore:

- situazione patrimoniale pro forma al 31 dicembre 2002, nella quale sono rappresentati gli effetti della fusione di Pirelli & C. Luxembourg in Pirelli & C.;
- materiale predisposto dal Consulente per il Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C. dell'11 marzo 2002;
- parere in merito al rapporto di cambio delle azioni nella fusione per incorporazione di Pirelli SpA in Pirelli & C., datato 11 marzo 2002, preparato dal Prof. Marco Reboa.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Pirelli & C., sino alla data della presente relazione non sono intervenuti fatti o accadimenti tali da modificare in modo significativo le informazioni acquisite e utilizzate dal Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C. per la redazione del progetto di fusione.

4 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI PIRELLI & C. PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

4.a Aspetti generali

Gli Amministratori di Pirelli & C., in considerazione della rilevanza e complessità della prospettata operazione di fusione, hanno ritenuto appropriato individuare un metodo di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali e applicative, consentisse di valutare in maniera omogenea Pirelli & C. e Pirelli SpA, in quanto il loro scopo non è tanto quello di pervenire a misure assolute del valore del capitale economico, quanto quello di ottenere valori omogenei delle società partecipanti alla fusione per poter determinare il rapporto di cambio.

Il principio di omogeneità, privilegiato nella scelta del criterio valutativo, è stato applicato compatibilmente con gli elementi caratteristici di Pirelli & C. e Pirelli SpA; i valori indicati dagli Amministratori della Società costituiscono, pertanto, a loro giudizio, valori sostanzialmente paragonabili tra loro e da interpretarsi, in via esclusiva, a supporto della determinazione del rapporto di cambio nell'ambito dell'operazione di fusione.

Sotto diverso profilo la valutazione, sia di Pirelli & C. che di Pirelli SpA, è stata effettuata dagli Amministratori in coerenza con le prassi nazionali e internazionali, sulla base delle caratteristiche di Pirelli & C. e Pirelli SpA.

Sono stati inoltre tenuti in considerazione i seguenti eventi rilevanti realizzati o da realizzarsi successivamente al 31 dicembre 2002:

- (i) acquisto da parte di Pirelli & C. di n. 47.973.139 azioni ordinarie Pirelli SpA (pari al 2,5 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie) da BZ Group Holding Limited per un corrispettivo complessivo di circa 43,1 milioni di Euro;
- (ii) fusione per incorporazione di Holy Srl in Olimpia sulla base degli accordi tra i soci di Olimpia, Olimpia e Hopa SpA annunciati al mercato il 19 dicembre 2002 e approvati dalle rispettive assemblee straordinarie in data 28 febbraio e 3 marzo 2003. A seguito di tale operazione la quota di partecipazione di Pirelli SpA in Olimpia si ridurrà dal 60 per cento al 50,4 per cento;
- (iii) la prospettata distribuzione del dividendo sull'utile 2002 da parte sia di Pirelli & C. (Euro 0,08 per azione ordinaria ed Euro 0,0904 per azione di risparmio, con un esborso complessivo di 52 milioni di Euro circa) sia di Pirelli SpA (Euro 0,0364 per azione di risparmio con un esborso complessivo di 3 milioni di Euro circa), sottoposta all'approvazione delle rispettive assemblee degli azionisti;
- (iv) l'aumento di capitale *cum warrant* di Pirelli & C., di cui al primo paragrafo della presente relazione, all'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria.

Per quanto concerne infine le modalità di applicazione dei metodi prescelti, questi non sono stati analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico; nel contempo, sono stati tenuti in conto i vantaggi e i limiti impliciti nel metodo, con riferimento in particolare alla prassi valutativa del settore e all'esperienza del Consulente.

In conformità a quanto previsto dall'art. 2501 quinquies del Codice Civile, è illustrato qui di seguito il metodo prescelto per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dalla sua applicazione.

4.b Metodi di valutazione utilizzati

Per la valutazione di Pirelli & C. e Pirelli SpA, ai fini della determinazione del rapporto di cambio per la fusione, sono stati utilizzati i metodi delle quotazioni di borsa e del *Net Asset Value* (di seguito "NAV").

Il metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società un valore pari a quello mediamente attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni sono trattate, in diversi periodi temporali.

Sul piano metodologico, l'applicazione di tale metodo richiede la verifica preliminare delle seguenti condizioni:

- (a) il grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni della società oggetto della valutazione;
- (b) l'omogeneità e la comparabilità dei prezzi delle azioni della società oggetto di valutazione, in un orizzonte temporale sufficientemente ampio.

Tali condizioni sono risultate verificate per i titoli Pirelli & C. e Pirelli SpA in considerazione del fatto che sono titoli quotati nella Borsa Italiana, hanno una posizione di rilievo in termini di capitalizzazione e presentano un elevato ammontare giornaliero di azioni negoziate.

Per la determinazione dei valori relativi delle Società si sono assunti a riferimento i rapporti di cambio medi ponderati espressi dal mercato borsistico nel corso di 1, 3 e 6 mesi antecedenti il 7 marzo 2003, data successivamente alla quale i titoli delle società sono stati temporaneamente sospesi dalle negoziazioni.

Il metodo del NAV o Somma delle Parti

Il metodo del NAV è un procedimento comunemente utilizzato nella prassi di mercato per valutare holding che abbiano partecipazioni rilevanti in attività eterogenee.

Tale procedimento consiste nel valutare separatamente, e con metodologie di valutazione differenziate, la holding pura e le partecipazioni detenute nei diversi business ed è preferito al procedimento basato sull'utilizzo di dati complessivi, che non consentono, talvolta, di apprezzare pienamente il valore implicito nei diversi business.

Nella fattispecie Pirelli SpA può essere assimilata a una holding industriale con varie attività e partecipazioni in diversi settori industriali. Il Consiglio degli Accomandatari, assistito dal Consulente, ha fatto riferimento al bilancio consolidato al 31 dicembre 2002 procedendo a una ripartizione per settore del patrimonio di Pirelli SpA.

Il metodo del NAV è stato quindi applicato sulla base dei dati subconsolidati per settori omogenei di attività (cavi e sistemi energia, cavi e sistemi telecom, pneumatici e “area holding”).

Nell’ambito di tale procedimento, metodi e parametri valutativi appropriatamente differenziati sono stati applicati ai vari settori/società, al fine di coglierne le caratteristiche operative. In particolare, i tre settori industriali sono stati valutati sulla base dei rispettivi multipli di mercato di società quotate comparabili. Per le attività nel settore dei pneumatici, che beneficiano di tecnologie distintive e di selezionate quote di mercato, il valore così ottenuto è stato rettificato per tenere conto di un premio del 20 per cento.

Per le attività nel settore dei cavi e sistemi energia e dei cavi e sistemi telecom, tenuto anche conto delle negative condizioni dei mercati di riferimento, si è ritenuto che i risultati espressi dalla metodologia dei multipli di borsa fossero coerenti con il valore di mercato delle attività di Pirelli SpA e pertanto non richiedessero l’applicazione di alcun premio.

L’“area holding” è stata valutata sulla base del contributo al patrimonio netto consolidato complessivo, rettificato per tenere conto dei costi che strutturalmente accompagnano l’attività gestionale dell’area nonché del valore corrente delle partecipazioni non consolidate.

Quanto a queste ultime, Olimpia è stata valutata in base alla stima del valore economico delle azioni e obbligazioni convertibili Olivetti in portafoglio, aumentato di un premio del 20 per cento per tenere conto del valore strategico del pacchetto detenuto da Olimpia in Olivetti. Il valore del capitale economico di Olivetti è stato stimato sulla base di una valutazione a NAV, valutando Telecom Italia, che costituisce l’attività principale della società, a sua volta a NAV. In particolare, la divisione Telefonia Fissa (gestita direttamente) e TIM SpA (controllata al 56,3 per cento), sono state valutate sulla base dei multipli di borsa di società quotate comparabili, la partecipazione di Telecom Italia in Seat Pagine Gialle (56,2 per cento) sulla base della media dei corsi di borsa dei 3 mesi antecedenti il 7 marzo 2003. Tale valutazione a NAV è risultata in linea con i *target price* riportati sui *research report* pubblicati dai numerosi analisti finanziari che analizzano il titolo Telecom Italia.

A integrazione del valore complessivamente attribuito al settore telecomunicazioni, si è infine tenuto conto della passività potenziale esistente in capo a Pirelli SpA relativa a un *put* esercitabile da parte degli istituti finanziari soci al 16,8 per cento del capitale di Olimpia. Tale effetto è stato quantificato sulla base del valore differenziale tra il prezzo di

esercizio del *put* relativo alle azioni di Olimpia e il loro valore corrente, determinato in base alla stima sopra descritta.

Le partecipazioni di minoranza del gruppo Pirelli SpA in società quotate sono state valutate al valore di mercato sulla base della media dei corsi di borsa dei 3 mesi antecedenti il 7 marzo 2003, mentre le altre partecipazioni minori sono state valutate al patrimonio netto o al loro valore di bilancio.

Nel caso di Pirelli & C., che si configura come una holding pura di partecipazioni, il cui attivo è principalmente rappresentato dalle interessenze in società operative, il Consiglio degli Accomandatari ha fatto riferimento a una situazione patrimoniale pro forma al 31 dicembre 2002, nella quale sono rappresentati gli effetti della fusione di Pirelli & C. Luxembourg in Pirelli & C.

La partecipazione più rilevante, Pirelli SpA, di cui Pirelli & C., nella configurazione pro forma, detiene il 41,7 per cento del capitale ordinario e il 9,7 per cento del capitale di risparmio, è stata valutata sulla base del valore di Pirelli SpA determinato con il metodo del NAV, come sopra descritto.

La partecipazione del 61,2 per cento in Pirelli & C. Real Estate è stata a sua volta valutata, tenuto anche conto dei corsi di borsa, sulla base del NAV relativo, valorizzando il patrimonio immobiliare sulla base di una perizia redatta dal perito CB Richard Ellis, con riferimento alla situazione al 31 dicembre 2002, e le attività di servizi (*Service Providing e Asset Management*) sulla base dei multipli di mercato di società quotate comparabili.

Le partecipazioni di minoranza in società quotate sono state valutate al valore di mercato sulla base della media dei corsi di borsa dei 3 mesi antecedenti il 7 marzo 2003, mentre le altre partecipazioni minori sono state valutate al patrimonio netto o al loro valore di bilancio.

Il valore complessivo così ottenuto è stato rettificato per tenere conto dei costi operativi che strutturalmente accompagnano l'attività di *holding* di partecipazioni.

Con riferimento alle modalità di applicazione del metodo del NAV, sia per Pirelli & C. sia per Pirelli SpA, si rileva inoltre che, in considerazione della natura strategica delle principali partecipazioni detenute, e pertanto in ipotesi di mantenimento delle partecipazioni medesime, alle eventuali plusvalenze rivenienti dalla valutazione economica delle controllate e delle società quotate nelle quali Pirelli & C. e le sue controllate partecipano a patti di sindacato, non è stato applicato alcun effetto fiscale.

I metodi valutativi applicati ai vari settori/società di Pirelli & C. e Pirelli SpA sono riepilogati nella tabella che segue.

Società / principali asset	Metodo di valutazione analitica
<u>Pirelli & C.</u>	
Pirelli SpA	NAV (vedi il dettaglio sotto)
Pirelli & C. Real Estate <i>Proprietà immobiliari</i> <i>Servizi</i>	NAV <i>perizia CB Richard Ellis</i> <i>multipli di borsa</i>
<i>Partecipazioni di minoranza in società quotate</i>	media dei corsi di borsa
<i>Partecipazioni non quotate</i>	patrimonio netto/costo
<u>Pirelli SpA</u>	
100% Tyre Holding	multipli di borsa + premio
100% Pirelli Cavi e Sistemi Energia	multipli di borsa
100% Pirelli Cavi e Sistemi Telecom	multipli di borsa
50,4% Olimpia 28,5% Olivetti 54,9% Telecom Italia - <i>Telefonia fissa</i> - <i>TIM</i> - <i>Seat Pagine Gialle</i>	NAV NAV + premio NAV <i>multipli di borsa</i> <i>multipli di borsa</i> <i>media dei corsi di borsa</i>
Area holding gruppo Pirelli SpA <i>Partecipazioni di minoranza in società quotate</i> <i>Altre partecipazioni</i>	Patrimonio netto rettificato <i>media dei corsi di borsa</i> <i>patrimonio netto/costo</i>

Per quanto concerne gli *asset* valutati con il metodo dei multipli di borsa, l'analisi consiste nell'applicazione alle attività aziendali oggetto di valutazione di una serie di rapporti – “multipli” – fra il valore di borsa di società quotate comparabili (operative nel medesimo settore) e taluni parametri reddituali e patrimoniali a esse relativi. In tal modo viene stimato in prima approssimazione il valore che il mercato borsistico attribuirebbe alla società oggetto di valutazione, qualora questa fosse quotata. L'analisi dei multipli si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di società quotate;
- determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di borsa (media in un intervallo o valore puntuale a una data);
- identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;
- normalizzazione, per quanto possibile, dei dati economico-patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione e delle aziende del campione selezionato.

Nel caso di specie, sono stati utilizzati i multipli ritenuti più appropriati con riferimento ai singoli *asset* oggetto di valutazione, in linea con la prassi valutativa prevalente degli analisti finanziari di settore.

In linea con la dottrina e la prassi valutativa nazionale e internazionale, il valore del capitale economico ottenuto dall'applicazione del metodo del NAV è stato ripartito assumendo che il rapporto tra i valori delle differenti categorie di azioni sia ricavabile da quello effettivamente registrato dalle rispettive quotazioni di borsa su un arco temporale sufficientemente significativo. A tal fine, si è preso come riferimento la media dei corsi di borsa nei 3 mesi antecedenti il 7 marzo 2003.

4.c Sintesi dei risultati ottenuti dal Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C.

Nella tabella che segue sono riassunti i valori per azione di Pirelli & C. e Pirelli SpA ottenuti dall'applicazione dei metodi descritti e i relativi rapporti di cambio, tenuto conto dell'aumento di capitale in opzione Pirelli & C. e dei dividendi in distribuzione a valere sull'utile 2002 di Pirelli & C. e Pirelli SpA, espressi in termini di numero di azioni Pirelli & C. per ogni azione Pirelli SpA:

	NAV	Metodo delle quotazioni di borsa		
		media 1 mese	media 3 mesi	media 6 mesi
Valori per azione ordinaria				
Pirelli & C. (Euro)	0,68	0,63	0,65	0,66
Pirelli SpA (Euro)	0,90	0,82	0,87	0,92
Concambio	1,32	1,30	1,34	1,38
Valore per azione di risparmio				
Pirelli & C. (Euro)	0,62	0,58	0,59	0,55
Pirelli SpA (Euro)	0,88	0,83	0,85	0,94
Concambio	1,43	1,43	1,44	1,71

5 DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI PIRELLI & C.

Nella relazione illustrativa sulla fusione gli Amministratori di Pirelli & C. hanno indicato di aver tenuto debito conto, anche in applicazione di quanto previsto dall'art. 2501 *quater* cod. civ., delle peculiarità e difficoltà di valutazione presentate da società *holding* capogruppo di realtà industriali attive in comparti diversi e della conseguente opportunità di ricorrere a valutazioni che, pur nel rispetto del principio di omogeneità e raffrontabilità dei criteri valutativi, consentissero di cogliere i tratti distintivi propri di ciascun bene oggetto di valutazione.

6 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI PIRELLI & C.

Gli Amministratori di Pirelli & C., sulla base delle analisi effettuate, esaminata e condivisa la relazione di stima di Mediobanca nonché il parere espresso dal Prof. Marco Reboa in merito alla ragionevolezza e congruità dei criteri utilizzati dal Consulente, sulla base altresì delle intese intercorse con il Consiglio di Amministrazione di Pirelli SpA, hanno fissato i rapporti di cambio da proporre all'Assemblea nella misura di seguito indicata:

4 azioni ordinarie Pirelli & C. per ogni 3 azioni ordinarie Pirelli SpA

e

10 azioni di risparmio non convertibili Pirelli & C. per ogni 7 azioni di risparmio non convertibili Pirelli SpA

7 LAVORO SVOLTO

7.a Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per i bilanci civilistici e consolidati di Pirelli e C. al 31 dicembre 2000 e 2001 abbiamo fatto riferimento alle nostre relazioni della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emesse rispettivamente in data 11 aprile 2001 e 22 aprile 2002.

Per i bilanci civilistici e consolidati di Pirelli e C. Real Estate al 30 giugno 2000 e 2001 e al 31 dicembre 2001 abbiamo fatto riferimento alle nostre relazioni della società di revisione

ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emesse rispettivamente in data 19 settembre 2000, 12 settembre 2001 e 28 marzo 2002.

Per i bilanci civilistici e consolidati di Pirelli SpA al 31 dicembre 2000 e 2001 abbiamo fatto riferimento alle nostre relazioni della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emesse rispettivamente in data 11 aprile 2001 e 22 aprile 2002.

In merito al progetto di bilancio civilistico e al bilancio consolidato di Pirelli & C., Pirelli SpA e Pirelli & C. Real Estate al 31 dicembre 2002, nell'ambito delle procedure di revisione finalizzate all'emissione della relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58, tuttora in corso, abbiamo svolto le procedure di revisione ritenute adeguate per il presente incarico.

Per il bilancio civilistico di Olimpia al 31 dicembre 2001 abbiamo fatto riferimento alla nostra relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emessa in data 22 aprile 2002. In merito al progetto di bilancio civilistico al 31 dicembre 2002 nell'ambito delle procedure di revisione finalizzate all'emissione della relazione della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 e dell'articolo 165 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58, tuttora in corso, abbiamo svolto le procedure di revisione ritenute adeguate per il presente incarico.

Per il bilancio di Pirelli e C. Luxembourg al 31 dicembre 2000, 2001 e 2002 abbiamo fatto riferimento alle relazioni della società di revisione emesse da PricewaterhouseCoopers Luxembourg rispettivamente in data 21 marzo 2001, 10 maggio 2002 e 11 marzo 2003.

Per le situazioni patrimoniali proforma di Holy Srl e Holinvest SpA ante incorporazione di Holy Srl in Olimpia abbiamo fatto riferimento al lavoro svolto ai fini dell'emissione della nostra relazione sul rapporto di cambio tra le azioni di Olimpia e le quote di Holy Srl ai sensi dell'articolo 2501 quinques del codice civile, datata 27 febbraio 2003.

Per i bilanci civilistici e consolidati di Olivetti SpA e Telecom Italia SpA al 31 dicembre 2000 abbiamo fatto riferimento alle nostre relazioni della società di revisione ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emesse in data 21 maggio 2001 e per il bilancio al 31 dicembre 2001 abbiamo esaminato le relazioni della società di revisione Reconta Ernst & Young SpA ai sensi dell'articolo 156 del dlgs 24 febbraio 1998, n °58 emesse rispettivamente in data 16 aprile 2002 e 15 aprile 2002 e abbiamo esaminato le carte di lavoro della società di revisione con particolare riguardo alla sintesi dei risultati emersi dal lavoro svolto.

Per la situazione patrimoniale proforma al 31 dicembre 2002, nella quale sono rappresentati gli effetti della fusione di Pirelli & C. Luxembourg in Pirelli & C., abbiamo analizzato le scritture proforma effettuate.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con la direzione della Società, e tramite l'attestazione ricevuta di cui al paragrafo 3, informazioni circa gli eventi avvenuti successivamente alla data di redazione del progetto di fusione che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto della nostra relazione.

Tutto il lavoro è stato svolto nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel primo paragrafo.

7.b Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analizzato il progetto di fusione approvato dal Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C.;
- analizzato la relazione illustrativa del Consiglio degli Accomandatari di Pirelli & C.;
- analizzato la relazione di stima di Mediobanca inerente alla determinazione del rapporto di cambio e il parere del Prof. Reboa in merito a tale determinazione;
- verificato la completezza e la non contraddittorietà del procedimento seguito e delle motivazioni addotte dagli Amministratori di Pirelli & C. nella determinazione del rapporto di cambio;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- sviluppato "sensitivity analysis" nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo, in particolare, di verificare quanto il rapporto di cambio sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati. La principale analisi di sensitività ha riguardato l'arco temporale di riferimento per il calcolo delle medie utilizzate per l'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, condividendo e facendo proprie le considerazioni valutative e le indicazioni del proprio Consulente;
- analizzato e discusso con il Consulente il lavoro da esso complessivamente svolto, le risultanze dello stesso e le correlate motivazioni e giustificazioni.

8 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori di Pirelli & C. consiste in una stima dei valori economici relativi per le singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del rapporto di cambio; stima, pertanto, non utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati sono le seguenti:

- i metodi proposti dal Consulente e adottati dagli Amministratori sono comunemente accettati e utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nei settori di riferimento; la pluralità di metodologie prescelte e la complementarità dei criteri applicati, inoltre, ha reso maggiormente significativo il processo valutativo e ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti;
- il metodo del NAV è ritenuto nella prassi adeguato per la valutazione di società quali Pirelli & C., Pirelli SpA e Olivetti SpA, in quanto assimilabili rispettivamente a holding pure o industriali, che detengono attività in diversi settori, e il cui valore è ascrivibile alle partecipazioni al netto dell'indebitamento finanziario;
- il criterio delle quotazioni di borsa, utilizzato sia per Pirelli & C. e Pirelli SpA che per le partecipazioni minori in società quotate, appare adeguato nella circostanza. I titoli considerati infatti, e in particolare Pirelli & C. e Pirelli SpA, presentano un grado di liquidità che rende il prezzo di mercato ragionevolmente significativo e tendenzialmente rappresentativo del valore economico dell'azione. L'influenza sul valore dei movimenti giornalieri delle quotazioni di borsa è stata parzialmente neutralizzata ricorrendo al calcolo di medie di prezzo su archi temporali relativamente ampi;
- il metodo dei multipli, che consente di stimare l'apprezzamento da parte del mercato delle potenzialità di crescita del settore in cui operano i business operativi di Pirelli & C. e Pirelli SpA, appare adeguato nella circostanza data la disponibilità di informazioni relative a società comparabili quotate nei mercati finanziari.

9 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi.

In merito alle principali difficoltà valutative segnaliamo quanto segue:

- **Limiti legati alla complessità dell'operazione.** Le valutazioni effettuate dagli Amministratori di Pirelli & C. con l'assistenza di Mediobanca presuppongono la piena e puntuale realizzazione delle operazioni, descritte ai paragrafi 1 e 4.a, propedeutiche all'incorporazione di Pirelli SpA in Pirelli & C.. Gli effetti di tali operazioni trovano riflesso nelle valutazioni effettuate dal Consiglio degli Accomandatari. Il Consulente e gli Amministratori hanno inoltre valutato l'effetto sui rapporti di cambio derivante dall'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di Pirelli & C. ad esito della trasformazione del tipo di società e del mutamento dell'oggetto sociale. Considerando che l'esercizio del diritto di recesso sia limitato ai soli soci non aderenti al patto di sindacato di Pirelli & C., l'effetto sul concambio appare trascurabile.
- **Individuazione e scelta delle società comparabili.** La significatività dei risultati ottenuti con il metodo dei multipli è inevitabilmente connessa al grado di comparabilità delle società inserite nel campione di riferimento con quella oggetto di valutazione. La difficoltà di individuare società perfettamente comparabili può limitare pertanto la validità dei valori ottenuti. Tale limitazione può essere in parte superata nel caso in cui si faccia riferimento, come nel caso di specie, ai valori medi di un campione di società comparabili sufficientemente ampio.
- **Volatilità dei mercati.** Il riferimento a metodologie di valutazione che fanno riferimento all'apprezzamento da parte del mercato delle potenzialità di sviluppo di società operanti in determinati settori comporta necessariamente il rischio di scontare nel processo valutativo la naturale volatilità del mercato stesso. Tale limitazione risulta tuttavia in parte superata ricorrendo all'utilizzo di medie dei valori di mercato.
- **Utilizzo di previsioni economico-finanziarie.** Le previsioni economico-finanziarie sottostanti alla valutazione analitica dipendono dall'effettivo avverarsi delle ipotesi e assunzioni utilizzate per la loro redazione.

Le predette oggettive difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente relazione sul rapporto di cambio.

10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Pirelli & C., anche sulla base delle indicazioni del suo Consulente, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione dei rapporti di cambio delle azioni contenuti nel progetto di fusione.

Milano, 3 aprile 2003

PricewaterhouseCoopers SpA



Fabio Facchini
(Revisore Contabile)