

**TRIBUNALE DI MILANO  
SEZIONE VIII CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI  
DELL'ART. 2501 QUINQUIES DEL CODICE CIVILE**

**RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE  
IN**

**PIRELLI & C. A.P.A.**

**DI**

**PIRELLI S.P.A.**

**E**

**PIRELLI & C. LUXEMBOURG S.P.A.**

**ESPERTO**

**MEDIOLANUM  
SOCIETA' LOMBARDA DI REVISIONI S.R.L.**

**Milano, Via Quintino Sella n. 4**

## INDICE

<b>1</b>	<b>MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO .....</b>	<b>3</b>
1.1	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	4
1.2	SINTESI DELL'OPERAZIONE.....	5
<b>2</b>	<b>DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....</b>	<b>10</b>
<b>3</b>	<b>METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO .....</b>	<b>14</b>
3.1	ASPETTI GENERALI .....	14
3.2	LA VALUTAZIONE DI PIRELLI S.P.A.....	17
3.2.1.	<i>Il metodo delle quotazioni di borsa .....</i>	<i>17</i>
3.2.2.	<i>Il metodo della somma delle parti ("SOP") .....</i>	<i>18</i>
3.2.2. a)	Settore industriale .....	19
3.2.2. b)	Settore telecomunicazioni.....	19
3.2.2. c)	Costi di <i>holding</i> .....	20
3.2.2. d)	Interessi di minoranza.....	20
3.3	LA VALUTAZIONE DI PIRELLI & C. A.P.A.....	21
3.3.1.	<i>Il metodo delle quotazioni di borsa .....</i>	<i>21</i>
3.3.2.	<i>Il metodo della somma delle parti ("SOP") .....</i>	<i>22</i>
3.3.2. a)	Partecipazione detenuta in Pirelli S.p.a.....	23
3.3.2. b)	Partecipazione detenuta in Pirelli & C. Real Estate S.p.a. ....	23
3.3.2. c)	Altre partecipazioni quotate.....	25
3.3.2. d)	Costi di <i>holding</i> .....	25
3.4	SINTESI DELLE VALUTAZIONI.....	25
<b>4</b>	<b>DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI.....</b>	<b>27</b>
<b>5</b>	<b>RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI.....</b>	<b>28</b>
<b>6</b>	<b>LAVORO SVOLTO .....</b>	<b>29</b>
6.1	SINTESI DELL'OPERAZIONE.....	29
6.2	LAVORO SVOLTO SUI METODI UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO .....	30
<b>7</b>	<b>COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE.....</b>	<b>30</b>
<b>8</b>	<b>LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO. ....</b>	<b>33</b>
<b>9</b>	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>33</b>

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 QUINQUIES DEL CODICE CIVILE IN RELAZIONE AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE IN PIRELLI & C. A.P.A. DI PIRELLI S.P.A. E PIRELLI & C. LUXEMBOURG S.P.A.**

*Agli Azionisti di  
PIRELLI S.P.A.  
Milano*

**1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO**

A seguito della nostra nomina da parte dell'Illustrissimo Presidente del Tribunale di Milano, Sezione VIII civile, con decreto del 14 marzo 2003, la società Pirelli S.p.a., con sede legale in Milano, viale Sarca n. 222, capitale sociale di Euro 1.043.707.463,24 i.v., codice fiscale, partita IVA e n. iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 00886890151, società quotata al Mercato Telematico Azionario Italiano organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., ha affidato alla scrivente società l'incarico di redigere, ai sensi dell'art 2501, quinquies del Codice Civile la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni (ordinarie e di risparmio) di Pirelli S.p.a. (di seguito anche "**Pirelli**") e le azioni (ordinarie e di risparmio) di Pirelli & C. a.p.a. (di seguito "**Pirelli & C.**").

A tal fine, abbiamo ricevuto da Pirelli S.p.a. il progetto di fusione corredato da 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 il progetto di Bilancio al 31 dicembre 2002, ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti ordinari di Pirelli S.p.a. in data 5 maggio 2003, in prima convocazione, ed occorrendo in data 6 maggio 2003, in seconda convocazione.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto di fusione in sede di Assemblea Straordinaria gli azionisti di Pirelli & C. in data 7 maggio 2003, in prima convocazione, ed occorrendo in data 8 maggio 2003, in seconda convocazione.

L'incarico di redigere per Pirelli & C. analogo relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito alla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.a., società incaricata da Pirelli S.p.a. e da Pirelli & C., ai sensi dell'art 159 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, per la revisione contabile obbligatoria dei propri bilanci e delle proprie relazioni semestrali per gli esercizi al 31 dicembre 2002, 2003 e 2004.

## **1.1 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

L'istituto della fusione è regolamentato, tenendo conto delle disposizioni introdotte dal decreto legislativo 16 gennaio 1991, n. 22, dal Codice Civile agli artt. da 2501 a 2504 sexies.

Il Codice civile (art. 2501) prevede due forme di fusione: “mediante la costituzione di una società nuova o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre”.

Nel primo caso si verifica l'estinzione di tutte le società partecipanti alla fusione, nel caso di incorporazione si estinguono gli enti sociali (le incorporate), assorbiti da un altro ente (l'incorporante) che continuerà a sussistere.

L'operazione comporta, tra l'altro, la determinazione del rapporto di cambio, ovvero del rapporto tra i valori delle società che partecipano all'operazione.

Tale rapporto (art. 2501-quater) viene determinato dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione che redigono una relazione contenente i criteri di determinazione dello stesso.

Uno o più esperti nominati dal Presidente del Tribunale per ciascuna società, redigono (art. 2501-quinquies) una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni. Per quanto riguarda i contenuti della relazione di detti esperti, sono tassativamente previsti:

- l'indicazione del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio;
- il parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi predetti;

- la specificazione sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi;
- l'indicazione dell'eventuale difficoltà di valutazione.

La relazione degli esperti prevista dall'art. 2501-quinquies, per le società quotate in borsa, è redatta da società di revisione.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica pertanto, ai sensi dell'art. 2501 quinquies, I° comma, i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi 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 a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica della società.

Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

## **1.2 SINTESI DELL'OPERAZIONE**

Come descritto nella relazione degli Amministratori, l'operazione di fusione in esame trae motivazione dall'intendimento di concentrare in capo a Pirelli & C., successivamente alla incorporazione di Pirelli e di Pirelli & C. Luxembourg, la partecipazione di controllo nelle diverse società a capo di settori in cui il gruppo opera (Pirelli Cavi e Sistemi Energia S.p.a. per il settore dei cavi energia, Pirelli Cavi e Sistemi Telecom S.p.a. per il settore dei cavi per telecomunicazioni, Pirelli Tyre Holding N.V. per il settore dei pneumatici e Pirelli & C. Real Estate S.p.a. nel campo immobiliare) e la partecipazione in Olimpia S.p.a. che attualmente collega Pirelli ad Olivetti S.p.a. e quindi al settore telecomunicazioni.

Il tipo, la denominazione sociale e la sede delle società partecipanti alla fusione sono di seguito descritti:

**Società incorporante:**

- **Pirelli & C. a.p.a.**

Sede legale in Milano, Via Gaetano Negri n. 10;

Capitale sociale di Euro 339.422.773,56, interamente versato, suddiviso in

- n. 652.736.103 azioni da nominali Euro 0,52 ciascuna, di cui:
  - n. 618.317.846 azioni ordinarie;
  - n. 34.418.257 azioni di risparmio non convertibili.

Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e partita IVA n. 00860340157.

**Società incorporande:**

- **Pirelli S.p.a.**

Sede legale in Milano, Viale Sarca n. 222;

Capitale sociale di Euro 1.043.707.463,24, interamente versato, suddiviso in:

- n. 2.007.129.737 azioni da nominali Euro 0,52 ciascuna, di cui:
  - n. 1.919.123.721 azioni ordinarie;
  - n. 88.006.016 azioni di risparmio non convertibili.

Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e partita IVA n. 00886890151.

- **Pirelli & C. Luxembourg S.p.a.** (già Pirelli & C. Luxembourg S.A.)

Sede legale in Milano, Via Gaetano Negri n. 10;

Capitale sociale di Euro 183.600.000,00 interamente versato, suddiviso in:

- n. 270.000 azioni ordinarie da nominali Euro 680,00 ciascuna.

Alla data di approvazione del progetto di fusione da parte dei Consigli di Amministrazione di Pirelli e Pirelli & C.(11 marzo 2003), Pirelli & C. detiene:

- n. 272.378.274 azioni ordinarie di Pirelli S.p.a., pari al 14,19% del capitale ordinario;
- n. 8.500.000 azioni di risparmio di Pirelli S.p.a., pari al 9,66% del capitale di risparmio;
- n. 270.000 azioni di Pirelli & C Luxembourg, pari al 100% del capitale;
- n. 2.617.500 azioni proprie pari al 0,42 % del capitale ordinario.

Sempre alla stessa data Pirelli & C. Luxembourg detiene:

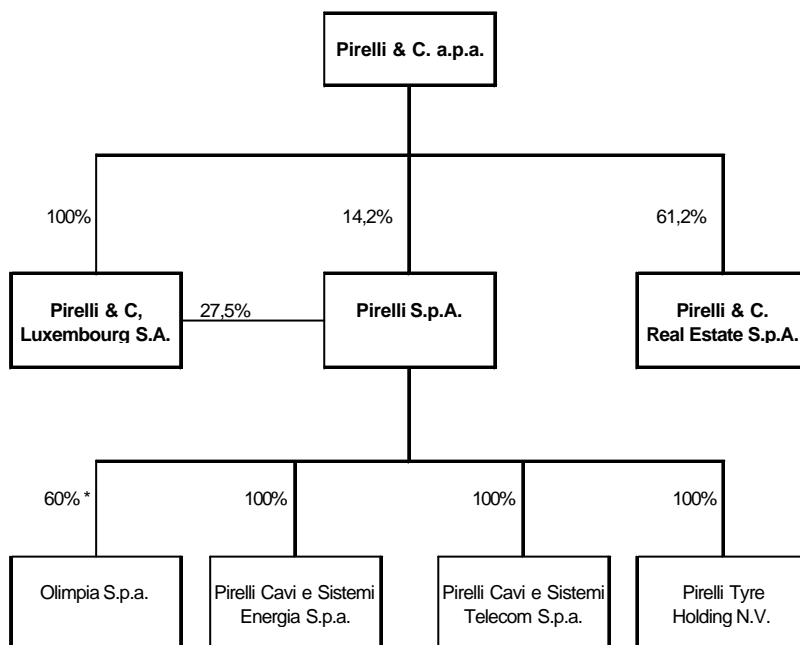
- n. 527.813.101 azioni ordinarie di Pirelli S.p.a. , pari al 27,50% del capitale ordinario.

Infine Pirelli detiene:

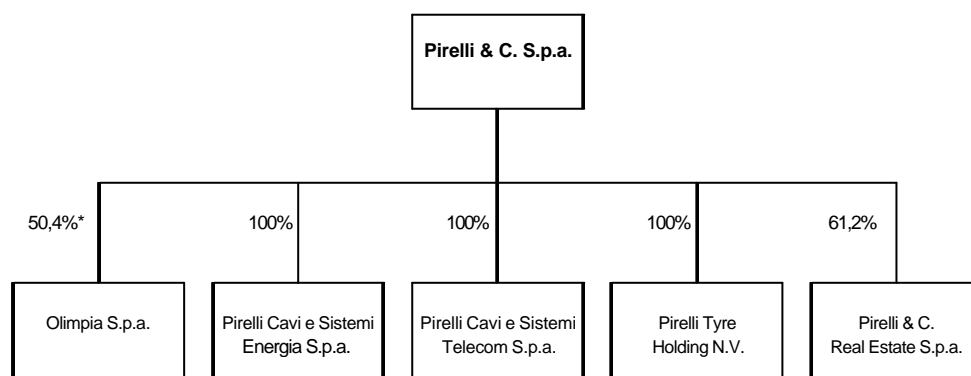
- n. 163.263.699 azioni proprie pari al 8,51% del capitale ordinario.

I grafici che seguono raffigurano la struttura ad oggi del gruppo in termini di attività economica e quella che risulterà a seguito della fusione.

**Situazione del Gruppo Pirelli  
alla data dell'11 marzo 2003**



**Situazione del Gruppo Pirelli  
Post - Fusione**



\* La partecipazione si riduce al 50,4% a seguito della fusione di Holy S.r.l. in Olimpia S.p.a., che avverrà presumibilmente nel maggio 2003.

Gli obiettivi che attraverso l'operazione sopra descritta si intendono perseguire sono quelli di:

- massimizzare la capitalizzazione di borsa del gruppo, da un lato eliminando l'incertezza degli investitori in merito al titolo su cui investire (con conseguenze positive su volatilità/arbitraggi), e, dall'altro, offrendo la possibilità di concambiare i titoli in azioni di una società di maggiori dimensioni, con un portafoglio di attività più ampio, un azionariato maggiormente diffuso e migliori caratteristiche di liquidità e contendibilità del titolo sottostante;
- favorire la focalizzazione del *management* verso la creazione di valore per un'unica compagine azionaria, invece che per due differenti;
- incrementare l'unitarietà di indirizzo strategico e gestionale, rafforzando parallelamente la funzione di controllo interno;
- velocizzare i tempi del processo decisionale, accrescendo la capacità del gruppo di interagire con il mercato, con i *partners* strategici e con gli interlocutori istituzionali;
- creare le basi per uno sviluppo ed una gestione più flessibile degli *assets* in portafoglio;
- ottimizzare i flussi economici e finanziari nell'ambito del gruppo e nei confronti degli azionisti;
- semplificare le attività amministrative.

Sotto il profilo economico, il valore relativo di Pirelli & C. e di Pirelli, nonché il conseguente rapporto di cambio, sono stati definiti, ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile, sulla base delle situazioni patrimoniali delle società al 31 dicembre 2002, che coincidono con i rispettivi bilanci di esercizio, tenuto conto delle seguenti operazioni successive alla predetta data:

- l'acquisto, in data 10 marzo 2003, da parte di Pirelli & C., in esecuzione di accordi *put&call*, di n. 47.973.139 azioni ordinarie pari al 2,5% del capitale ordinario di Pirelli da BZ Group Holding Limited, per un prezzo di Euro 43.111.061,00;
- l'incorporazione di Holy S.r.l. in Olimpia S.p.a. sulla base degli accordi sottoscritti tra i soci di Olimpia S.p.a., Olimpia S.p.a. ed Hopa S.p.a. ed annunciati al mercato il 19 dicembre 2002 (pubblicati ai sensi di legge), ad esito della quale la partecipazione di Pirelli S.p.a. in Olimpia S.p.a. si ridurrà dal 60% al 50,40%;

- la distribuzione del dividendo 2002 sia di Pirelli & C. sia di Pirelli;
- l'aumento di capitale come meglio di seguito descritto al punto 3);
- la fusione per incorporazione in Pirelli & C. di Pirelli & C. Luxembourg, interamente posseduta e titolare del 27,50% del capitale ordinario di Pirelli.

Gli azionisti di Pirelli & C. saranno chiamati a deliberare, preliminarmente alla fusione:

- 1) la trasformazione di Pirelli & C. da Società in Accomandita per Azioni in Società per Azioni;
- 2) le conseguenti modifiche dello Statuto;
- 3) l'aumento di capitale di Pirelli & C. scindibile a pagamento mediante emissione di massime n. 1.950.355.809 azioni ordinarie, con abbinati gratuitamente altrettanti *warrants*, circolabili autonomamente, da offrire in opzione agli attuali azionisti ordinari e di risparmio di Pirelli & C., al prezzo unitario pari al valore nominale di Euro 0,52 per azione, nel rapporto di n. 3 azioni di nuova emissione con warrant ogni n.1 azione di qualsiasi categoria posseduta. Conseguente aumento del capitale sociale scindibile a pagamento per massimi Euro 253.546.255,04 mediante emissione, anche in più riprese, di massime n. 487.588.952 azioni ordinarie, da riservare esclusivamente all'esercizio dei suddetti *warrants*, (abbinati alle emittende massime n. 1.950.355.809 azioni ordinarie rivenenti dal predetto aumento di capitale) al prezzo unitario di Euro 0,52 per azione pari al valore nominale.

Agli azionisti titolari di azioni ordinarie e di risparmio Pirelli & C., assenti o dissenzienti rispetto alle deliberazioni di trasformazione in società per azioni e di modifica dell'oggetto sociale, spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 Codice Civile, che dovrà essere esercitato in data anteriore al perfezionamento della fusione e dell'aumento del capitale.

## **2 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Per lo svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Pirelli & C., da Pirelli & C. Luxembourg e dalla Pirelli i documenti e le informazioni ritenute utili.

La documentazione ricevuta ed esaminata è rappresentata in particolare da:

- ◆ Il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori di Pirelli e Pirelli & C. approvati in data 11 marzo 2003 ed indirizzati alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2002, il seguente rapporto di cambio senza alcun conguaglio in denaro:
  - n. 4 azioni ordinarie Pirelli & C. di nuova emissione per ogni n. 3 azioni Pirelli, godimento 1° gennaio 2003;
  - n. 10 azioni di risparmio non convertibili Pirelli & C. di nuova emissione per ogni n. 7 azioni di risparmio non convertibili Pirelli, godimento 1° gennaio 2003.
  
- ◆ La “Valutazione relativa dei Capitali Economici e della congruità dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Pirelli S.p.a dei Rapporti di Cambio tra le azioni di Pirelli & C. a.p.a. e Pirelli S.p.a. nell’ambito della prospettata fusione tra le due società” eseguita da Morgan Stanley & Co. Limited e Lehman Brothers International (Europe) - Italian Branch, in qualità di consulenti degli Amministratori (di seguito anche “**Consulenti degli Amministratori**” o “**Consulenti**”) di Pirelli S.p.a. e fatta propria dagli Amministratori stessi nel Consiglio di Amministrazione del 11 marzo 2003 (di seguito “**Valutazione**”), nonché la relazione di stima eseguita da Mediobanca – Banca di credito finanziario S.p.a. in qualità di Consulente degli Amministratori di Pirelli & C.; tali relazioni datate 11 marzo 2003 e predisposte su incarico delle due società partecipanti alla fusione, espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione.
  
- ◆ La seguente documentazione utilizzata dove non diversamente specificatamente indicato dai Consulenti degli Amministratori per la predisposizione della propria relazione di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:

a) per Pirelli & C.:

- statuto vigente;
- bilanci civilistici e consolidati di Pirelli & C. e Pirelli & C. Real Estate S.p.a. (di seguito **Pirelli & C. Real Estate**) per il triennio 1999 - 2000 - 2001, corredati dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione;
- progetti di bilancio civilistico e consolidato di Pirelli & C. e Pirelli & C. Real Estate al 31 dicembre 2002 approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- bilancio per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2000 e 2001 corredati dalla relativa nota integrativa e relazioni di certificazione e progetto di bilancio per l'esercizio 2002 di Pirelli & C. Luxembourg S.A.;
- prospetto informativo per l'ammissione di Pirelli & C. Real Estate alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito dalla Borsa Italiana S.p.a. depositato presso Consob il 6 giugno 2002;
- sintesi 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 S.p.a.;
- dati previsionali (Piano di Gestione 2003) dell'attività di servizi di Pirelli & C. Real Estate;
- dati borsistici, studi di settore ed aziendali redatti da analisti finanziari indipendenti relativi a Pirelli & C., Pirelli & C. Real Estate e ad un campione di società quotate attive nel settore immobiliare;
- altri documenti ed informazioni fornite direttamente da Pirelli & C. od ottenuti nel corso di colloqui con il *management*;
- relazione di stima eseguita da Mediobanca - Banca di credito finanziario S.p.a., in qualità di consulente degli Amministratori di Pirelli & C., data 11 marzo 2003 (non utilizzata dai Consulenti);
- parere in merito al rapporto di cambio delle azioni nella fusione per incorporazione di Pirelli S.p.a. in Pirelli & C. S.p.a. redatto in data 11 marzo 2003 dal Prof. Marco Reboa (non utilizzata dai Consulenti).

b) per Pirelli:

- statuto vigente;
  - bilanci civilistici e consolidati, anche trimestrali, di Pirelli S.p.a., Olivetti S.p.a. e Telecom Italia S.p.a. per il periodo 2000 – 30 settembre 2002, corredati dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione;
  - progetto di bilancio civilistico e consolidato di Pirelli S.p.a. al 31 dicembre 2002 approvato dal Consiglio di Amministrazione;
  - bilancio al 31 dicembre 2001 e bozza del progetto di bilancio al 31 dicembre 2002 di Olimpia S.p.a.;
  - situazioni patrimoniali pro-forma base 31 dicembre 2002 di Holy S.r.l. e Holinvest S.p.a., ante incorporazione di Holy S.r.l. in Olimpia;
  - sintesi dei risultati economici attesi per il periodo 2003 – 2004 del gruppo Pirelli S.p.a. ripartiti per settore di attività;
  - patti parasociali relativi al capitale di Olimpia S.p.a.;
  - relazione degli amministratori di Olimpia S.p.a. redatta ai fini della fusione per incorporazione Holy S.r.l. in Olimpia S.p.a.;
  - dati borsistici, studi di settore e aziendali redatti da analisti finanziari indipendenti relativi a Pirelli S.p.a., Olivetti S.p.a., Telecom Italia S.p.a. e ad un campione di società quotate attive nei settori dei cavi, pneumatici e telecomunicazioni;
  - altri documenti e informazioni forniti direttamente da Pirelli o ottenuti nel corso di colloqui con il *management*.
- ◆ documentazione analitica di dettaglio utilizzata dai Consulenti a supporto delle loro analisi.
- ◆ elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.
- ◆ abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

### **3 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Come indicato nella relazione degli Amministratori, considerate le finalità delle valutazioni richieste, queste sono state effettuate - condividendo le impostazioni metodologiche, i criteri di valutazione applicati e le conclusioni raggiunte dai Consulenti degli Amministratori - nel rispetto degli elementi caratteristici delle Società interessate all'operazione di fusione ed utilizzando un medesimo approccio e comuni principi, privilegiando l'esigenza di sostanziale omogeneità delle ipotesi, dei criteri e dei metodi applicati per l'ottenimento di valori raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Alla luce di tale obiettivo, sono stati applicati metodi di valutazione che hanno consolidate basi dottrinali ed applicative, considerando le specificità delle Società coinvolte nell'operazione di fusione.

#### **3.1 ASPETTI GENERALI**

Sulla base delle precedenti considerazioni sono stati individuati il metodo delle quotazioni di mercato ed il metodo della "somma delle parti" (Sum Of the Parts – SOP), i cui risultati sono peraltro sostanzialmente coincidenti.

Il metodo delle "quotazioni di mercato" è un metodo diretto di valutazione e fonda il valore economico aziendale sulla base dei prezzi espressi dal mercato per l'azienda che è quotata.

Il valore di un'azienda quotata è espresso, in definitiva, sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sul mercato borsistico.

L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodologia dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto solo orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni.

Il metodo delle quotazioni di borsa non include premi strategici di controllo e negoziali, fattori per definizione non incorporati nel prezzo di borsa.

Al fine dell'applicazione del metodo, la Valutazione ha analizzato un arco temporale di uno, tre e sei mesi, privilegiando nella scelta il prezzo medio a tre mesi e la conseguente capitalizzazione totale.

Il metodo della "somma delle parti" è stato prescelto in quanto particolarmente aderente alle realtà oggetto di valutazione ed alla natura della fusione prospettata.

Infatti Pirelli e Pirelli & C. sono *holdings* industriali complesse che controllano direttamente ed indirettamente le attività:

- di produzione di pneumatici;
- di produzione di cavi per telecomunicazioni;
- di produzione di cavi per energia;
- immobiliari;
- finanziarie.

Il metodo prescelto individua il valore del capitale economico delle *holdings* quale somma dei valori dei capitali economici delle imprese possedute, considerate come attività economiche valutabili separatamente.

Il valore di ciascuna entità economica è quindi stimato in conformità alle caratteristiche proprie della specifica attività economica.

In particolare, assume notevole rilevanza per la valutazione dei singoli *assets* il metodo dei "multipli di mercato".

Tale metodo individua una relazione tra prezzi di mercato dei titoli azionari comparabili a quelli oggetto di stima ed alcune grandezze economiche significative per la misura di *performance* che vanno dal fatturato all'utile netto, passando attraverso i diversi livelli di misura di redditività del conto economico (EBITDA, NOPAT, EBIT).

Individuato il multiplo dato dal rapporto tra valore di mercato al numeratore e misura di *performance* al denominatore di un paniere di imprese comparabili, si applica il multiplo stesso alla misura di *performance* dell'attività oggetto di stima.

La stima con il metodo dei multipli esprime pertanto una valutazione di natura comparativa la cui significatività è connessa:

- alla corretta scelta del denominatore che sia espressivo della capacità prospettica dell'impresa di generare reddito;
- alla corretta scelta del gruppo di imprese comparabili che sia formato da entità tra loro fungibili nella scelta di *assets allocation* degli investitori.

Non può poi non essere sottolineato che, per effetto della struttura societaria, il valore di Pirelli & C. dipenda, in misura assai significativa, dal valore attribuito a Pirelli.

La tabella che segue illustra gli specifici criteri adottati nell'ambito del metodo della Somma delle Parti.

#### SOCIETA' PIRELLI

Tipo attività	Metodo adottato
<b>Attività industriali</b>	
Pneumatici	multipli di mercato + premio strategico
Cavi per telecomunicazioni, cavi per energia	multipli di mercato
<b>Partecipazione in Olimpia S.p.a.</b>	valorizzazione ottenuta in base alla metodologia "somma delle parti" alle azioni ed obbligazioni convertibili Olivetti detenute, con l'applicazione di un premio per tener conto della situazione di azionista di riferimento nel capitale di Olivetti
<b>Partecipazioni quotate</b>	metodo delle quotazioni di mercato
<b>Costi di holding</b>	valore risultante dalla capitalizzazione perpetua dei costi rilevati dal progetto di bilancio al 31 dicembre 2002
<b>Altre attività/passività nette</b>	valori di bilancio e informazioni fornite dal <i>management</i>

**SOCIETA' PIRELLI & C.**

Tipo attività	Metodo adottato
<b>Partecipazione in Pirelli S.p.a</b>	metodo della somma delle parti applicato a Pirelli in conformità a quanto sopra esposto
<b>Pirelli &amp; C. Real Estate S.p.a.</b>	metodo della somma delle parti, inclusivo di un premio strategico
<b>Partecipazioni quotate</b>	metodo delle quotazioni di mercato
<b>Costi di holding</b>	valore risultante dalla capitalizzazione perpetua dei costi rilevati dal progetto di bilancio al 31 dicembre 2002
<b>Altre attività/passività nette</b>	valore di bilancio, informazioni fornite dal <i>management</i>

**3.2 LA VALUTAZIONE DI PIRELLI S.P.A.****3.2.1. Il metodo delle quotazioni di borsa**

La Valutazione ha:

- utilizzato la media ponderata dei prezzi di riferimento dei titoli ordinari e di risparmio non convertibili;
- utilizzato il periodo di riferimento corrispondente al trimestre anteriore al 7 marzo 2003;
- rettificato i prezzi medi ponderati per tenere conto della distribuzione nel corso del 2003 dei dividendi dell'esercizio 2002.

La media dei corsi azionari di Pirelli è stata la seguente:

**Media dei corsi azionari di Pirelli S.p.a.**

(Euro per azione)

	<b>Azioni Ordinarie</b>	<b>Azioni di Risparmio</b>
Prezzo medio 1 mese	0,82	0,83
Prezzo medio 3 mesi	0,87	0,85
Prezzo medio 6 mesi	0,92	0,94

Prezzi rettificati per la proposta di dividendo 2002.

La capitalizzazione di mercato è stata la seguente:

**Capitalizzazione di mercato di Pirelli S.p.a.**

(Euro mln)

	<b>Azioni Ordinarie</b>	<b>Azioni di Risparmio</b>	<b>Capitalizzazione Totale</b>
Media 1 mese	1.440	73	1.513
Media 3 mesi	1.524	75	1.599
Media 6 mesi	1.615	83	1.698

Prezzi rettificati per la proposta di dividendo 2002. Dal calcolo sono escluse le azioni proprie detenute dalla società.

**3.2.2. Il metodo della somma delle parti (“SOP”)**

Tale metodo consiste nel valutare le *holding* di partecipazione attraverso la somma dei valori economici delle partecipazioni detenute, valutate come entità economiche autonome, e della capogruppo.

Nel caso in esame l'applicazione del metodo SOP a Pirelli ha comportato l'utilizzo dei seguenti metodi di valutazione:

### 3.2.2. a) Settore industriale

La società opera in comparti industriali diversi che possono essere raggruppati in tre settori omogenei per attività: cavi energia, cavi telecom e pneumatici.

Tali settori industriali sono stati valutati sulla base dei relativi multipli di mercato ed in particolare:

- pneumatici: multipli prospettici dell'EBITDA riferito ai risultati attesi per il 2003 e 2004 sulla base della sintesi dei risultati economici attesi predisposta dalla società. Il valore dell'attività così determinato è stato incrementato di un premio pari al 20% motivato dal particolare valore strategico di questo *asset*;
- cavi energia: multipli prospettici dell'EBITDA riferito ai risultati attesi per il 2003 e 2004 sulla base della sintesi dei risultati economici attesi predisposta dalla società;
- cavi telecom: multipli prospettici del fatturato riferito alle vendite attese per il 2003 e 2004 sulla base della sintesi dei risultati economici attesi predisposta dalla società.

### 3.2.2. b) Settore telecomunicazioni

La società è attiva in tale settore attraverso la partecipazione del 50,4 % nella società Olimpia S.p.a. (post-incorporazione di Holy S.r.l.) la quale avrà una partecipazione del 28,5 % di Olivetti S.p.a. che detiene il controllo (54,9 %) di Telecom S.p.a. Quest'ultima controlla TIM S.p.a. e Seat Pagine Gialle S.p.a.

La Valutazione ha provveduto preliminarmente a valutare Telecom S.p.a. utilizzando:

- il metodo dei multipli di mercato (Ebitda e Ebitda - Capex) di società comparabili per il settore "telefonia fissa" (TI Wireline);
- il metodo delle quotazioni di mercato per il settore "telefonia mobile" (TIM) e per le altre partecipazioni quotate (tra cui SEAT);

- il valore contabile, il valore di mercato o i valori riferibili a recenti transazioni, per gli altri *assets*.

Si è quindi proceduto alla valutazione di Olivetti S.p.a. utilizzando il metodo NAV, sommando al valore di Telecom S.p.a. come sopra determinato le altre attività valutate, a seconda dei casi, a valore di mercato (la partecipazione in Mediobanca) o a valore di libro.

La Valutazione ha infine determinato il valore della partecipazione in Olimpia S.p.a.:

- utilizzando il valore economico come sopra determinato dei titoli Olivetti azionari e derivati, aumentato del 20 % a titolo di premio per tener conto della situazione di azionista di riferimento;
- rettificando il valore come sopra ottenuto per tenere conto del potenziale effetto derivante dal diritto di *put* esercitabile dagli istituti finanziari soci (Banca Intesa S.p.a. e Unicredito S.p.a.) sul 16,8% del capitale di Olimpia S.p.a.. Il predetto calcolo è stato effettuato sulla base della differenza tra il prezzo di esercizio del predetto *put* ed il valore corrente delle azioni di Olimpia S.p.a. determinato con la metodologia sopra indicata.

### **3.2.2. c) Costi di *holding***

E' stata valutata, secondo la corretta applicazione della metodologia SOP, attraverso la capitalizzazione perpetua, ad un tasso di interesse pari all'onere medio dell'indebitamento della società, dei costi di *holding* sostenuti annualmente, al netto dei benefici fiscali connessi alla loro deducibilità.

### **3.2.2. d) Interessi di minoranza**

Gli interessi di minoranza sono stati dedotti, pro-quota senza attribuire ad essi gli eventuali premi strategici stimati, dai valori del capitale economico attribuiti alle varie attività industriali.

Tale metodologia rende il premio implicito relativo alla quota di Pirelli del settore industriale dei pneumatici effettivamente pari al 22,7%.

Con il metodo SOP sopra descritto il valore determinato dalla Valutazione è stato il seguente:

**Metodo della Somma delle Parti – Sintesi dei Risultati**

	<b>Azioni Ordinarie</b>	<b>Azioni di Risparmio</b>	<b>Totale</b>
Valore Capitale Economico (Euro mln)	1.575	78	1.653
Numero azioni (mln)	1.756	88	
<b>Valore per azione (Euro)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,88</b>	

L'attribuzione del valore del capitale economico tra le diverse categorie di azioni è stata effettuata al netto delle azioni proprie.

### **3.3 LA VALUTAZIONE DI PIRELLI & C. A.P.A.**

#### **3.3.1. Il metodo delle quotazioni di borsa**

La Valutazione ha:

- utilizzato la media ponderata dei prezzi di riferimento dei titoli ordinari e di risparmio non convertibili;
- utilizzato il periodo di riferimento del trimestre anteriore al 7 marzo 2003;
- rettificato i prezzi medi ponderati per tenere conto della distribuzione nel corso del 2003 dei dividendi dell'esercizio 2002.

La media dei corsi azionari di Pirelli & C. è stata la seguente:

**Media dei Corsi Azionari di Pirelli & C.**

(Euro per azione)

	<b>Azioni Ordinarie</b>	<b>Azioni di Risparmio</b>
Prezzo medio 1 mese	1,11	1,06
Prezzo medio 3 mesi	1,18	1,13
Prezzo medio 6 mesi	1,26	1,14

Prezzi rettificati per la proposta di dividendo 2002.

La capitalizzazione di mercato è stata la seguente :

**Capitalizzazione di mercato di Pirelli & C.**

(Euro mln)

	<b>Azioni Ordinarie</b>	<b>Azioni di Risparmio</b>	<b>Capitalizzazione Totale</b>
Media 1 mese	683	36	720
Media 3 mesi	728	39	767
Media 6 mesi	776	39	815

Prezzi rettificati per la proposta di dividendo 2002. Dal calcolo sono escluse le azioni proprie detenute dalla società.

**3.3.2. Il metodo della somma delle parti (“SOP”)**

Nel caso di Pirelli & C. l'applicazione del metodo SOP precedentemente descritto ha comportato l'utilizzo dei seguenti metodi di valutazione:

**3.3.2. a) Partecipazione detenuta in Pirelli S.p.a.**

Il calcolo del valore economico di Pirelli S.p.a. è stato effettuato moltiplicando il valore ottenuto utilizzando la metodologia già evidenziata nel precedente paragrafo 3.3.1. alla quota di partecipazione detenuta in detta società, tenendo conto anche delle azioni possedute dalla società incorporanda Pirelli & C. Luxembourg.

	%
- Azioni ordinarie Pirelli S.p.a. detenute direttamente da Pirelli & C. a.p.A	14,19
- Azioni ordinarie Pirelli S.p.a. detenute da Pirelli & C. Luxembourg	27,50
- Azioni di risparmio non convertibili detenute direttamente da Pirelli & C. a.p.A.	9,66

**3.3.2. b) Partecipazione detenuta in Pirelli & C. Real Estate S.p.a.**

La valutazione di tale partecipazione, che concorre per assai significativamente al valore complessivo del capitale economico di Pirelli & C., è stata effettuata nella Valutazione utilizzando la metodologia SOP applicata nel modo seguente:

- Proprietà e partecipazioni immobiliari:

Sono state valutate con il metodo analitico patrimoniale, sulla base delle risultanze di una perizia alla data del 31/12/2002 redatta dalla società CB Richard Ellis S.p.a. ed al netto della fiscalità latente sulle plusvalenze derivanti dalla differenza tra il predetto valore di mercato e il rispettivo valore contabile. L'aliquota fiscale utilizzata corrisponde al carico fiscale medio complessivo sull'intero portafoglio immobiliare in capo alle società del gruppo.

Si è poi utilizzato un ulteriore fattore di sconto del 20% ritenuto tipico delle valutazioni delle società immobiliari rispetto al valore patrimoniale riclassificato (metodo triple net NAV).

Tale valore è stato quindi mediato con quello derivante dalla applicazione al valore patrimoniale riclassificato (NAV) dello sconto (50%) osservato sulla quotazione di società

immobiliari di investimento e trading quotate nel mercato azionario italiano (metodo NAV Discount).

L'incidenza percentuale delle proprietà e partecipazioni immobiliari sul totale della valutazione di Pirelli & C. Real Estate S.p.a. è circa il 64%.

- Attività di servizi:

Si tratta prevalentemente di *fees* di gestione patrimoniale, di provvigioni e di altri proventi da servizi.

Sono state valutate applicando il metodo dei “multipli di mercato” (Utile netto previsto per tale attività nel corso del 2003 rettificato per escludere proventi straordinari) di società comparabili.

L'incidenza percentuale del valore dell'attività di servizi sul totale della valutazione di Pirelli & C. Real Estate S.p.a. è di circa il 34%.

- Altri proventi ed oneri:

Si tratta del saldo netto dei proventi ed oneri di partecipazione, prevalentemente connessi alla gestione delle partecipazioni Tiglio.

Sono stati valutati separatamente e aggiunti al valore delle attività di servizi come sopra determinato.

L'incidenza percentuale di tale valore sul totale della valutazione di Pirelli & C. Real Estate S.p.a. è di circa il 2%.

Il valore ottenuto con la predetta metodologia è stato incrementato di un premio del 15 % motivato dalla posizione di *leadership* della società sul mercato immobiliare italiano, nonché dalla sua appetibilità strategica.

Il valore ottenuto è superiore a quello che risulta dalla applicazione del metodo delle “quotazioni di Borsa” calcolato sui corsi degli ultimi 3/6 mesi e tuttavia in linea con i *target price* attribuiti dagli analisti finanziari al titolo Pirelli & C. Real Estate S.p.a..

**3.3.2. c) Altre partecipazioni quotate**

Le partecipazioni in altre società quotate (Mediobanca S.p.a., Hdp S.p.A e Gemina S.p.a.) sono state valutate con il metodo “di mercato”, utilizzando la media dei corsi di borsa degli ultimi 3 mesi.

**3.3.2. d) Costi di holding.**

E' stata utilizzata la metodologia indicata nel precedente punto 3.2.2. c).

**Metodo della Somma delle Parti – Sintesi dei Risultati**

	Azioni Ordinarie	Azioni di Risparmio	Totale
Valore Capitale Economico (Euro mln)	849	45	894
Numero azioni (mln)	616	34	
<b>Valore per azione (Euro)</b>	<b>1,38</b>	<b>1,31</b>	

L'attribuzione del valore del capitale economico tra le diverse categorie di azioni è stata effettuata al netto delle azioni proprie.

**3.4 SINTESI DELLE VALUTAZIONI**

La Valutazione, ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, ha poi tenuto conto degli effetti conseguenti al deliberando aumento di capitale di Pirelli & C. descritto al precedente n. 3) del paragrafo 1.2, assumendo le seguenti ipotesi :

- a) che l'aumento di capitale precedente la fusione descritto nel precedente paragrafo 1.2 venga interamente sottoscritto. Tale ipotesi è confortata anche dalla prevista formazione di un

consorzio di garanzia che verrà promosso da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.a.;

- b) che l'esercizio dei *warrants* abbinati alle azioni emittende nell'ambito del suddetto aumento di capitale avvenga alla scadenza dei 3 anni. Il valore dell'aumento di capitale a fronte delle azioni sottostanti a detti strumenti è attualizzato alla data di riferimento;
- c) che l'effetto derivante dal potenziale esercizio del diritto di recesso spettante agli azionisti di Pirelli & C. assenti o dissenzienti rispetto alle deliberazioni aventi ad oggetto la trasformazione dell'oggetto sociale, sia trascurabile. Ciò in quanto si ipotizza che l'esercizio di tale diritto possa avvenire, al più, per i soli azionisti non facenti parte del sindacato di blocco azioni Pirelli & C.. E' opportuno evidenziare che risultano sindacate n. 349.333.886 azioni ordinarie su di un totale di n. 618.317.846 azioni, di cui ulteriori 2.617.500 azioni detenute quali azioni proprie dalla società.

In concreto, il numero dei titoli in circolazione è stato incrementato per tenere conto dell'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale e del completo esercizio del *warrant*.

Per ciò che concerne il valore del capitale economico di Pirelli & C., questo è stato incrementato del valore attuale della liquidità che perverrà alla società nel momento in cui si verificherà l'aumento di capitale e l'esercizio del *warrant*.

Nell'ambito poi dell'applicazione del metodo SOP, il valore complessivo di Pirelli & C. e di Pirelli così determinato è stato ripartito tra azioni ordinarie ed azioni di risparmio attraverso l'applicazione del fattore di sconto rilevato dal mercato su di un periodo di osservazione trimestrale.

Si è poi adottato un rapporto di cambio per le azioni di risparmio della società incorporante rispetto a quelle della società incorporata che presuppone una valutazione di sostanziale omogeneità dei diritti patrimoniali attribuiti ai rispettivi titolari.

Tale ipotesi è confermata dalla circostanza che è previsto, contestualmente alla fusione, l'allineamento del dividendo privilegiato spettante agli azionisti di risparmio di Pirelli & C. nella misura del 7% del valore nominale dell'azione, così come già oggi stabilito per gli azionisti di risparmio di Pirelli.

In considerazione di tutta l'analisi sopra espressa, si è pervenuti alle seguenti valutazioni:

### Sintesi delle valutazioni

#### VALUTAZIONE DI MERCATO

	<u>Pirelli S.p.a.</u>			<u>Pirelli &amp; C.</u>		
	Az.Ord.	Az. Resp.	Tot.	Az.Ord.	Az. Resp.	Tot.
Valore Capitale Economico (Euro mln)	1.524	75	1.599	1.976	20	1.997
Numero azioni (mln)	1.756	88		3.054	34	
<b>Valore per azione (Euro)</b>	<b>0,87</b>	<b>0,85</b>		<b>0,65</b>	<b>0,59</b>	

#### VALUTAZIONE SOMMA DELLE PARTI

	<u>Pirelli S.p.a.</u>			<u>Pirelli &amp; C.</u>		
	Az.Ord.	Az. Resp.	Tot.	Az.Ord.	Az. Resp.	Tot.
Valore Capitale Economico(Euro mln)	1.575	78	1.653	2.103	21	2.124
Numero azioni (mln)	1.756	88		3.054	34	
<b>Valore per azione (Euro)</b>	<b>0,90</b>	<b>0,88</b>		<b>0,69</b>	<b>0,62</b>	

L'attribuzione del valore del capitale economico tra le diverse categorie di azioni è stata effettuata al netto delle azioni proprie.

#### 4 DIFFICOLTA' DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Il Consiglio di Amministrazione di Pirelli S.p.a., nella Relazione illustrativa redatta ai sensi dell'art. 2501 quater Cod. Civ., ha indicato di avere tenuto in debita considerazione le criticità tipiche insite nelle analisi effettuate ai fini della determinazione dei rapporti di cambio.

Il Consiglio di Amministrazione in specifico ha dato atto di quanto segue: "In particolare la valutazione di tipo analitico (Somma della Parti) è basata in buona parte su dati di natura previsionale, i quali, pur riflettendo in maniera accurata le aspettative della società, sono soggetti ai rischi ed alle incertezze legate ai settori di appartenenza delle diverse attività svolte.

D'altro canto, le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad archi temporali più estesi, sono soggette alla volatilità propria dei mercati finanziari, la quale appare particolarmente accentuata nel presente periodo”.

## **5 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI**

In considerazione di tutto quanto sopra, gli Amministratori di Pirelli S.p.a., tenuto conto della sostanziale coincidenza dei risultati ottenuti applicando le due metodologie e condivise le indicazioni dei loro Consulenti, hanno individuato il seguente rapporto di concambio proposto all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti :

### **Per le azioni ordinarie:**

**1,33 azioni ordinarie Pirelli & C. per ogni azione ordinaria Pirelli S.p.a.**

ovvero

**n. 4 azioni ordinarie Pirelli & C. di nominali Euro 0,52 ogni**

**n. 3 azioni ordinarie Pirelli S.p.a. di nominali Euro 0,52, godimento 1/01/2003.**

### **Per le azioni di risparmio non convertibili:**

**1,43 azioni di risparmio Pirelli & C. per ogni azione di risparmio Pirelli S.p.a.**

ovvero

**n. 10 azioni di risparmio non convertibili Pirelli & C. di nominali Euro 0,52 ogni**

**n. 7 azioni di risparmio non convertibili Pirelli S.p.a. di nominali Euro 0,52, godimento 1/01/2003.**

## **6 LAVORO SVOLTO**

### **6.1 SINTESI DELL'OPERAZIONE**

Come già indicato, i bilanci di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 della Pirelli sono assoggettati a revisione contabile da parte di PriceWaterhouseCoopers S.p.a..

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con la Direzione della società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura del bilancio sopra menzionato che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Abbiamo svolto un esame critico, effettuato anche in collaborazione con il Prof. Roberto Ruozi, della relazione degli Amministratori, dal progetto di fusione e della relazione di stima del valore economico di Pirelli e di Pirelli & C. redatta dai Consulenti degli Amministratori.

Per i dati previsionali 2003 – 2004 del gruppo Pirelli, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di assunto previsionale, abbiamo discusso con la Direzione della Società i criteri utilizzati per la loro redazione ed abbiamo accertato che gli stessi fossero ragionevoli.

I bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2002 di Pirelli & C. sono assoggettati a revisione contabile dalla società di revisione PriceWaterhouseCoopers S.p.a..

Abbiamo inoltre analizzato la perizia di stima del valore di mercato del patrimonio immobiliare di Pirelli & C. Real Estate redatta da CB Richard Ellis S.p.a. con lo scopo di rilevare la ragionevolezza dei criteri utilizzati.

Abbiamo infine osservato gli andamenti delle quotazioni di borsa delle azioni di Pirelli, Pirelli & C. e Pirelli & C. Real Estate per intervalli temporali significativi antecedenti l'annuncio delle operazioni di fusione.

## **6.2 LAVORO SVOLTO SUI METODI UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

Le attività svolte sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio sono le seguenti:

- esame critico dei metodi di valutazione adottati e considerazione di ogni elemento ritenuto necessario per verificare che gli stessi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare in modo omogeneo i valori economici delle due Società ai fini dei rapporti di concambio;
- verifica della completezza e dell'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione dei rapporti di cambio;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 2;
- verifica della correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto i rapporti di cambio possano essere influenzati da variazioni nell'ipotesi e nei parametri assunti nelle relazioni di stima predisposte dai Consulenti degli Amministratori e condivise dagli Amministratori medesimi.

## **7 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento valutativo utilizzato dagli Amministratori e dai loro Consulenti non è stato tanto la stima dei valori assoluti del capitale economico della Società coinvolte nell'operazione di fusione quanto piuttosto l'ottenimento di valori omogenei e raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Pertanto le valutazioni effettuate non possono essere assunte per finalità diverse.

Gli Amministratori, considerate le caratteristiche differenti delle attività svolte dalle Società, hanno considerato entrambi i valori economici emersi dalle valutazioni al fine di pervenire alla determinazione del rapporto di cambio proposto. Tale scelta appare ragionevole nelle circostanze.

Ciò premesso, con riferimento ai metodi di valutazione adottati, si osserva che:

- sono metodi largamente diffusi nella prassi italiana ed internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico rigoroso;
- la pluralità dei metodi adottati ha consentito di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i relativi risultati ottenuti, pur essendo entrambi i metodi basati su valori dedotti dal mercato;
- il valore unitario delle azioni ordinarie di Pirelli utilizzato per la determinazione del rapporto di cambio risulta coincidente con il prezzo di Euro 0,89865, utilizzato nella transazione avvenuta in data 10 marzo 2003 riguardante la vendita di n. 47.973.139 azioni ordinarie Pirelli (pari al 2,5% del capitale ordinario) da parte di BZ Group Holding Limited a Pirelli & C.. Tale operazione peraltro, come già detto, è stata tenuta in considerazione al fine della valutazione di Pirelli & C.;
- l'operazione di aumento di capitale che verrà effettuata, preliminarmente alla fusione, da Pirelli & C. al valore nominale ( pari ad Euro 0,52) è caratterizzata da esigenze e finalità specifiche tali da non rendere il prezzo delle azioni di nuova emissione confrontabile con quello determinato ai fini del calcolo del rapporto di cambio.
- nell'adozione del metodo SOP non sono state considerate, ai soli fini di calcolo del valore unitario per azione, le azioni proprie detenute sia da Pirelli che da Pirelli & C.. L'effetto di tale assunzione metodologica risulta neutro dal momento che per Pirelli la valutazione del capitale economico della società è sostanzialmente coincidente con la capitalizzazione di mercato, mentre per Pirelli & C. la percentuale di azioni proprie detenute è irrilevante ai fini del predetto calcolo;
- il fatto di prendere in considerazione un "fattore di sconto holding" all'interno del metodo SOP attraverso il calcolo dei costi di holding è condivisibile anche perché presente nella

valutazione di entrambe le società. E' poi comunque da osservare che ai fini della determinazione del rapporto di cambio detti valori sono stati confrontati con quelli di borsa;

- l'analisi dei piani di *stock option* in essere permette di evidenziare la loro non rilevanza ai fini dell'applicazione del metodo SOP, in considerazione del valore di mercato attuale dei titoli rispetto al valore delle opzioni di acquisto dei predetti piani;
- le stime operate hanno considerato gli effetti attuali di rilevanti accadimenti successivi alla data del 31.12.2002, data di riferimento delle stesse.

Alcuni di tali eventi si sono già verificati alla data odierna, altri sono destinati a realizzarsi in un arco temporale significativamente più lungo. In ordine a tali eventi futuri si è verificata la ragionevolezza delle ipotesi sottostanti, che risultano coerenti con le informazioni attualmente disponibili.

- nell'applicazione del metodo di valutazione SOP è stata largamente utilizzata la metodologia dei multipli in taluni casi integrata con maggiorazioni percentuali di valore che riteniamo giustificate dall'esistenza di una posizione di azionista di riferimento in società operanti in mercati ad elevata contendibilità. La identificazione dell'esistenza dei presupposti per l'applicazione del citato premio così come la determinazione quantitativa di tale premio sono assunzioni intrinsecamente caratterizzate da discrezionalità. E' comunque da osservare che la quantificazione dei premi ha portato a valutazioni che risultano in linea con i livelli prudenziali degli stessi rispetto alla media delle operazioni di OPA su titoli quotati nei mercati europei in un arco temporale significativo (1999 - 2002).
- nell'applicazione del metodo di valutazione SOP è condivisibile, in considerazione del valore di mercato dei titoli Pirelli e delle stime effettuate dagli analisti finanziari, la decisione di non considerare i n. 46.154.000 '*warrants* Mediocredito Lombardo – azioni ordinarie Pirelli S.p.a.' detenuti da un unico soggetto e validi per sottoscrivere, nel periodo 1 – 31 luglio 2003, n. 1 azione ordinaria Pirelli S.p.a. ogni n. 1 *warrant* posseduto al prezzo di Euro 3,24 per azione.

In conclusione, i metodi di valutazione adottati appaiono adeguati, nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle attività svolte dalle Società interessate dall'operazione di fusione e delle specifiche finalità delle stime effettuate.

## **8 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO.**

I piani previsionali su cui si basano le valutazioni analitiche sono per loro natura aleatori e dipendono dall'effettivo verificarsi delle ipotesi ed assunzioni utilizzate per la loro redazione. L'incertezza circa il verificarsi o meno di tali assunzioni ed ipotesi potrebbe modificare anche sensibilmente i piani ed i valori economici che si basano su di essi.

## **9 CONCLUSIONI**

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, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti 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

MEDIOLANUM

SOCIETA' LOMBARDA DI REVISIONI S.R.L.

(Federico Bellini)

Revisore contabile