

TELECOM ITALIA MOBILE S.p.A.

Progetto di Fusione per Incorporazione di
Telecom Italia Mobile S.p.A.
in
Telecom Italia S.p.A.

Relazione di Reconta Ernst & Young
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

The Telecom Italia securities referred to herein that will be issued in connection with the merger described herein have not been, and are not intended to be, registered under the U.S. Securities Act of 1933 (the Securities Act) and may not be offered or sold, directly or indirectly, into the United States except pursuant to an applicable exemption. The Telecom Italia securities are intended to be made available within the United States in connection with the merger pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act.

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
TELECOM ITALIA MOBILE S.P.A.

IN

TELECOM ITALIA S.P.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile (*)

() With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of October 5, 2000, this report, whose translation is attached, does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders and therefore the issuance of the report would not impair the independence of Reconta Ernst & Young S.p.A. under the U.S. independence requirements.*

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI

TELECOM ITALIA MOBILE S.P.A.

IN

TELECOM ITALIA S.P.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

sul rapporto di cambio delle azioni

ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
Telecom Italia Mobile S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Nel quadro della prospettata incorporazione di Telecom Italia Mobile S.p.A. (nel seguito denominata "TIM" o "Società Incorporanda") in Telecom Italia S.p.A. (nel seguito denominata "Telecom Italia" o "Società Incorporante", e congiuntamente a TIM, le "Società"), in data 28 dicembre 2004 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Torino, su istanza presentata da TIM, quali esperti per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con quelle della Società Incorporanda (nel seguito denominato il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto da TIM il progetto di fusione (nel seguito denominato il "Progetto" o il "Progetto di Fusione") corredato da apposita relazione degli Amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio, nonché la situazione patrimoniale al 30 settembre 2004 prevista dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di TIM in prima convocazione per il giorno 5 aprile 2005 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 6 aprile 2005. Inoltre, il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio TIM, ai sensi dell'articolo 146, comma 1, lettera b), del TUF.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il Progetto in sede straordinaria gli azionisti di Telecom Italia in prima convocazione in data 5 aprile 2005 e, occorrendo, in seconda convocazione in data 6 aprile 2005, nonché in terza convocazione in data 7 aprile 2005.

Analoga relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio viene redatta dalla società di revisione Mazars & Guerard S.p.A. nominata dal Presidente del Tribunale di Milano, su istanza presentata da Telecom Italia.

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le 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 delle Società oggetto dell'operazione di Fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

I Consigli di Amministrazione di TIM e di Telecom Italia tenutisi in data 7 dicembre 2004 hanno elaborato un progetto di riorganizzazione delle attività del Gruppo Telecom (il "Progetto Industriale"), finalizzato al raggiungimento, sia per TIM che per Telecom Italia, di un miglior posizionamento competitivo, stanti anche le maggiori sinergie ed efficienze dal punto di vista industriale e finanziario che si determineranno.

Come illustrato nella relazione del Consiglio di Amministrazione di TIM, l'operazione proposta prevede la Fusione per incorporazione di TIM in Telecom Italia, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2501 e seguenti del Codice Civile.

In data 23 gennaio 2005, il Consiglio di Amministrazione di TIM ha approvato il Progetto di Fusione per incorporazione di TIM in Telecom Italia che conferma il Rapporto di Cambio preliminarmente indicato dal Consiglio di Amministrazione del 7 dicembre 2004.

La Fusione avrà luogo prendendo a riferimento le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2004 di TIM e di Telecom Italia, adottate dai Consigli di Amministrazione delle Società quali situazioni patrimoniali ex art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Nel quadro del Progetto Industriale, preliminarmente alla Fusione e prima del suo perfezionamento, è previsto che TIM proceda allo scorporo del complesso aziendale relativo al business della "comunicazione mobile Italia" (lo "Scorporo") in favore di una società interamente partecipata da TIM, denominata Tim Italia S.p.A..

Nel quadro del Progetto Industriale, Telecom Italia ha promosso: (i) un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale su n. 2.456.534.241 azioni ordinarie TIM, pari, alla data del 20 dicembre 2004, al 29,12% del capitale ordinario TIM e al 28,67% del capitale sociale complessivo di TIM; (ii) un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria su n. 132.069.163 azioni di risparmio TIM, pari al 100% del capitale costituito da azioni di risparmio e a circa l'1,54% del capitale sociale complessivo di TIM (nel seguito congiuntamente denominate l'"Offerta"). L'Offerta, promossa per un corrispettivo pari a 5,6 Euro per ciascuna azione ordinaria e per ciascuna azione di risparmio TIM, era condizionata al raggiungimento, per entrambe le categorie di azioni, dei 2/3 del quantitativo oggetto dell'Offerta.

L'Offerta ha preso avvio il 3 gennaio 2005 e si è conclusa il 21 gennaio 2005. Il Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia ha valutato positivamente il risultato conseguito con l'Offerta avuto riguardo, in particolare, all'adesione più che integrale all'Offerta sulle azioni ordinarie TIM ed ha quindi confermato l'efficacia dell'Offerta.

La Società Incorporante subentrerà in tutti i rapporti giuridici facenti capo a TIM alla data di efficacia della Fusione ivi inclusi i rapporti relativi ai piani di *stock option* di TIM (a tale scopo, la Società Incorporante recepirà gli aumenti di capitale al servizio di detti piani).

La Fusione risulta inoltre tecnicamente soggetta al potere di veto dell'Autorità di Governo, ai sensi della disciplina sulla Golden Share di cui all'art. 2 del decreto legge n. 332/1994, convertito in legge n. 474/1994 e dell'art. 22, lettera b) dello statuto sociale di Telecom Italia.

All'esito della riunione consiliare del 7 dicembre 2004, anche ai fini dei sopra richiamati articoli 22, lettera b), dello Statuto della Società Incorporante e 2 del decreto legge n. 332/1994, convertito in legge n. 474/1994, Telecom Italia ha rappresentato al Ministro dell'economia e delle finanze l'avvio del programma di riassetto del Gruppo. Il Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro delle attività produttive, ha comunicato a Telecom Italia di non ritenere che sussistano i presupposti per l'esercizio del potere di veto rispetto all'adozione, da parte dell'Assemblea dei soci di Telecom Italia, della delibera di Fusione.

Tanto le azioni ordinarie che le azioni di risparmio della Società Incorporante sono – e rimarranno all'esito della Fusione – quotate, fra l'altro, presso il Mercato Telematico gestito dalla Borsa Italiana S.p.A..

Inoltre, all'esito della Fusione, le azioni ordinarie e le azioni di risparmio di Telecom Italia continueranno ad essere quotate presso il New York Stock Exchange, sotto forma di ADS (*American Depositary Shares*, ciascuna rappresentativa di 10 azioni ordinarie o di risparmio).

All'esito della Fusione, la Società Incorporante procederà all'annullamento delle azioni ordinarie e di risparmio di TIM da essa possedute, all'annullamento delle azioni proprie ordinarie detenute da TIM e all'emissione di nuove azioni

ordinarie e di risparmio da assegnare in sede di concambio alle azioni in circolazione.

Le azioni di nuova emissione della società risultante dalla Fusione avranno godimento regolare.

Gli effetti della Fusione decorreranno dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione, ovvero dalla data successiva prevista nell'atto di Fusione, mentre ai fini contabili e fiscali le operazioni della società incorporata saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a partire dal 1° gennaio dell'anno in cui l'operazione avrà efficacia.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da TIM e da Telecom Italia i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

a) il Progetto di Fusione e le relazioni degli Amministratori delle due Società indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

- **n. 1,73 azioni ordinarie di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione ordinaria TIM del valore nominale di 0,06 Euro;**
- **n. 2,36 azioni di risparmio di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione di risparmio TIM del valore nominale di 0,06 Euro.**

Il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni dei consulenti (*Advisor*) di cui ai successivi punti b) e c). La relazione degli Amministratori di TIM espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) le relazioni di stima del Rapporto di Cambio eseguite da Lazard & Co. S.r.l. e Credit Suisse First Boston in qualità di consulenti degli Amministratori; tali relazioni espongono i metodi di valutazione adottati ed i risultati della loro applicazione;
- c) le *fairness opinion* predisposte da Merrill Lynch International, sede di Milano, e dallo Studio Casò, nella persona del Dott. Angelo Casò, in qualità di consulenti designati su indicazione degli Amministratori indipendenti componenti il Comitato per il controllo interno di TIM;

d) la seguente documentazione utilizzata dagli *Advisor* per la preparazione delle loro relazioni e successivamente anche da noi ai fini del nostro incarico:

- bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2003 di TIM e di Telecom Italia e delle loro principali società controllate corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, dei collegi sindacali e delle società di revisione;
- situazioni patrimoniali al 30 settembre 2004 di TIM e di Telecom Italia corredate delle rispettive relazioni degli Amministratori;
- progetti di bilancio al 31 dicembre 2004 di TIM e di Telecom Italia approvati dai Consigli di Amministrazione rispettivamente del 23 febbraio 2005 e del 24 febbraio 2005;
- “Previsioni economico finanziarie preliminari - 2005-2007 *Plan-Preliminary 3/12/2004*” del Gruppo Telecom Italia elaborato dal management;
- i prezzi storici ed i volumi di scambio delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di TIM e di Telecom Italia;
- informazioni pubblicamente disponibili su società operanti nello stesso settore;
- ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;

e) la seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:

- dati ed informazioni ottenute dagli *Advisor* e da questi utilizzati per la stima del Rapporto di Cambio;
- statuti delle Società partecipanti alla Fusione;
- le relazioni sul Progetto di Fusione dei Consigli di Amministrazione di TIM e di Telecom Italia del 7 dicembre 2004;
- relazioni semestrali al 30 giugno 2004 di TIM e di Telecom Italia corredate delle relazioni sulla revisione contabile limitata;
- elementi contabili ed ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di TIM, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi. Analoga attestazione è stata ottenuta da Mazars & Guerard S.p.A. dalla direzione di Telecom Italia.

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

Gli Amministratori di TIM, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor*, sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio sulla base dei risultati prodotti da una pluralità di metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati per esprimere il valore delle entità coinvolte nella Fusione, in considerazione delle attività svolte dalla Società Incorporante e dalla Società Incorporanda.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Gli Amministratori di TIM, con il supporto dei propri *Advisor*, hanno selezionato i metodi e i criteri di valutazione da applicare nel caso in esame tenendo conto dei seguenti aspetti:

- a) gli specifici obiettivi attribuiti alle valutazioni con riferimento all'operazione in oggetto;
- b) la natura delle attività svolte da ognuna delle Società partecipanti alla Fusione.

Con riferimento a tali aspetti, nella selezione dei principi e criteri di valutazione gli Amministratori hanno fatto riferimento alla finalità della stima e ai fattori rilevanti che permettono di apprezzare il valore delle realtà oggetto di valutazione.

Dato l'obiettivo di esprimere valori raffrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno adottato metodologie di valutazione, per entrambe le Società partecipanti alla Fusione, basate su criteri omogenei.

Tali valori sono stati assunti in ipotesi di continuità gestionale e non possono essere considerati rappresentativi di una valutazione a sé stante delle due Società partecipanti alla Fusione, né essere messi a confronto con eventuali prezzi di acquisizione o cessione (che normalmente valorizzano eventuali premi di maggioranza e sconti di minoranza); non riflettono, infine, sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dalla Fusione.

Alla luce di quanto sopra, gli Amministratori, ai fini della determinazione dei valori di TIM e di Telecom Italia, hanno utilizzato sia il metodo delle quotazioni di borsa e sia il metodo della somma delle parti, principalmente attraverso l'applicazione della metodologia *Discounted Cash Flow* ("DCF") alle diverse *business unit*.

A supporto del processo valutativo, gli Amministratori hanno anche considerato le indicazioni degli analisti finanziari in merito ai prezzi obiettivo dei titoli TIM e Telecom Italia e metodologie basate sui multipli di mercato di società comparabili.

Infine, gli Amministratori hanno considerato, da un lato, le molteplici aree di operatività di TIM e Telecom Italia e, dall'altro, la circostanza che la partecipazione di controllo in TIM detenuta da Telecom Italia rappresenta una componente significativa dell'attivo patrimoniale di quest'ultima.

4.1.1. Descrizione delle metodologie utilizzate

Le metodologie utilizzate sono le seguenti:

Metodo delle quotazioni di borsa: qualora le società interessate dall'operazione di fusione abbiano azioni quotate in mercati mobiliari regolamentati, dottrina e prassi professionale suggeriscono di tenere conto delle quotazioni di borsa delle rispettive azioni, mediate per periodi di tempo congrui. Nel caso in esame gli Amministratori hanno ritenuto i prezzi di borsa particolarmente significativi, tenuto conto degli elevati livelli di capitalizzazione e di liquidità di TIM e Telecom Italia, dell'estesa copertura da parte della ricerca azionaria e della presenza di un diffuso azionariato tra gli investitori istituzionali internazionali.

Metodo della somma delle parti ("Somma delle Parti"): in base a tale metodo, il valore di una società viene determinato come somma dei valori delle singole attività della stessa (intese come entità economiche valorizzabili autonomamente) rettificata per tener conto della posizione finanziaria esistente in capo alla società stessa e degli interessi di terzi.

4.1.2. Metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa stima il valore del capitale in funzione delle quotazioni di borsa rilevate in un periodo significativo, che si conclude in una data prossima a quella di elaborazione della stima. In particolare, gli Amministratori hanno osservato le Quotazioni di Borsa su vari periodi temporali antecedenti sia all'annuncio dell'Operazione (3 dicembre 2004) sia alla data della comparsa sulla stampa di notizie afferenti la possibile operazione di riassetto (settimana del 16 - 19 novembre 2004), al fine di evidenziare il valore delle Società espresso dalle quotazioni di mercato, depurato degli effetti relativi al possibile annuncio dell'Operazione.

Al fine di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari, gli Amministratori hanno proceduto ad estendere l'analisi delle quotazioni ai dati medi espressi dal mercato in intervalli temporali sufficientemente ampi.

Pertanto, nell'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa gli Amministratori hanno proceduto, con riferimento alla data del 16 novembre 2004, all'analisi delle medie storiche ponderate per i volumi su un arco temporale esteso fino a 12 mesi precedenti.

In particolare, gli Amministratori hanno identificato le medie a 1, 2, 3, 6 e 12 mesi come quelle che rientrano all'interno di un intervallo di rapporti tra valori costanti.

Gli Amministratori hanno ritenuto maggiormente significative le quotazioni nei periodi temporali antecedenti la settimana del 16 - 19 novembre 2004, ancorché evidenzino che gli scostamenti di valori rispetto a quelli della data di annuncio dell'Operazione non siano rilevanti.

4.1.3. Metodo della Somma delle Parti

In base al metodo della somma delle parti, il valore di TIM e di Telecom Italia viene determinato come somma dei valori delle singole attività di ciascuna società, considerate come entità economiche valorizzabili autonomamente. Tale somma, per ciascuna delle Società partecipanti alla Fusione, viene rettificata per tenere conto della posizione finanziaria e degli interessi di terzi.

Riguardo alla valorizzazione delle singole attività, è stata utilizzata principalmente la metodologia DCF, applicandola alle maggiori attività di TIM e Telecom Italia: i servizi nel mercato italiano di telefonia cellulare e fissa e le maggiori partecipate internazionali.

Per le rimanenti attività di TIM e Telecom Italia si è fatto riferimento a metodologie di valutazione basate sul valore di borsa, ove disponibile e ritenuto appropriato o, per attività minori o non consolidate, al valore di libro o a stime di analisti finanziari pubblicate in rapporti di ricerca azionaria.

La metodologia DCF è stata applicata attualizzando i flussi di cassa operativi al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria (*Free Cash Flow* o "FCF"). Secondo tale metodologia il valore economico di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale;
- posizione finanziaria netta e interessi di terzi;
- altre attività non operative (*surplus asset*), ove esistenti.

Nell'applicazione della metodologia DCF gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa per le principali attività come risultanti dal documento "Previsioni economico finanziarie preliminari - 2005-2007 *Plan-Preliminary* 3/12/2004", che costituisce l'aggiornamento dei piani economico-finanziari approvati e comunicati al mercato a marzo 2004, elaborato dal management in continuità con gli obiettivi strategici, gestionali e finanziari del Gruppo Telecom.

Nell'ambito della determinazione dei valori, gli Amministratori hanno stimato la posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2004 e la valorizzazione degli interessi di terzi facendo principalmente riferimento, a seconda dei casi, al valore di libro o di mercato, in considerazione del loro limitato peso all'interno della valutazione complessiva delle due Società.

Ai fini della ripartizione delle valutazioni per azione dei capitali economici tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, gli Amministratori hanno preso in considerazione lo sconto medio implicito nelle medie a 1, 2, 3, 6 e 12 mesi degli andamenti di mercato delle azioni di risparmio relativamente alle azioni ordinarie di TIM e Telecom Italia.

Gli Amministratori ritengono essere principio generalmente condiviso quello che altre modalità di ripartizione del valore del capitale tra azioni ordinarie e azioni di risparmio introdurrebbero elementi di discrezionalità nella valutazione non supportati da elementi oggettivi.

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Nello svolgimento delle valutazioni ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di TIM non ha rilevato difficoltà.

6. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Nell'applicazione delle metodologie di valutazione descritte, gli Amministratori hanno sviluppato due ipotesi, da una parte tenendo conto anche dell'impatto della distribuzione di dividendi ad aprile 2005, ipotizzata pari a quella dell'esercizio 2004, dall'altra prescindendo da tale effetto.

6.1. Metodo delle quotazioni di borsa

I risultati della valutazione ottenuta con il metodo delle quotazioni di borsa hanno condotto gli Amministratori di TIM ad individuare i seguenti valori e rapporti di valori:

<i>Prezzi di mercato (azioni ordinarie)</i>	Valori di Borsa Non Rettificati per Dividendo		Rapporto	Valori di Borsa Rettificati per Dividendo		Rapporto
	TI (€)	TIM (€)		TI (€)	TIM (€)	
Medie ponderate						
16 novembre 2004	2,82	4,81	1,71	2,71	4,55	1,68
Media 1 mese	2,70	4,68	1,73	2,59	4,42	1,71
Media 2 mesi	2,63	4,56	1,73	2,52	4,30	1,70
Media 3 mesi	2,58	4,50	1,74	2,48	4,25	1,71
Media 6 mesi	2,55	4,51	1,77	2,45	4,25	1,74
Media 12 mesi	2,54	4,52	1,78	2,44	4,27	1,75

Prezzi di mercato (azioni risparmio)	Valori di Borsa Non Rettificati per Dividendo		Rapporto	Valori di Borsa Rettificati per Dividendo		Rapporto
	TI (€)	TIM (€)		TI (€)	TIM (€)	
Medie ponderate						
16 novembre 2004	2,05	4,78	2,33	1,94	4,51	2,33
Media 1 mese	2,01	4,62	2,30	1,89	4,35	2,30
Media 2 mesi	1,95	4,53	2,32	1,84	4,26	2,32
Media 3 mesi	1,92	4,48	2,34	1,80	4,22	2,34
Media 6 mesi	1,86	4,45	2,39	1,75	4,18	2,39
Media 12 mesi	1,84	4,45	2,42	1,72	4,18	2,43

6.2 Metodo della Somma delle Parti

Con riferimento al metodo della Somma delle Parti, gli Amministratori di TIM, hanno individuato i seguenti intervalli di valori e di rapporti di valori, per azione ordinaria e per azione di risparmio:

METODO SOMMA DELLE PARTI						
Euro	Valori per azione Non Rettificati per Dividendo			Valori per azione Rettificati per Dividendo		
	Telecom Italia	TIM	Rapporto di valori	Telecom Italia	TIM	Rapporto di valori
Valore per azione ordinaria	(2,97-3,28)	(5,26-5,50)	(1,68-1,77)	(2,86-3,17)	(5,00-5,25)	(1,65-1,75)
Valore per azione risparmio	(2,18-2,41)	(5,26-5,50)	(2,29-2,41)	(2,06-2,29)	(4,99-5,24)	(2,29-2,42)

6.3 Determinazione del Rapporto di Cambio

Tenuto conto delle valutazioni fornite dagli *Advisor*, gli Amministratori hanno definito i valori relativi delle Società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Si riassumono qui di seguito i rapporti di valori desunti dall'applicazione dei metodi utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di TIM:

METODOLOGIE (AZIONI ORDINARIE)	RAPPORTO DI VALORI NON RETTIFICATO PER DIVIDENDO	RAPPORTO DI VALORI RETTIFICATO PER DIVIDENDO
Metodo delle Quotazioni di Borsa - 16 novembre 2004	1,71	1,68
Medie Ponderate:		
- Media 1 Mese	1,73	1,71
- Media 2 Mesi	1,73	1,70
- Media 3 Mesi	1,74	1,71
- Media 6 Mesi	1,77	1,74
- Media 12 Mesi	1,78	1,75
Metodo Somma delle Parti	(1,68-1,77)	(1,65-1,75)
METODOLOGIE (AZIONI RISPARMIO)	RAPPORTO DI VALORI NON RETTIFICATO PER DIVIDENDO	RAPPORTO DI VALORI RETTIFICATO PER DIVIDENDO
Metodo delle Quotazioni di Borsa - 16 novembre 2004	2,33	2,33
Medie Ponderate:		
- Media 1 Mese	2,30	2,30
- Media 2 Mesi	2,32	2,32
- Media 3 Mesi	2,34	2,34
- Media 6 Mesi	2,39	2,39
- Media 12 Mesi	2,42	2,43
Metodo Somma delle Parti	(2,29-2,41)	(2,29-2,42)

Sulla base delle valutazioni delle Società partecipanti alla Fusione sopra descritte, gli Amministratori hanno fissato il seguente Rapporto di Cambio:

- **n. 1,73 azioni ordinarie di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione ordinaria TIM del valore nominale di 0,06 Euro;**
- **n. 2,36 azioni di risparmio di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione di risparmio TIM del valore nominale di 0,06 Euro.**

Gli Amministratori segnalano che gli effetti dell'Offerta sulle azioni ordinarie e di risparmio TIM promossa da Telecom Italia, avviata il 3 gennaio 2005 e conclusasi il 21 gennaio 2005, non hanno determinato la necessità di modificare il Rapporto di Cambio, dal momento che l'Offerta è stata effettuata a condizioni economiche coerenti con le valutazioni poste a base della determinazione di tale Rapporto di Cambio.

Infine, nella determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno altresì proceduto ad un'analisi degli effetti ragionevolmente prevedibili del possibile esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di risparmio TIM, ritenendo che, anche sulla base dei corsi azionari del periodo rilevante già intercorso, l'esito di tali recessi non sarà tale da rendere necessaria una modifica del Rapporto di Cambio; e ciò in quanto è ragionevolmente prevedibile che il prezzo di recesso risulti inferiore al valore attribuito alle azioni TIM ai fini della Fusione, sulla base dei criteri di valutazione impiegati.

6.4. Modalità di assegnazione delle azioni e di effettuazione del concambio

La Società Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 1.420.690.865,55, mediante emissione di massime n. 2.291.344.587 azioni ordinarie e massime n. 291.729.714 azioni di risparmio, tutte da nominali Euro 0,55 ciascuna, in applicazione del Rapporto di Cambio sopra determinato, senza tenere conto delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio TIM possedute da Telecom Italia e delle azioni proprie possedute da TIM che saranno annullate senza concambio.

7. LAVORO SVOLTO

7.1. Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata", in precedenza menzionata al punto 3.

Considerato che il Progetto di Fusione assume come base di riferimento, ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, la situazione patrimoniale al 30 settembre 2004 delle Società, abbiamo svolto limitate procedure di revisione con l'obiettivo di identificare i principi contabili utilizzati per la predisposizione di detta situazione patrimoniale e le principali variazioni della situazione patrimoniale-finanziaria intervenute rispetto alla relazione semestrale al 30 giugno 2004 da noi assoggettata a revisione contabile limitata, sia per TIM che per Telecom Italia. I bilanci d'esercizio e quelli consolidati al 31 dicembre 2003 di TIM e di Telecom Italia sono stati da noi assoggettati a revisione contabile.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti attività:

- raccolto, attraverso discussione con la direzione di TIM e quella di Telecom Italia informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura della situazione patrimoniale sopra menzionata che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- per le "Previsioni economico finanziarie preliminari - 2005 - 2007 *Plan-Preliminary 3/12/2004*" del Gruppo Telecom Italia, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la direzione di TIM e quella di Telecom Italia le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione.

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

7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto un esame critico delle metodologie seguite dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor*, per la determinazione del valore relativo delle Società e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- analisi della relazione degli Amministratori di TIM sul Progetto di Fusione e delle relazioni predisposte dagli *Advisor* per verificare la completezza e la coerenza dei procedimenti seguiti nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi, utilizzati nelle relazioni degli *Advisor*;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- incontri con gli *Advisor* di TIM per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

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 consiste in una stima dei valori relativi delle singole Società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di Fusione;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di Fusione i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- l'applicazione di una pluralità di metodi ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- il metodo delle quotazioni di borsa risulta particolarmente indicato in presenza di società con elevata capitalizzazione, un flottante ampio e diffuso e volumi scambiati elevati. Nel caso in esame l'adozione di medie determinate su di un arco temporale sufficientemente ampio ha consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati;
- il metodo della somma delle parti è generalmente applicato nella prassi professionale per la valutazione di realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico l'utilizzo della metodologia del DCF ha consentito di apprezzare le caratteristiche operative delle società coinvolte nella fusione. La scelta del metodo DCF per le principali aree di business di TIM e di Telecom Italia risulta giustificata dall'attività svolta che rende tanto gli aspetti reddituali che quelli finanziari rilevanti ai fini del processo di valutazione;
- i risultati ottenuti con il metodo delle quotazioni di borsa e il metodo della somma delle parti sono confortati sia dall'analisi del “*consensus*” espresso dagli analisti finanziari sui *target price* di TIM e di Telecom Italia, sia dall'analisi dei multipli di mercato di società comparabili.

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

Nell'espletamento dell'incarico non abbiamo riscontrato limitazioni o difficoltà meritevoli di specifica menzione in questa sezione della presente relazione.

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 anche sulla base delle indicazioni dei loro *Advisor* siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni, contenuto nel Progetto di Fusione, pari a:

- n. 1,73 azioni ordinarie di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione ordinaria TIM del valore nominale di 0,06 Euro;
- n. 2,36 azioni di risparmio di Telecom Italia del valore nominale di 0,55 Euro per ogni azione di risparmio TIM del valore nominale di 0,06 Euro.

Milano, 28 febbraio 2005

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Felice Persico
(Socio)