

TELECOM ITALIA S.p.A.

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

Relazione di Mazars & Guérard
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.

TELECOM ITALIA S.p.A.

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 (*)

(*) *With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of October 5, 2000 the above mentioned 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 this report would not impair the independence of Mazars & Guérard SpA under the U.S. independence requirements*

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari di Telecom Italia in prima convocazione per il giorno 5 aprile 2005 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 6 aprile 2005, nonché in terza convocazione in data 7 aprile 2005.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli Azionisti ordinari di TIM in prima convocazione in data 5 aprile 2005 e, occorrendo, in seconda convocazione in data 6 aprile 2005, nonché, ai sensi dell'articolo 146, comma 1, lettera b), del TUF, gli Azionisti di risparmio di TIM i giorni 6, 7 e 8 aprile 2005 rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione.

L'incarico di redigere per TIM analoga relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito dal Presidente del Tribunale di Torino, in data 28 dicembre 2004, alla società di revisione Reconta Ernst & Young S.p.A.

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 Telecom Italia e di TIM, tenutisi in data 7 dicembre 2004, hanno elaborato un progetto finalizzato alla riorganizzazione del Gruppo Telecom Italia (di seguito "il Progetto"), che soddisfi "una serie di esigenze di natura industriale, emergenti per effetto della progressiva, crescente integrazione tra le piattaforme che governano le attività di comunicazione fissa e quelle di comunicazione mobile" e che "mira ad assicurare al Gruppo la semplificazione della struttura proprietaria, e l'ottimizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria della società risultante dalla fusione".

Come illustrato nella relazione del Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia, 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, i Consigli di Amministrazione di Telecom Italia e di TIM hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di TIM in Telecom Italia che conferma il rapporto di cambio fra le azioni 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 Telecom Italia e di TIM, adottate dai Consigli di Amministrazione delle Società quali situazioni patrimoniali ex art. 2501-*quater* del Codice Civile.

Per effetto ed esito della fusione, l'art. 5 dello Statuto della società incorporante, relativo al capitale sociale, recepirà le modifiche necessarie per tener conto dell'emissione delle azioni al servizio dei rapporti di cambio e al servizio dei piani di *stock option* deliberati dalla Società incorporanda.

Nel contesto del Progetto i Consigli di Amministrazione delle Società tenutisi in data 7 dicembre 2004 hanno deliberato e comunicato al pubblico le linee programmatiche del programma di riorganizzazione del gruppo facente capo a Telecom Italia che comprende altresì:

- un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale su azioni ordinarie e un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria su azioni di risparmio emesse da TIM (congiuntamente definite "OPA"), nonché
- lo scorporo ("Scorporo"), preliminarmente alla fusione e prima del suo perfezionamento, del complesso aziendale relativo al *business* di comunicazione mobile in Italia, attualmente TIM, in una società controllata al 100% dalla stessa TIM, denominata TIM Italia S.p.A. ("TIM Italia" o la "Società Conferitaria").

Nel quadro del Progetto, 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 5,60 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 e si è conclusa il 21 gennaio 2005.

Alla conclusione del periodo di adesione all'OPA, il 21 gennaio 2005, sono risultate approntate n. 2.639.154.665 azioni ordinarie (pari al 31,2% del capitale ordinario di TIM e al 107,4% circa delle azioni oggetto dell'Offerta) e n. 8.463.127 azioni di risparmio (pari al 6,4 % circa del capitale di risparmio di TIM e delle azioni oggetto dell'Offerta).

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.

Sulla base dei risultati dell'OPA, l'esborso complessivo per Telecom Italia per l'acquisto delle azioni TIM apportate in adesione all'OPA è pari a circa 13,8 miliardi di Euro.

La fusione determinerà l'annullamento, senza concambio, delle azioni TIM in possesso di Telecom Italia con conseguente riduzione dell'*equity* da emettere in concambio. Agli azionisti titolari di azioni ordinarie o di risparmio TIM, diversi da Telecom Italia, saranno invece assegnate azioni ordinarie o di risparmio Telecom Italia di nuova emissione, sulla base dei relativi rapporti di concambio.

Telecom Italia, in sede di concambio, assegnerà agli azionisti di risparmio TIM nuove azioni di risparmio aventi caratteristiche corrispondenti a quelle attualmente emesse da TIM.

Alla luce del diverso privilegio accordato alle azioni di risparmio Telecom Italia e alle azioni di risparmio TIM, agli azionisti di TIM che non si esprimeranno in favore della Fusione in occasione della assemblea speciale di categoria sarà riconosciuto il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, c. 1, lettera g), del codice civile, in quanto, per effetto del concambio, si determinerà una modificazione dei loro diritti di partecipazione.

Ai sensi dell'articolo 2504-*bis*, secondo comma, del Codice Civile, gli effetti della fusione decorreranno dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione, prescritte dall'art. 2504 del Codice Civile, ovvero dalla data successiva prevista nell'atto di fusione.

Le operazioni della società incorporata, anche ai fini delle imposte sui redditi, saranno imputate al bilancio della società incorporante a partire dal 1° gennaio dell'anno in cui l'operazione avrà efficacia.

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, con modificazioni, dalla 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, con modificazioni, dalla 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 Azionario 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). Per quanto concerne la quotazione delle azioni ordinarie di Telecom Italia alla Borsa di Francoforte, alla luce dei provvedimenti assunti dal “*Board of Admission*” della medesima, entro la data di efficacia della fusione ne sarà disposta la revoca.

3. Documentazione utilizzata

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

- a) Il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori delle Società indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 settembre 2004, il seguente rapporto di cambio:
 - **1,73 azioni ordinarie Telecom Italia del valore nominale di Euro 0,55 ciascuna per ogni azione ordinaria TIM del valore nominale di Euro 0,06 ciascuna;**
 - **2,36 azioni di risparmio di Telecom Italia del valore nominale di Euro 0,55 ciascuna per ogni azione di risparmio TIM del valore nominale di Euro 0,06 ciascuna.**

Il rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima dei consulenti (*Advisor*) di cui ai successivi punti b), c), d) ed e). La relazione degli Amministratori 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) La “Opinione sulla congruità del rapporto di concambio azionario in relazione alla fusione” eseguita da JPMorgan Chase Bank, N.A. (di seguito “JPMorgan”), in qualità di consulente degli Amministratori; tale relazione, del 7 dicembre 2004 e predisposta su incarico di Telecom Italia, espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i risultati della loro applicazione.

- c) La "Relazione di stima del rapporto di cambio" eseguita da MCC SpA, in qualità di consulente degli Amministratori; tale relazione, del 7 dicembre 2004 e predisposta su incarico di Telecom Italia, espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i risultati della loro applicazione.
- d) La "Fairness Opinion sul Rapporto di Cambio" eseguita da Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito "Mediobanca"), in qualità di consulente degli Amministratori; tale relazione, del 7 dicembre 2004 e predisposta su incarico di Telecom Italia, espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i risultati della loro applicazione.
- e) La "Fairness Opinion", del 7 dicembre 2004, eseguita da Goldman Sachs International (di seguito "Goldman Sachs") su espressa designazione del Comitato per il controllo interno e per la *corporate governance* (composto da soli Amministratori indipendenti) di Telecom Italia;
- f) Le conferme di *Fairness Opinion* rilasciate, in data 23 gennaio 2005, dagli *Advisor* di cui ai punti b), c), d) ed e) sopra citate.
- g) La seguente documentazione, utilizzata dagli *Advisor* per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
- bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2003 di Telecom Italia e di TIM e delle loro principali società controllate corredati dalle rispettive relazioni degli Amministratori, dei collegi sindacali e delle società di revisione;
 - le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2004 di Telecom Italia e di TIM, adottate dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile
 - le previsioni economico-finanziarie preliminari "2005-2007 Plan - Preliminary 03/12/2004" quale aggiornamento, quanto al periodo 2004-2007, dei piani economico-finanziari approvati e comunicati al mercato nel mese di marzo 2004, elaborato dal *management*, in continuità con gli obiettivi strategici, gestionali e finanziari del Gruppo Telecom Italia.
 - i prezzi storici ed i volumi di scambio delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio delle Società;
 - informazioni pubblicamente disponibili su società operanti nello stesso settore;
 - ricerche ed analisi finanziarie pubblicati da istituti specializzati e banche d'affari;
- h) 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;

- regolamenti dei prestiti obbligazionari convertibili di Telecom Italia ;
- relazioni di stima del rapporto di cambio emesse in data 7 dicembre 2004 da Lazard & Co. S.r.l., da Credit Suisse First Boston (Europe) Limited, da Merrill Lynch International Sede di Milano e dallo Studio Casò in qualità di consulenti di TIM, nonché relative conferme in data 22 (Studio Casò) e 23 gennaio 2005;
- statuti delle Società partecipanti alla fusione;
- relazioni della società di revisione Reconta Ernst & Young SpA sulla revisione contabile limitata della relazione semestrale al 30 giugno 2004 delle Società;
- analisi delle principali conclusioni raggiunte dalla società di revisione Reconta Ernst & Young SpA, e discussioni con la stessa, relativamente al bilancio 2003 e alla relazione semestrale 2004 delle Società, nonché discussioni sull'attività di revisione contabile in corso del bilancio 2004 delle Società;
- progetti di bilancio 2004 delle Società approvati dai Consigli di Amministrazione in data 24 febbraio 2005
- 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 Telecom Italia, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi. Analoga attestazione è stata ottenuta da Reconta Ernst & Young S.p.A. dalla direzione di TIM.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor*, in considerazione della rilevanza e complessità dell'operazione di fusione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le due società.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Il Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia è giunto alla determinazione del rapporto di cambio selezionando, fra una pluralità di metodi di valutazione, 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.

Inoltre, sulla base di quanto suggerito dalla dottrina aziendalistica e dalla prassi professionale, gli Amministratori hanno confrontato i valori attribuiti alle Società coinvolte nel procedimento di fusione in ipotesi di continuità gestionale. Tali valori non possono essere considerati rappresentativi di una valutazione in termini assoluti 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).

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

- degli specifici obiettivi attribuiti alle valutazioni con riferimento all'operazione in oggetto;
- della natura delle attività svolte da ognuna delle società partecipanti alla fusione.

Con riferimento al primo aspetto, 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. Ciò ha comportato non necessariamente l'utilizzo di metodologie di valutazione identiche per tutte le aziende direttamente o indirettamente interessate alla fusione, in particolare se operanti in settori diversi, ma piuttosto l'adozione di una medesima logica di valutazione.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, gli Amministratori hanno considerato, da un lato, le molteplici aree di operatività del Gruppo Telecom Italia, 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.

Alla luce di quanto sopra, gli Amministratori, ai fini della determinazione dei valori di Telecom Italia e di TIM hanno utilizzato, fermo restando il pari livello di significatività ai fini del procedimento valutativo, per la valutazione di TIM, il criterio dei flussi di cassa attualizzati, e per Telecom Italia il metodo della Somma delle Parti, quali metodi fondamentali ed il metodo delle quotazioni di borsa, quale metodo di controllo.

Metodo dei flussi di cassa attualizzati ("Discounted Cash Flow" o "DCF"): 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, che rappresenta la media ponderata del costo delle forme di finanziamento utilizzate (capitale di rischio e capitale di debito al netto degli effetti fiscali);
- stima della posizione finanziaria netta e interessi di terzi, che nel caso di specie sono stati presi in considerazione con riferimento al 31 dicembre 2004.

Nell'applicazione della metodologia DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento alle precitate previsioni economico-finanziarie 2005-2007.

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 tenere conto della posizione finanziaria esistente in capo alla società stessa, degli interessi di terzi e, ove rilevanti, di altri effetti tra cui quelli relativi a eventuali poste fuori bilancio e a potenziali benefici fiscali.

In base a tale metodo le attività principali (Telecom Italia e TIM) sono state valutate primariamente con il criterio del *Discounted Cash Flow*. In particolare, TIM è stata valorizzata sulla base dell'intervallo di valori individuati con tale metodo. Le altre attività sono state valutate con il criterio delle quotazioni di mercato, con il metodo dei multipli di mercato, con i valori di bilancio, con il criterio del *Discounted Cash Flow* e/o con i valori individuati dagli analisti di ricerca per tali attività, ove disponibili.

Al fine di verificare l'accuratezza dei rapporti di cambio determinati con i criteri sopra citati gli Amministratori hanno provveduto ad effettuare un ulteriore controllo con il criterio delle quotazioni di borsa.

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 e, sulla base dei dati di mercato del 3 dicembre 2004 (ultimo giorno di negoziazione dei titoli precedente alla data dei Consigli di Amministrazione che hanno annunciato l'operazione), gli Amministratori evidenziano che entrambe le Società hanno elevati volumi scambiati, elevati livelli di capitalizzazione ed elevata liquidità dei relativi titoli.

4.1.1 *Metodo della Somma delle Parti – Telecom Italia*

In base al metodo della Somma delle Parti, la determinazione del valore di Telecom Italia viene determinato come somma dei valori delle singole attività di ciascuna società, considerate come entità economiche valorizzabili autonomamente. Tenuto conto della complessità della struttura societaria e della molteplicità delle aree di operatività del Gruppo Telecom Italia, le principali attività (Telecom Italia e TIM) sono state valutate sulla base della metodologia del *Discounted Cash Flow*. Le rimanenti attività sono state valutate facendo riferimento, a seconda dei casi, al valore di libro o di mercato, e/o con i valori individuati dagli analisti di ricerca per tali attività, ove disponibili.

Tale somma, per ciascuna delle società partecipanti alla fusione, viene opportunamente rettificata per tenere conto della posizione finanziaria stimata al 31 dicembre 2004 rettificata per tener conto dei debiti netti proporzionali e degli interessi di terzi e, ove rilevanti, di altri effetti tra quelli relativi a eventuali poste fuori bilancio e a potenziali benefici fiscali.

Gli Amministratori hanno inoltre tenuto conto, per Telecom Italia, dell'effetto pro-forma della conversione delle obbligazioni convertibili coerentemente con la metodologia "fully-diluted", che ne ipotizza la conversione in azioni ordinarie.

4.1.2 Discounted Cash Flow – TIM

La metodologia DCF è stata applicata attualizzando i flussi di cassa operativi al lordo di qualsiasi componente di natura finanziaria (*Free Cash Flows* 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;
- Stima della posizione finanziaria netta e interessi di terzi, che nel caso di specie sono stati presi in considerazione con riferimento al 31 dicembre 2004.

Nell'applicazione della metodologia DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa operativi per le principali attività come risultanti dai piani economico-finanziari.

Al valore così calcolato è stato sommato il valore della Posizione Finanziaria Netta stimata al 31 dicembre 2004. Inoltre, gli Amministratori hanno tenuto conto degli interessi dei terzi, degli effetti della prevista cessione di Corporacion Digitel (Venezuela), di taluni benefici fiscali e dell'eventuale esercizio degli strumenti finanziari che possano dar luogo alla sottoscrizione di azioni TIM (*stock option*) unicamente nella misura in cui l'esercizio degli stessi sia ragionevolmente prevedibile sulla base della convenienza economico-finanziaria.

4.1.3 Metodo delle quotazioni di borsa – Telecom Italia / TIM

I rapporti di cambio risultanti dall'applicazione dei precedenti criteri sono stati sottoposti a verifica da parte degli Amministratori utilizzando il criterio 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.

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.

Gli Amministratori hanno ritenuto nella fattispecie che, poiché sia Telecom Italia che TIM sono società con azioni quotate nel Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa e tra le maggiori società italiane in termini di capitalizzazione di mercato, il criterio delle quotazioni di borsa costituisca un riferimento attendibile.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nello svolgimento delle valutazioni ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia non ha rilevato difficoltà.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

6.1. Telecom Italia

Con riferimento al metodo della Somma delle Parti, gli Amministratori di Telecom Italia, con il supporto dei propri *Advisor*, hanno individuato i seguenti valori delle azioni ordinarie di Telecom Italia, prima della distribuzione di dividendi prevista nel mese di aprile 2005, e pertanto prima del completamento della fusione:

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione Telecom Italia ordinaria (€)	2,99	3,22	3,44

Per quanto riguarda le azioni di risparmio, gli Amministratori hanno calcolato i seguenti valori, considerando gli sconti medi di mercato dell'ultimo mese, tre mesi e sei mesi prima del 3 dicembre 2004, e altresì, lo sconto dell'ultimo giorno di quotazione dei titoli Telecom Italia e TIM prima dell'annuncio dell'operazione (3 dicembre 2004), risultanti in uno sconto compreso tra circa il 26 ed il 27%.

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione Telecom Italia risparmio (€)	2,21	2,37	2,52

Con riferimento ai corrispondenti valori delle azioni Telecom Italia, rettificati per effetto della distribuzione di dividendi prevista nel mese di aprile 2005, si ha:

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione Telecom Italia ordinaria (€)	2,89	3,12	3,34
Valore per azione Telecom Italia risparmio (€)	2,09	2,25	2,41

6.2. TIM

Con riferimento al metodo del *Discounted Cash Flow*, utilizzando, altresì come verifica e controllo il metodo dei multipli di operazioni comparabili ed i valori individuati dagli analisti di ricerca ove disponibili, tenuto conto anche della Posizione Finanziaria Netta stimata al 31 dicembre 2004 e degli interessi di terzi e degli effetti della prevista cessione di Corporation Digitel (Venezuela) e di alcuni benefici fiscali, gli Amministratori hanno individuato i seguenti valori, prima della distribuzione di dividendi, prevista in aprile 2005:

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione TIM ordinaria (€)	5,32	5,58	5,84

Per quanto riguarda le azioni di risparmio, gli Amministratori hanno calcolato i seguenti valori, considerando gli sconti medi di mercato dell'ultimo mese, tre mesi e sei mesi prima del 3 dicembre 2004, e altresì, lo sconto dell'ultimo giorno di quotazione dei titoli Telecom Italia e TIM prima dell'annuncio dell'operazione (3 dicembre 2004), risultanti in uno sconto utilizzato nell'intorno di zero.

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione TIM risparmio (€)	5,31	5,58	5,84

Con riferimento ai corrispondenti valori delle azioni TIM, rettificati per effetto della distribuzione di dividendi prevista nel mese di aprile 2005, si ha:

	Minimo	Medio	Massimo
Valore per azione TIM ordinaria (€)	5,07	5,33	5,58
Valore per azione TIM risparmio (€)	5,05	5,31	5,57

6.3. Determinazione del Rapporto di cambio

Alla luce e nel rispetto delle valutazioni condotte con l'ausilio dei rispettivi *Advisors*, gli Amministratori hanno definito i valori relativi delle società partecipanti alla fusione ai fini della determinazione del rapporto di cambio:

	Minimo	Medio	Massimo
Azioni Telecom Italia ordinarie per azione TIM ordinaria	1,67	1,71	1,75
Azioni Telecom Italia risparmio per azione TIM di risparmio	2,31	2,36	2,42

Sulla base delle metodologie valutative e del confronto fra le valutazioni effettuate, il Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia e il Consiglio di Amministrazione di TIM hanno individuato il seguente rapporto di cambio:

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

6.4. Metodo della quotazioni di borsa, quale metodologia di controllo

Al fine di verificare l'accuratezza dei rapporti di cambio determinati con i criteri sopra menzionati, gli Amministratori hanno, infine, provveduto ad effettuare un ulteriore controllo con il criterio delle quotazioni di borsa.

Il criterio è stato applicato tenendo conto dei rapporti di cambio medi (azioni Telecom Italia ordinarie per azione TIM ordinaria e azioni Telecom Italia risparmio per azione TIM risparmio) espressi dal mercato relativamente a differenti periodi temporali antecedenti il giorno della sospensione delle negoziazioni dei titoli Telecom Italia e TIM disposta da Borsa Italiana S.p.A. in previsione dell'annuncio dell'operazione (dato calcolato sui prezzi ufficiali del 3 dicembre 2004; media sulla base dei prezzi ufficiali di 1 mese, 3 mesi, 6 mesi, 12 mesi), rettificati per effetto della distribuzione di dividendi previste da Telecom Italia e TIM nel mese di aprile 2005, precedentemente alla Fusione.

Gli Amministratori non hanno, invece, tenuto conto delle quotazioni di borsa di TIM e di Telecom Italia successive all'annuncio dell'operazione, in quanto tali quotazioni, essendo state influenzate dall'annuncio medesimo, non sono state ritenute significative.

La tabella seguente riporta i concambi medi riscontrati dagli Amministratori nei diversi periodi temporali sopra menzionati.

	3/12/04	1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi	12 mesi*
Azioni Telecom Italia ordinarie per azioni TIM ordinaria	1,72	1,69	1,71	1,74	1,75	1,74
Azioni Telecom Italia risparmio per azioni TIM risparmio	2,47	2,41	2,36	2,39	2,44	2,45

* *Concambi medi calcolati rettificando i prezzi ufficiali anteriori al 24 maggio 2004 per la distribuzione di dividendi effettuata in tale data.*

La tabella successiva individua i valori minimi, medi e massimi dei concambi medi (azioni Telecom Italia ordinarie per azione TIM ordinaria e azioni Telecom Italia risparmio per azione TIM risparmio) espressi dal mercato borsistico nei periodi sopra considerati.

	Minimo	Medi	Massimo
Azioni Telecom Italia ordinarie per azioni TIM ordinaria	1,69	1,72	1,75
Azioni Telecom Italia risparmio per azioni TIM risparmio	2,36	2,42	2,47

Da quanto sopra riportato è quindi risultata, agli Amministratori, la coerenza con i concambi determinati sulla base dei valori fondamentali di cui al paragrafo precedente.

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

Telecom Italia aumenterà il proprio capitale sociale per un massimo di nominali 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 da nominali 0,55 € ciascuna, in applicazione del rapporto di cambio sopra determinato, senza tener conto delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio TIM da essa detenute e delle azioni proprie detenute da TIM che saranno annullate senza concambio.

Gli Amministratori hanno previsto che:

- le azioni di nuova emissione destinate al concambio saranno assegnate agli aventi diritto, per il tramite dei rispettivi intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata di Monte Titoli Spa alla data di efficacia della Fusione;
- le azioni TIM non dematerializzate potranno essere concambiate esclusivamente previa consegna delle stesse ad un intermediario autorizzato per l'immissione nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione;
- nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni Telecom Italia, sarà messo a disposizione degli azionisti terzi di TIM, per il tramite degli intermediari autorizzati, un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni di nuova emissione spettanti in applicazione dei rapporti di cambio, ai prezzi di mercato senza aggravio di spese, bolli o commissioni.

7. Lavoro svolto

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

Considerato che i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor*, assumono 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 intervenute rispetto alle relazioni semestrali al 30 giugno 2004 di Telecom Italia e di TIM, assoggettate a revisione contabile limitata da parte di Reconta Ernst & Young. Si segnala che i bilanci d'esercizio e quelli consolidati al 31 dicembre 2003 di TIM e di Telecom Italia sono stati assoggettati a revisione contabile da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti attività:

- raccolto, attraverso discussione con le direzioni di Telecom Italia e di TIM informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura della situazione patrimoniale sopra menzionata che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- per le precitate previsioni economico-finanziarie preliminari 2005-2007 del Gruppo Telecom Italia, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione di Telecom Italia e quella di TIM 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 sul progetto di fusione e di quelle predisposte dagli *Advisor* per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori 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 del rapporto di cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori anche sulla base delle indicazioni degli *Advisor*;
- incontri con gli *Advisor* di Telecom Italia per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, con riferimento alle singole unità di *business* considerate *stand alone*, per quanto a conoscenza della Direzione di Telecom Italia, non sono intervenute modifiche ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

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 della determinazione del rapporto di cambio. 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 processo metodologico di generale accettazione;
- appaiono adeguati nelle 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 un metodo principale e di un metodo di controllo 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 della somma delle parti è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico l'utilizzo della metodologica 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 TTM risulta giustificata dall'attività svolta che rende tanto gli aspetti patrimoniali quanto gli aspetti reddituali e finanziari rilevanti ai fini del processo di valutazione;
- il metodo delle quotazioni di borsa, utilizzato dagli Amministratori con finalità di controllo, risulta particolarmente indicato in presenza di società con elevata capitalizzazio-

ne, un flottante ampio e diffuso e volumi scambiati elevati. Infine, i risultati ottenuti sono confortati anche dall'analisi del "consensus" espresso dagli analisti finanziari nei tre mesi precedenti l'annuncio dell'operazione;

- la determinazione del rapporto di cambio previsto per le azioni di risparmio di TIM al servizio della fusione risulta, pur con i limiti propri del procedimento empirico utilizzato, appropriato nella circostanza e comunque oggettivo.

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.

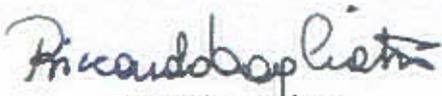
10. Conclusioni

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:

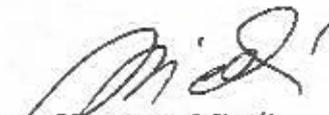
- **1,73 azioni ordinarie di Telecom Italia, del valore nominale di euro 0,55 ciascuna per ogni azione ordinaria TIM del valore nominale di Euro 0,06 ciascuna,**
- **2,36 azioni di risparmio di Telecom Italia, del valore nominale di euro 0,55 ciascuna per ogni azione di risparmio TIM del valore nominale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

Milano, 28 febbraio 2005

Mazars & Guérard S.p.A.



Riccardo Vogliotti
Socio



Vincenzo Miceli
Socio