



**KPMG S.p.A.**  
**Revisione e organizzazione contabile**  
Via Vittor Pisani, 25  
20124 MILANO MI

Telefono +39 02 6763.1  
Telefax +39 02 67632445  
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it  
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

## **Relazione ai sensi degli artt. 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma, Codice Civile**

Agli Azionisti di  
Pirelli & C. S.p.A.

Agli Azionisti di  
Marco Polo Industrial Holding S.p.A.

### **1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico**

In data 27 novembre 2015, su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Pirelli & C. S.p.A. (di seguito, "Pirelli") e da Marco Polo Industrial Holding S.p.A. (di seguito, "Marco Polo"), abbiamo ricevuto dal Tribunale di Milano l'incarico di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti degli artt. 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma, Codice Civile.

L'incarico riguarda la redazione della relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Pirelli e quelle di Marco Polo, fissato nell'ambito dell'operazione che prevede la fusione per incorporazione (di seguito "la fusione") di Marco Polo in Pirelli, ai sensi dell'art. 2501-sexies Codice Civile e sulle indicazioni contenute nel progetto di fusione in merito alla sostenibilità del debito finanziario, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile.

Secondo quanto riferito dal Consiglio di Amministrazione di Pirelli e dal Consiglio di Amministrazione di Marco Polo (di seguito, congiuntamente anche solo i "Consigli di Amministrazione"), la fusione prevede l'incorporazione della controllante Marco Polo nella controllata Pirelli, secondo il metodo della fusione c.d. inversa.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle due società partecipanti all'operazione la seguente documentazione:

- il progetto di fusione approvato in data 22 dicembre 2015 dal Consiglio di Amministrazione di Pirelli e dal Consiglio di Amministrazione di Marco Polo, ai sensi dell'art. 2501-ter, Codice Civile, che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla complessiva operazione di fusione, come previsto dall'art. 2501-bis, secondo comma, Codice Civile;
- la relazione della società di revisione di Pirelli, Reconta Ernst & Young S.p.A. (di seguito, "E&Y"), redatta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile;

- la situazione patrimoniale al 30 giugno 2015 di Pirelli costituita, in conformità all'art. 2501-*quater*, Codice Civile, dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2015, redatta ex art. 154-*ter*, comma 2, D.Lgs. 58/98 e approvata dal Consiglio di Amministrazione di Pirelli in data 6 agosto 2015;
- la situazione patrimoniale al 30 novembre 2015 di Marco Polo redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile e approvata dal Consiglio di Amministrazione di Marco Polo in data 22 dicembre 2015;
- il bilancio separato ed il bilancio consolidato di Pirelli al 31 dicembre 2014;
- la relazione del Consiglio di Amministrazione di Pirelli del 22 dicembre 2015 e la relazione del Consiglio di Amministrazione di Marco Polo del 22 dicembre 2015, che illustrano e giustificano, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quinquies*, Codice Civile, il progetto di fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. La relazione dei Consigli di Amministrazione indica altresì, ai sensi dell'art. 2501-*bis*, terzo comma, Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione, le motivazioni e gli obiettivi che si intendono raggiungere. Le relazioni dei Consigli di Amministrazione contengono inoltre il Piano economico-finanziario relativo alla società risultante dalla fusione e l'indicazione delle fonti delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni a seguito della fusione.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Pirelli e di Marco Polo fissate entrambe per il giorno 15 febbraio 2016.

## **2 Sintesi dell'operazione**

Come indicato dagli Amministratori:

- 1 la fusione è strettamente ed intrinsecamente connessa alla realizzazione dell'acquisizione del controllo di Pirelli da parte di Marco Polo, società facente indirettamente capo a China National Chemical Corporation ("ChemChina"), anche attraverso la promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria sulle azioni ordinarie di Pirelli e di un'offerta pubblica di acquisto volontaria sulle azioni di risparmio (le "Offerte"), che hanno condotto all'attuale struttura partecipativa del gruppo;
- 2 essa consentirà, nello specifico, una razionalizzazione dell'attuale struttura dell'indebitamento finanziario che coinvolge le società del gruppo;
- 3 alla data della presente relazione Marco Polo detiene n. 475.388.592 azioni ordinarie Pirelli, corrispondenti alla totalità del capitale ordinario di Pirelli e n. 11.018.242 azioni di risparmio, corrispondenti al 93,036% del capitale di risparmio. L'interessenza di Marco Polo nel capitale di Pirelli è calcolata escludendo le azioni proprie detenute da Pirelli;

- 4 l'acquisizione del controllo di Pirelli da parte di Marco Polo è stata resa possibile, tra l'altro, proprio dalla messa a disposizione da parte delle banche finanziatrici a favore di Marco Polo di alcune linee di credito a breve termine (in particolare le linee Term Facility e Revolving Facility ai sensi del Bidco Senior Facilities Agreement);
- 5 in conseguenza della fusione, l'indebitamento attualmente in capo a Marco Polo sarà trasferito a Pirelli, il cui patrimonio potrà così costituire garanzia generica ovvero fonte di rimborso (anche) di tali linee di credito. La concentrazione su un unico soggetto dell'indebitamento derivante dalle linee di credito nonché delle attività generatrici dei flussi di cassa destinati a servizio del debito va incontro alla richiesta delle banche finanziatrici e dovrebbe consentire di ottenere migliori condizioni economiche commisurate al minor profilo di rischio con un indubbio beneficio per il gruppo;
- 6 secondo quanto previsto dal Bidco Senior Facilities Agreement, entro 60 giorni dalla data di efficacia della fusione, deve intervenire il ripagamento integrale del debito o per il tramite della linea di credito che le medesime banche finanziatrici metteranno a disposizione di Pirelli per €6.800.000.000, denominata Mergeco Facilities Agreement o per il tramite dell'integrale rifinanziamento del debito, in merito al quale sono in corso negoziazioni con le banche finanziatrici. Il Mergeco Facilities Agreement ha scadenza 31 dicembre 2016.

### **3 Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Consigli di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione che gli stessi dichiarano di aver incontrato; 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 Consigli di Amministrazione a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle società oggetto dell'operazione di fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Consigli di Amministrazione e dai consulenti da essi incaricati.

La presente relazione contiene inoltre l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

#### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle due società partecipanti all'operazione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie.

A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il progetto di fusione approvato in data 22 dicembre 2015 dal Consiglio di Amministrazione di Pirelli e dal Consiglio di Amministrazione di Marco Polo, e le relazioni di ciascuno dei Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono un rapporto di cambio fissato in ragione di n. 6,3 azioni ordinarie Pirelli, prive di valore nominale, per ogni azione ordinaria di Marco Polo, senza prevedere alcun conguaglio in denaro. Dalle predette relazioni emerge, fra l'altro, che si è reso necessario determinare il rapporto tra i valori economici effettivi dei patrimoni delle società partecipanti alla fusione e stabilire il rapporto di cambio (il "Rapporto di Cambio") in considerazione della presenza nell'azionariato di Pirelli di soci di minoranza titolari di azioni di risparmio (con un partecipazione dello 0,169% circa del capitale sociale complessivo, ordinario e di risparmio, di Pirelli). Le relazioni dei Consigli di Amministrazione contengono l'indicazione dei valori relativi da attribuire alle società partecipanti alla fusione ed espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni che hanno condotto alla loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione, ed il rapporto di cambio risultante;
- la valutazione eseguita dal Prof. Mauro Bini, in qualità di consulente del Consiglio di Amministrazione di Pirelli (il "consulente"), al fine di supportare quest'ultimo nell'individuazione dei valori da attribuire a Pirelli e a Marco Polo per la valutazione del rapporto di cambio; tale valutazione, come risulta dal documento di presentazione datato 17 dicembre 2015, espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- la *Fairness Opinion* redatta da Citigroup Global Markets Limited, in qualità di consulente del Comitato per le operazioni con Parti Correlate del Consiglio di Amministrazione di Pirelli, sul rapporto di cambio nella fusione per incorporazione di Marco Polo in Pirelli; tale relazione, datata 21 dicembre 2015, espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- le situazioni patrimoniali di fusione predisposte, ai sensi dell'art. 2501-*quater* Codice Civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione, rispettivamente:

- per Pirelli: la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2015, redatta ai sensi dell'art. 154-ter, comma 2, D.Lgs. 58/98, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 6 agosto 2015;
- per Marco Polo: la situazione patrimoniale al 30 novembre 2015 predisposta sulla base dei principi contabili internazionali IAS/IFRS e approvata dal Consiglio di Amministrazione di Marco Polo in data 22 dicembre 2015;
- gli statuti sociali di Pirelli e di Marco Polo, nonché il testo dello statuto della società incorporante post-fusione;
- il Piano economico-finanziario pluriennale 2015-2019 di Pirelli ante-fusione predisposto, in via sintetica, dalla Direzione di Pirelli;
- il Piano economico-finanziario pluriennale 2015-2019 e le estrapolazioni per il periodo 2020-2023 relative alla società risultante dall'operazione di fusione predisposto su base consolidata (il "Piano Economico e Finanziario della fusione"). In particolare:
  - sintesi delle principali assunzioni economiche e finanziarie;
  - informazioni utilizzate dagli Amministratori di Pirelli per la predisposizione del documento di piano;
  - esplicitazione dell'evoluzione attesa dell'indebitamento finanziario in essere e degli oneri correlati;
  - analisi di scenario/sensibilità delle proiezioni del Piano economico-finanziario pluriennale alle principali assunzioni;
- il documento di presentazione predisposto dal consulente del Consiglio di Amministrazione di Pirelli Prof. Mauro Bini inerente le analisi di sostenibilità finanziaria dell'indebitamento, datato 17 dicembre 2015;
- la relazione di E&Y predisposta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile inerente il Piano Economico e Finanziario della fusione;
- il documento di presentazione della struttura e delle condizioni finanziarie attese del rifinanziamento del debito finanziario della società risultante dalla fusione, predisposto da JP Morgan in data 23 ottobre 2015;
- il contratto di finanziamento denominato Bidco Senior Facilities Agreement, sottoscritto in data 30 aprile 2015 da Marco Polo International Holding Italy S.p.A. (già CNRC International Holding Italy S.p.A.) e Marco Polo Industrial Holding S.p.A. (già CNRC Marco Polo Holding S.p.A.), da un lato, e, fra gli altri, J.P. Morgan Limited (in qualità di

“Global Co-ordinator”), J.P. Morgan Limited, China Construction Bank Corporation, Hong Kong Branch, Intesa Sanpaolo S.p.A. e Unicredit S.p.A. (in qualità di “Bookrunners”), dall’altro, (le “Parti”);

- la modifica del Bidco Senior Facilities Agreement, sottoscritta dalle Parti in data 5 agosto 2015 e successiva rettifica del 1 dicembre 2015;
- il Mergeco Agreement sottoscritto tra le Parti in data 30 aprile 2015 e successiva rettifica del 1 dicembre 2015;
- le informazioni e documenti integrativi, contabili e statistici, da noi ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione dai rappresentanti legali delle due società partecipanti all’operazione che non sono intervenuti fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi presi a base per lo svolgimento delle nostre analisi. Abbiamo infine ottenuto attestazione che, alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati contenuti nel Piano economico-finanziario e della documentazione a supporto dello stesso.

## **5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio**

I Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, considerassero le peculiarità della fusione, riconducibili ai seguenti aspetti principali:

- la fusione riguarda una società operativa, Pirelli, e una holding pura, Marco Polo, pertanto non si tratta di valutare due business diversi, ma lo stesso business caratterizzato da strutture finanziarie diverse (minore indebitamento in capo a Pirelli);
- la holding pura detiene la totalità delle azioni ordinarie e il 93,036% delle azioni di risparmio di Pirelli in circolazione, al netto delle azioni proprie. Pertanto il rapporto di cambio ha rilievo per i soli azionisti di risparmio terzi che detengono lo 0,169% del capitale complessivo di Pirelli;
- la fusione prevede che all’azionista di Marco Polo siano offerte in concambio azioni ordinarie e azioni di risparmio Pirelli in proporzione corrispondente al numero di azioni ordinarie e di risparmio da questa detenute ante fusione.

Conseguentemente, gli aspetti peculiari sopra richiamati hanno comportato le seguenti scelte sotto il profilo metodologico:

- le azioni di Marco Polo sono state valutate in trasparenza rispetto alle azioni Pirelli detenute in portafoglio. Più precisamente le azioni di Marco Polo sono state valutate detraendo dal valore delle azioni Pirelli in portafoglio il debito netto acceso da Marco Polo per l'acquisto delle azioni;
- si è verificato che le azioni di risparmio e le azioni ordinarie Pirelli ante fusione avessero lo stesso valore, tenuto conto da un lato del beneficio in termini di dividendo delle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie e, dall'altro, del maggior costo del capitale che ha caratterizzato le azioni di risparmio nel periodo antecedente l'annuncio dell'operazione. Tale verifica trova conforto anche nel fatto che l'offerta pubblica rivolta alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio sia stata regolata ad un medesimo prezzo.

I Consigli di Amministrazione, inoltre, hanno ottenuto i risultati attraverso l'applicazione del metodo dei flussi di cassa operativi scontati per la valutazione del capitale economico di Pirelli (metodo principale) e li hanno sottoposti a riscontro sulla base di ulteriori analisi fondate sul metodo dei multipli di società quotate comparabili e sviluppate ai soli fini di controllo dei risultati delle stime effettuate.

## **5.1 La valutazione di Pirelli**

### **5.1.1 Metodo dei flussi di cassa operativi scontati - DCF (Discounted Cash Flow asset side) - Metodo principale**

In coerenza con le scelte sopra richiamate, la valutazione delle azioni, ordinarie e di risparmio, di Pirelli, è stata compiuta adottando una prospettiva stand alone e considerando le sole azioni in circolazione (azioni emesse al netto delle azioni proprie in portafoglio) sulla base del metodo DCF- Discounted Cash Flow nella versione asset side, quale metodo principale. In particolare il valore delle azioni Pirelli, alla data di riferimento del 30 settembre 2015, è stato determinato quale somma algebrica:

- del valore attuale dei flussi di cassa unlevered (espressivo del valore dell'attivo operativo core);
- delle attività non operative (assunte a valore contabile di bilancio al 30 settembre 2015, ad eccezione delle partecipazioni in società quotate per le quali è stato stimato il valore corrente di mercato);
- dei debiti finanziari e delle altre passività (Fondi pensione e Altri fondi del personale) al 30 settembre 2015 e del debito aggiuntivo connesso alla distribuzione del dividendo minimo garantito alle azioni di risparmio a valere sull'utile 2015;

- del patrimonio netto di terzi (assunto a valore contabile).

Con riguardo al metodo principale, i principali elementi sottostanti la stima del valore dell'attivo operativo core sono stati i seguenti:

- le proiezioni della Direzione di Pirelli per il periodo dal 30 settembre 2015 al 31 dicembre 2019. Tali proiezioni sono state costruite sulla base della medesima logica già seguita ai fini delle valutazioni a supporto dell'OPA, ma aggiornate sulla base dei risultati al 30 settembre 2015, e della revisione al ribasso di aspettative intervenute con riguardo all'area dell'America Latina;
- il costo medio ponderato del capitale calcolato al 30 settembre 2015, collocato nell'intervallo 8,33% e 8,86%. Ai fini del costo medio ponderato del capitale si è fatto riferimento:
  - al costo dei mezzi propri (calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model e del coefficiente beta di società comparabili);
  - al costo marginale del debito Pirelli;
  - alla struttura finanziaria media di società comparabili;
- il saggio di crescita dei flussi di cassa unlevered nel valore terminale pari a zero.

L'applicazione del criterio principale (DCF – Asset Side), utilizzando il range di costi opportunità del capitale individuato, ha portato ad un intervallo di valore delle azioni ordinarie e di risparmio Pirelli compreso tra €13,97 ed €15,09 per azione.

#### *5.1.2 Metodo dei multipli di società quotate comparabili - Metodo di controllo*

I risultati ottenuti con l'applicazione del metodo DCF sopra riportato sono stati quindi assoggettati a verifica dai Consigli di Amministrazione sulla base del metodo dei multipli di società quotate comparabili, in relazione al quale il valore delle azioni è stato determinato per somma algebrica:

- del valore dell'attivo operativo core ottenuto sulla base di multipli asset side fondati sull'Enterprise Value;
- del valore delle attività non operative (assunte a valore contabile di bilancio al 30 settembre 2015, ad eccezione delle partecipazioni in società quotate per le quali è stato stimato il valore corrente di mercato);



- del valore dei debiti finanziari e delle altre passività (Fondi pensione e Altri fondi del personale) al 30 settembre 2015 e del debito aggiuntivo connesso alla distribuzione del dividendo minimo garantito alle azioni di risparmio a valere sull'utile 2015;
- del patrimonio di terzi (assunto a valore contabile).

I principali elementi di input per la stima del valore dell'attivo operativo core sono stati:

- la capitalizzazione di mercato media a 75 giorni (rispetto al 30 settembre 2015) delle società quotate comparabili (identificate in n. 17 società quotate a livello mondiale con SIC Code 3011 – Tyres and Inner Tubes oltre ad Hankook Tire);
- il valore contabile della posizione finanziaria netta, delle altre passività finanziarie, delle attività non operative e del patrimonio di terzi, al fine di ottenere una stima di Enterprise value core delle società comparabili al 30 settembre 2015;
- le previsioni di consenso sui ricavi e sull'Ebit per l'esercizio 2015 delle società quotate comparabili oltre alle previsioni di crescita dell'Ebit nel biennio 2015-2017;
- le proiezioni della Direzione di Pirelli relative a ricavi ed Ebit 2015 e crescita attesa dell'Ebit nel biennio 2015-2017.

L'applicazione del criterio di controllo (Multipli di società quotate comparabili) ha condotto ad identificare un intervallo di possibili valori dell'azione Pirelli compresi fra €14,08 e €15,11, valori che confermano le stime ottenute mediante il criterio principale (DCF – Asset Side).

### 5.1.3 Valori di Pirelli assunti a riferimento sulla base delle metodologie sopra riportate

I valori ottenuti dall'applicazione delle metodologie sopra descritte identificano un intervallo, entro il quale gli Amministratori hanno ritenuto opportuno collocare la stima del valore di Pirelli. I valori per azione calcolati in relazione a ciascun metodo sono riportati nella seguente tabella.

<b>Sintesi dei risultati: Valore per azione Pirelli (€)</b>		
<b>Metodo</b>	<b>Valore Minimo</b>	<b>Valore Massimo</b>
Metodo Principale - DCF	13,97	15,09
Metodo di Controllo - Multipli	14,08	15,11

## 5.2 La valutazione di Marco Polo

Ai fini della determinazione del valore delle azioni di Marco Polo i Consigli di Amministrazione hanno dichiarato di aver stimato:

- il valore delle attività sulla base del valore delle azioni ordinarie e di risparmio Pirelli calcolato in precedenza e del dividendo sulle sole azioni di risparmio che Marco Polo incasserà a valere sull'utile 2015 (e pari al minimo statutario corrispondente al 7% di €3,19), che esclude i costi capitalizzati e la cassa destinata a ripagare il capitale circolante negativo e gli oneri non ancora sostenuti alla data del 30 settembre 2015;
- il valore del debito a fair value.

La data di riferimento della valutazione delle azioni Marco Polo è il 30 novembre 2015. Al riguardo i Consigli di Amministrazione hanno segnalato che il disallineamento delle date di valutazione di Pirelli e di Marco Polo è dovuto al fatto che nel caso di quest'ultima società si è considerato il portafoglio di azioni di Pirelli e il correlato livello di indebitamento aggiornati alla consistenza più recente di azioni Pirelli in portafoglio.

In conclusione, il valore economico del capitale di Marco Polo, sulla base del metodo adottato dai Consigli di Amministrazione, è stimato come segue:

**Sintesi dei risultati: Valore per azione Marco Polo (€)**

Metodo	Valore Minimo	Valore Massimo
Metodo Principale - DCF	79,25	95,87
Metodo di Controllo - Multipli	80,88	96,16

## 6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Sulla base degli intervalli di valore individuati con riferimento al valore delle azioni di Pirelli e Marco Polo, il rapporto di cambio identificato dai Consigli di Amministrazione è quindi compreso tra 5,67 e 6,35 azioni Pirelli per ogni azione Marco Polo.

Le tabelle seguenti riportano la sensibilità del rapporto di cambio al variare degli input (wacc e tasso di crescita dei ricavi g) utilizzati nella stima del valore dell'azione Pirelli sulla base del criterio principale (DCF- Asset Side).

		Sensitivity Rapporto di Cambio				
		WACC				
		8,08%	8,33%	8,60%	8,86%	9,11%
<b>g</b>	<b>-0,50%</b>	6,20	5,89	5,54	5,20	4,87
	<b>-0,25%</b>	6,43	6,12	5,78	5,44	5,11
	<b>0,00%</b>	6,66	6,35	6,01	5,67	5,35
	<b>0,25%</b>	6,90	6,58	6,24	5,91	5,58
	<b>0,50%</b>	7,13	6,82	6,48	6,15	5,82

Sensitivity Valore per Azione Pirelli						
		WACC				
		8,08%	8,33%	8,60%	8,86%	9,11%
<b>g</b>	<b>-0,50%</b>	€ 14,83	€ 14,31	€ 13,77	€ 13,29	€ 12,85
	<b>-0,25%</b>	€ 15,23	€ 14,68	€ 14,13	€ 13,62	€ 13,16
	<b>0,00%</b>	€ 15,66	€ 15,09	€ 14,50	€ 13,97	€ 13,49
	<b>0,25%</b>	€ 16,12	€ 15,51	€ 14,90	€ 14,34	€ 13,83
	<b>0,50%</b>	€ 16,61	€ 15,97	€ 15,32	€ 14,73	€ 14,20

Sensitivity Valore per Azione Marco Polo Industrial Holding						
		WACC				
		8,08%	8,33%	8,60%	8,86%	9,11%
<b>g</b>	<b>-0,50%</b>	€ 92,01	€ 84,29	€ 76,28	€ 69,16	€ 62,63
	<b>-0,25%</b>	€ 97,95	€ 89,78	€ 81,62	€ 74,05	€ 67,23
	<b>0,00%</b>	€ 104,33	€ 95,87	€ 87,11	€ 79,25	€ 72,12
	<b>0,25%</b>	€ 111,15	€ 102,10	€ 93,05	€ 84,74	€ 77,17
	<b>0,50%</b>	€ 118,42	€ 108,93	€ 99,28	€ 90,53	€ 82,66

I Consigli di Amministrazione (che, nel caso di Pirelli, hanno altresì esaminato e fatto proprie le valutazioni dei consulenti e hanno preso atto del motivato parere favorevole del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate), hanno determinato il rapporto di cambio unitario per entrambe le categorie azionarie nella seguente misura:

- n. 6,30 azioni della Società Incorporante da assegnare post fusione all'unico socio della Società Incorporanda per ogni azione posseduta prima della fusione dalla Società Incorporanda nella Società Incorporante. Non sono previsti conguagli in denaro.

Tale rapporto di cambio sottende un valore unitario dell'azione Pirelli pari a €15 per azione, che risulta peraltro allineato al valore dell'azione Pirelli nell'ambito delle offerte obbligatoria e volontaria promosse da Marco Polo con riferimento rispettivamente alle azioni ordinarie e di risparmio Pirelli.

## 7 Difficoltà e limiti di valutazione incontrati dagli Amministratori nella valutazione del rapporto di cambio

Le difficoltà ed i limiti rilevati dai Consigli di Amministrazione nella valutazione del rapporto di cambio, in aggiunta alle normali problematiche che caratterizzano le valutazioni d'azienda, sono stati i seguenti:

- la stima del rapporto di cambio è stata effettuata sulla base di un criterio principale che si fonda sulle proiezioni economico-finanziarie di Pirelli dal 30 settembre 2015 al 31 dicembre 2019. Tali dati sono stati aggiornati per incorporare le migliori proiezioni formulabili sulle prospettive dell'area dell'America Latina, ma per loro natura presentano profili di incertezza in particolare proprio con riguardo alle prospettive dei paesi a più elevato rischio;
- la stima del rapporto di cambio è stata effettuata sulla base di una verifica attraverso un criterio di controllo che fa uso di multipli asset side di società comparabili. Benché tali multipli costituiscano la prassi valutativa nel settore per stimare il valore dei mezzi propri delle società quotate, va segnalato che l'Enterprise Value è ottenuto per somma della capitalizzazione di mercato delle società comparabili e del valore contabile di alcune poste di bilancio che può differire anche significativamente dal loro valore di mercato (posizione finanziaria netta, altre passività finanziarie, attività non operative e patrimonio di terzi);
- la stima del rapporto di cambio è stata effettuata sulla base dell'eguaglianza di valore ante fusione fra azioni ordinarie e azioni di risparmio Pirelli. Va tuttavia segnalato che successivamente alla fusione Pirelli potrebbe non distribuire dividendi alle azioni ordinarie per un numero anche esteso di esercizi, mentre dovrà comunque garantire il dividendo minimo (pari al 7% di €3,19) alle azioni di risparmio. Questa circostanza fa sì che le azioni di risparmio godano negli esercizi successivi alla fusione di un privilegio rafforzato rispetto alla situazione ante fusione. Poiché il rapporto di cambio è stato stabilito adottando una prospettiva stand alone di Pirelli, non si è tenuto conto – a tutela degli stessi azionisti terzi di risparmio – del maggiore beneficio post fusione risultante dal privilegio rafforzato.

## **8 Indicazioni fornite dagli Amministratori in merito alla sostenibilità del debito finanziario**

I Consigli di Amministrazione di Pirelli e Marco Polo hanno indicato che la società risultante dalla fusione intende procedere alla rinegoziazione del proprio indebitamento finanziario.

In particolare Marco Polo ha messo a disposizione della società risultante dalla fusione una linea sindacata sottoscritta da un pool di banche per un ammontare complessivo di €6,8 miliardi, con scadenza 31 dicembre 2016.

Sempre secondo i Consigli di Amministrazione, Pirelli intende raggiungere una struttura bilanciata del debito, rifinanziando la società risultante dalla fusione senza far uso della linea sindacata sopra menzionata e ricorrendo, in via diretta, al mercato obbligazionario e bancario in modo da diversificare le proprie fonti di finanziamento ed ottenere un giusto equilibrio di scadenze e costi. In proposito i Consigli di Amministrazione hanno indicato uno scenario di rifinanziamento le cui principali ipotesi prevedono:

- €3,5 miliardi di debito bancario nella forma di Term Loan, suddiviso in due tranches di cui una da €2 miliardi con scadenza 3 anni e costo pari al 4% annuo e la seconda da €1,5 miliardi con scadenza 5 anni, costo pari al 4,5% annuo e profilo ammortizzato;
- €2,5 miliardi di debito obbligazionario, in valuta euro o dollaro statunitense, con scadenza 7 anni e costo pari al 6% annuo;
- €1 miliardo di Revolving Credit Facility, con scadenza 5 anni e costo annuo pari al 4,25%;

oltre a €0,7 miliardi di finanziamenti espressi in valuta debole, con costo annuo pari al 10% circa.

I Consigli di Amministrazione ipotizzano che, alla scadenza, i finanziamenti sopra menzionati siano sostituiti da finanziamenti di minore importo grazie alla generazione di cassa di Pirelli (nel 2023, il debito bancario residuo ipotizzato ammonta ad €250 milioni e il debito obbligazionario a €1,9 miliardi).

Il costo del debito della società post-fusione è atteso dai Consigli di Amministrazione, approssimativamente, è pari al 6%, in linea con il costo del debito ante fusione, principalmente grazie ad una maggiore quota di debito finanziata in valuta euro i cui tassi, relativamente più ridotti, dovrebbero nelle attese compensare l'iniziale incremento del rischio credito connesso ad una maggiore leva finanziaria.

I Consigli di Amministrazione hanno verificato la capacità di Pirelli di rimborsare il debito alle scadenze prestabilite sulla base del Piano Economico e Finanziario della fusione, che include le previsioni per il periodo 2015-2019 e le estrapolazioni per il periodo successivo 2020-2023. Il Piano Economico e Finanziario della fusione si basa su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese dagli Amministratori della società post-fusione di natura sia ipotetica sia generale, tra le quali: i) l'assenza di investimenti di espansione successivamente al 2017; ii) la costanza dei flussi operativi nel periodo 2020-2023; iii) il rifinanziamento del debito di Pirelli e Marco Polo attraverso una combinazione di strumenti *secured* e *unsecured*; iv) l'assenza di distribuzione di dividendi alle azioni ordinarie e la distribuzione di dividendi alle azioni di risparmio nei limiti del dividendo minimo garantito e v) il positivo compimento dell'operazione di Fusione.

Gli Amministratori hanno inoltre verificato la capacità di rimborso del debito sviluppando alcuni scenari alternativi, attribuendo diverse probabilità di manifestazione ai fattori di rischio sottostanti le principali variabili operative e ipotizzando un maggior costo del debito finanziario fino a 200 punti base.

Alla luce delle analisi svolte i Consigli di Amministrazione ritengono ragionevole che Pirelli possa rispettare gli impegni finanziari in termini di rimborso del capitale e pagamento degli interessi.

## **9 Lavoro svolto**

### **9.1 Lavoro svolto sulla “documentazione utilizzata”, in precedenza menzionata al punto 4**

Come già indicato in precedenza, abbiamo preso visione di:

- bilanci separato e consolidato al 31 dicembre 2014 di Pirelli, che sono stati assoggettati a revisione contabile completa da parte di E&Y;
- la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2015 di Pirelli, che include il bilancio consolidato intermedio, che è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte di E&Y;
- la situazione patrimoniale al 30 novembre 2015 di Marco Polo.

Abbiamo inoltre:

- ottenuto informazioni da parte di E&Y circa l’attività di revisione contabile svolta sui bilanci separato e consolidato al 31 dicembre 2014 di Pirelli e l’attività di revisione contabile limitata svolta sul bilancio consolidato intermedio al 30 giugno 2015 di Pirelli, al fine di accertare che non fossero presenti aspetti di rilievo che potessero influire sull’applicazione delle metodologie valutative;
- raccolto, anche attraverso discussione con la Direzione di Pirelli, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame, ai fini della determinazione del rapporto di cambio;
- ottenuto la relazione di E&Y, redatta ai sensi dell’art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile e discusso con E&Y circa il lavoro svolto;
- discusso con la direzione di Pirelli circa i criteri utilizzati per la predisposizione del Piano Economico e Finanziario della fusione, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale che, pur riflettendo in maniera accurata le aspettative della società, resta soggetto a rischi ed incertezze non prevedibili.

### **9.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio (2501-sexies)**

Con riferimento al tema in esame si è fatto riferimento all’International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3000 (Revised) “*Assurance Engagements other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*” emesso dall’International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). In particolare abbiamo:

- esaminato il Progetto di fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile e la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Pirelli, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- esaminato la valutazione del consulente del Consiglio di Amministrazione di Pirelli e la *Fairness Opinion* sul rapporto di cambio nella fusione del consulente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate del Consiglio di Amministrazione;
- esaminato gli statuti sociali attualmente in vigore delle società partecipanti alla fusione;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori delle società partecipanti alla fusione e dal consulente di Pirelli, riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dai Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione e dal consulente di Pirelli ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società coinvolte nel progetto di fusione;
- verificato la ragionevolezza dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dal consulente di Pirelli;
- svolto analisi di sensibilità, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio identificato sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "documentazione utilizzata";
- analizzato e discusso con la direzione di Pirelli e con il consulente di Pirelli, relativamente all'approccio valutativo, alle metodologie adottate ed in generale al lavoro complessivamente svolto ed alle risultanze dello stesso;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio da parte dei Consigli di Amministrazione, con l'ausilio del consulente di Pirelli.

A completamento delle nostre attività inerenti la determinazione del rapporto di cambio, abbiamo ottenuto dalle società partecipanti alla fusione un'attestazione che evidenzia la circostanza che alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati elementi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio.

### **9.3 Lavoro svolto sulla sostenibilità dell'indebitamento finanziario (2501-bis, quarto comma)**

Riguardo alle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, si è fatto riferimento all'International Standard of Assurance (ISAE) 3400 "The examination of prospective financial information" emesso dall'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). In particolare, abbiamo:

- discusso con la direzione di Pirelli in merito alle proiezioni economico finanziarie della Società risultante dalla fusione per il periodo 30 settembre 2015-31 dicembre 2019 e delle estrapolazioni per il successivo periodo 2020-2023;
- discusso con la società di revisione E&Y, circa il lavoro da quest'ultima svolto ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile;
- esaminato i contratti di finanziamento sottoscritti da Marco Polo ai fini dell'acquisizione di Pirelli (come sopra elencati al paragrafo 4);
- preso visione dell'indebitamento complessivo in capo all'entità risultante dalla fusione in seguito alla prospettata operazione;
- analizzato i dati previsionali contenuti nel piano dell'entità risultante dalla fusione nonché le ipotesi e gli elementi sottostanti alla formulazione dei medesimi, ivi incluse le ipotesi inerenti l'evoluzione attesa della struttura finanziaria, anche tramite il rifinanziamento, ai fini del soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- svolto analisi di sensibilità dei dati previsionali al variare di alcuni dati di natura operativa e finanziaria.

A completamento delle nostre attività inerenti la verifica della sostenibilità dell'indebitamento finanziario, abbiamo ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali delle società partecipanti alla fusione, alla data della presente relazione, non sono intervenuti fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi presi a riferimento per lo svolgimento delle nostre analisi. In particolare, abbiamo ottenuto attestazione che non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati e delle informazioni contenute nelle proiezioni economico finanziarie e della documentazione a supporto degli stessi.

## **10 Commenti sull'adeguatezza delle analisi svolte**

Le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie sono le seguenti:



- i metodi valutativi adottati dai Consigli di Amministrazione sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendale nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi adottati dai Consigli di Amministrazione per la valutazione delle società coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e di cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- nel caso di specie l'operazione di fusione riguarda una società operativa, Pirelli, e una holding pura, Marco Polo, il cui unico attivo è la partecipazione in Pirelli medesima. Pertanto la valutazione ha riguardato le stesse attività, tenendo conto delle diverse strutture finanziarie, laddove Marco Polo è gravata dall'indebitamento finanziario acceso nell'ambito dell'operazione di acquisizione di Pirelli;
- l'adozione da parte dei Consigli di Amministrazione, nella valutazione di Pirelli, del metodo DCF quale metodo principale e del metodo dei multipli di società quotate comparabili quale metodo di controllo risulta ragionevole. In particolare, con riferimento al metodo dei multipli di società quotate comparabili, si segnala che le società comparabili selezionate presentano differenze rispetto a Pirelli con riguardo, tra gli altri aspetti, a posizionamento commerciale, mercati di riferimento e struttura finanziaria. Tali differenze rendono, a nostro avviso, opportuna l'applicazione del metodo dei multipli di società quotate comparabili solo quale metodo di controllo;
- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle società coinvolte nell'operazione di fusione;
- ai fini della determinazione del rapporto di cambio i Consigli di Amministrazione hanno verificato che le azioni ordinarie e di risparmio Pirelli ante fusione avessero lo stesso valore. In proposito si segnala come l'offerta pubblica di acquisto rivolta alle azioni ordinarie e di risparmio sia stata regolata al medesimo prezzo.

Le principali considerazioni relative alle analisi condotte dai Consigli di Amministrazione con riferimento alla sostenibilità finanziaria del debito sono le seguenti:

- i Consigli di Amministrazione hanno ipotizzato il rifinanziamento del debito di Pirelli sulla base di uno scenario che riflette le attese attuali in termini di struttura del debito e dei tassi di interesse. I tassi di finanziamento non sono tuttavia ad oggi definiti e potrebbero pertanto essere superiori a quelli ipotizzati;

- sono state sviluppate proiezioni economico-finanziarie della società risultante dalla fusione fino al 2023 che ipotizzano il soddisfacimento delle obbligazioni finanziarie in termini di rimborso del capitale e corresponsione degli interessi. Tali proiezioni si basano su ipotesi di natura generale e ipotetica solo in parte controllabili da parte degli Amministratori della Società risultante dalla fusione;
- sono state sviluppate analisi di sensibilità ai principali fattori di rischio di natura operativa e finanziaria che evidenziano la capacità della società risultante dalla fusione di rispettare i propri impegni finanziari.

## **11 Limiti specifici e aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

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

- i Consigli di Amministrazione hanno scelto di adottare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, metodi che si basano sull'utilizzo di proiezioni economiche e finanziarie prospettiche. Tali proiezioni sono, per loro natura, aleatorie e soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- ai fini della determinazione del rapporto di cambio, i risultati dell'applicazione del metodo dei multipli di borsa, quale metodo di controllo, presentano limiti connessi alla determinazione dei moltiplicatori, per ragioni inerenti l'individuazione di società pienamente comparabili e il calcolo dei moltiplicatori stessi con particolare riferimento per la stima del valore di mercato delle posizioni finanziarie nette;
- ai fini della determinazione del rapporto di cambio, si è assunta, da parte dei Consigli di Amministrazione, la valorizzazione delle azioni ordinarie e di risparmio di Pirelli sulla base del medesimo valore. Tale ipotesi, che trova conferma nella scelta dei Consigli di Amministrazione di valorizzare al medesimo prezzo le due categorie di azioni ai fini dell'offerta pubblica di acquisto, non considera, al contempo, né le differenze tra le due categorie di azioni in termini di diritti di voto né l'esistenza di un privilegio patrimoniale per le azioni di risparmio, adottando una prospettiva favorevole per gli azionisti di risparmio;
- con riferimento alla sostenibilità finanziaria dell'indebitamento della società post-fusione, rileviamo che i Consigli di Amministrazione hanno stimato, in via sintetica sulla base del piano economico e finanziario Pirelli approvato nel novembre 2013, i flussi di cassa per il periodo 2015-2023 ipotizzando, tra le altre cose, una costanza in termini nominali dei risultati operativi nel periodo 2020-2023 e l'assenza di distribuzione di dividendi alle azioni ordinarie per l'intero periodo;

- con riferimento alla sostenibilità finanziaria dell'indebitamento della società post fusione, si evidenzia come i flussi di cassa stimati per il periodo 2015-2023 consentano alla società risultante dalla fusione di rispettare gli impegni finanziari connessi all'indebitamento in essere. A fine piano, pur non prevedendosi il pieno ripagamento del debito finanziario in essere, si ipotizza il conseguimento di una struttura finanziaria obiettivo equilibrata;
- le assunzioni inerenti l'evoluzione della struttura di finanziamento e le relative condizioni finanziarie costituiscono lo scenario più realistico ad oggi ipotizzabile da parte dei Consigli di Amministrazione. Tale scenario risulta tuttavia ipotetico, soggetto ai rischi e alle incertezze di natura macro-economica che potrebbero determinarsi tra la data attuale e la data del rifinanziamento, oltre che alla dinamica negoziale tra la società post-fusione e i potenziali finanziatori;
- le analisi di sensibilità del Piano Economico e Finanziario della Fusione svolte con riferimento ai principali rischi operativi (tra i quali il rischio di contrazione dei prezzi in Europa e Nord America, il rischio di incremento dei prezzi della materia prima e il rischio di fluttuazioni dei tassi di cambio) e finanziari (il rischio di incremento dei tassi di interesse) identificati evidenziano la ragionevole capacità dell'azienda di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie, pur in un orizzonte temporale più ampio.

## 12 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, ai sensi dell'art. 2501-sexies, i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione anche sulla base delle indicazioni del consulente di Pirelli 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.

Inoltre, fatto salvo quanto indicato nei precedenti paragrafi, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro ed assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e alle azioni degli Amministratori della società post-fusione, con particolare riferimento per il rifinanziamento del debito finanziario in essere, attestiamo, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile, che non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che, alla data odierna, le indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli.

Va, tuttavia, evidenziato che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti tra i valori consuntivi e i valori preventivati nel Piano potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche descritte nel Piano si manifestassero.

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dagli artt. 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma, Codice Civile in relazione all'operazione di fusione e pertanto non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per scopi diversi da quelli del presente incarico.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

Milano, 23 dicembre 2015

KPMG S.p.A.



Elisabetta C. Forni  
Socio