

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 *SEXIES* DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Tiscali S.p.A.

Al Socio di
Linkem Retail S.r.l.

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Cagliari, con provvedimento del 22 dicembre 2021, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Tiscali S.p.A. ("**Tiscali**" o la "**Società Incorporante**") e Linkem Retail S.r.l. ("**Linkem Retail**" o la "**Società Incorporanda**" e, insieme a Tiscali, le "**Società**"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni di Tiscali e le quote di Linkem Retail, nell'ambito della fusione per incorporazione di Linkem Retail in Tiscali (la "**Fusione**"), più ampiamente descritta al successivo paragrafo 2.

A tale fine, abbiamo ricevuto da Tiscali e da Linkem Retail il progetto di fusione redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile (il "**Progetto di Fusione**"), approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 30 dicembre 2021, corredato delle relazioni del Consiglio di Amministrazione di Tiscali e del Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail (insieme, i "**Consigli di Amministrazione**" o gli "**Amministratori**") richieste dalla normativa (rispettivamente, la "**Relazione degli Amministratori di Tiscali**" e la "**Relazione degli Amministratori di Linkem Retail**" e, congiuntamente, le "**Relazioni degli Amministratori**" o le "**Relazioni**"), che illustrano e giustificano il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il rapporto di cambio fra le azioni Tiscali e quote Linkem Retail, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile.

Abbiamo inoltre ricevuto dagli Amministratori la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2021 di Tiscali approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante tenutosi in data 8 ottobre 2021 e la situazione patrimoniale al 30 novembre 2021 di Linkem Retail approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda tenutosi in data 30 dicembre 2021, che costituiscono le situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione ai sensi e per gli effetti di cui al comma 2 dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile. Si evidenzia che la citata situazione patrimoniale al 30 novembre 2021 di Linkem Retail riporta la consistenza pro-forma di Linkem Retail considerando come immediatamente efficace il conferimento del ramo d'azienda relativo alle attività commerciali del gruppo Linkem (il "**Ramo d'Azienda Linkem**"), che invece diverrà

efficace il giorno di efficacia della Fusione e immediatamente prima dell'efficacia di quest'ultima (il "**Conferimento**"). Tale situazione pro-forma è stata predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail al fine dare una rappresentazione corretta e coerente degli effetti della Fusione al socio di Linkem Retail e agli azionisti di Tiscali, posto che la redazione di una situazione patrimoniale senza effetti pro-forma al 30 novembre 2021 di Linkem Retail, trattandosi di società neo-costituita e in pendenza di efficacia del Conferimento, non avrebbe fornito alcun elemento informativo.

Per completezza, il Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail metterà comunque a disposizione anche una situazione della società al 30 novembre 2021, senza gli effetti del citato Conferimento.

Siamo inoltre stati informati da Tiscali che le proprie azioni saranno oggetto di raggruppamento in rapporto 1:100 prima dell'efficacia della Fusione. Le azioni residue a seguito di tale raggruppamento saranno nel prosieguo indicate quali "**Azioni Post Raggruppamento**".

Il Progetto di Fusione, che prevede un rapporto cambio di n. 5,0975 Azioni Post Raggruppamento Tiscali per ogni euro di quota del capitale di Linkem Retail (il "**Rapporto di Cambio**"), sarà sottoposto, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'art. 2502 del Codice Civile, all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Tiscali e dell'assemblea di Linkem Retail.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali si è avvalso, in relazione agli aspetti economico-finanziari e valutativi della Fusione, della consulenza di CC&Soci S.r.l. in qualità di *advisor* finanziario, nonché di Equita SIM S.p.A., la quale ha rilasciato allo stesso Consiglio di Amministrazione un parere di congruità finanziaria (*fairness opinion*) relativamente al Rapporto di Cambio in data 30 dicembre 2021.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail si è avvalso, in relazione agli aspetti economico-finanziari e valutativi della Fusione, della consulenza di Banca Akros S.p.A. (congiuntamente con Equita SIM S.p.A., gli "**Advisor**") per il rilascio a favore del Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda di un parere di congruità finanziaria (*fairness opinion*) relativamente al Rapporto di Cambio. Tale *fairness opinion* è stata ottenuta in data 30 dicembre 2021 (congiuntamente al parere di congruità finanziaria rilasciato da Equita SIM S.p.A., le "**Fairness Opinion**").

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

In data 2 novembre 2021, Tiscali e Linkem S.p.A. ("**Linkem**") hanno sottoscritto un memorandum d'intesa volto a valutare la possibile realizzazione di un'operazione di integrazione tra il gruppo facente capo a Linkem e il gruppo facente capo a Tiscali. Successivamente, in data 25 novembre 2021, è stata costituita la società Linkem Retail, interamente partecipata da Linkem, al fine di conferire nella stessa il Ramo d'Azienda Linkem. Tale Ramo d'Azienda Linkem è stato poi conferito in data 30 dicembre 2021, pur essendo l'efficacia di tale Conferimento subordinata all'avveramento di alcune condizioni sospensive che gli Amministratori prevedono saranno avverate immediatamente prima del perfezionamento della Fusione. Sulla base di quanto indicato nella Relazione degli Amministratori di Linkem Retail, il Ramo d'Azienda Linkem include, tra l'altro:

- la totalità dei rapporti in essere con la clientela *retail consumer* e *business* servita tramite l'infrastruttura di proprietà Linkem nonché per mezzo dell'infrastruttura di proprietà di Telecom Italia S.p.A. e i relativi sistemi di gestione della clientela;
- il personale impiegato per la gestione dei predetti rapporti;
- talune partecipazioni di maggioranza e minoranza in società che svolgono attività di fornitura e gestione dei servizi alla clientela *retail* e *business* e relativi contratti in essere con tali società;
- i contratti in essere con i rivenditori autorizzati nonché i contratti di rivendita di servizi e vendita al dettaglio.

Secondo quanto riportato dagli Amministratori nelle loro Relazioni, la motivazione che ha spinto le Società ad addivenire alla prospettata Fusione risiede nella volontà di integrare in un'unica realtà societaria e commerciale il gruppo facente capo a Tiscali (il "**Gruppo Tiscali**") e il Ramo d'Azienda Linkem al fine di sviluppare sinergie ed economie di scala, consolidare e rafforzare la posizione di mercato, nonché favorire le relazioni industriali tra soggetti che operano in settori affini. Inoltre, attraverso tale operazione, Tiscali a seguito della Fusione cercherà di valorizzare in modo profittevole le opportunità di mercato e di sviluppo connesse all'implementazione del PNRR grazie all'offerta di servizi fissi, mobili, 5G, *cloud* e *smart city* dedicati a famiglie, imprese e pubbliche amministrazioni.

Gli Amministratori evidenziano che, al completamento della Fusione, Tiscali sarà il quinto operatore del mercato fisso e il primo nel segmento degli accessi *ultrabroadband* nelle tecnologie FWA+FTTH, posizionata strategicamente per sfruttare al meglio le potenzialità delle tecnologie FTTH e 5G FWA.

Inoltre, gli Amministratori sottolineano che, dal momento che l'operazione è qualificabile come significativa ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Consob n. 11971/99 come successivamente modificato e integrato (il "**Regolamento Emittenti**"), e tenuto conto che Tiscali non si è avvalsa della facoltà prevista dall'art. 70, comma 8, del Regolamento Emittenti, di derogare all'obbligo di pubblicazione dei documenti informativi in occasione, tra l'altro, di operazioni significative di fusione, la stessa procederà nei termini di legge a pubblicare un documento informativo previsto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti con riguardo alla Fusione.

Gli Amministratori evidenziano inoltre nelle Relazioni che il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento - ovvero alla rinuncia - di alcune condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**") entro il 31 luglio 2022. Le Condizioni Sospensive dell'efficacia della Fusione prevedono, oltre al rilascio da parte dell'esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile di un parere favorevole sulla congruità del rapporto di cambio, quanto segue:

- (i) l'approvazione della Fusione da parte delle assemblee di Tiscali e Linkem Retail ai sensi dell'art. 2502 del Codice Civile e, in particolare, a) l'approvazione della Fusione da parte delle Assemblee Straordinarie di Tiscali senza il voto contrario della maggioranza degli azionisti presenti diversi dai soci che rappresentano, anche congiuntamente, più del 10% del capitale sociale ai fini dell'esenzione dell'obbligo di offerta pubblica totalitaria ai sensi dell'art. 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti l'approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea di Linkem Retail;

- (ii) la mancata opposizione da parte dei creditori sociali ai sensi dell'articolo 2503 del Codice Civile ovvero, in caso di opposizione, la pronuncia favorevole del Tribunale ai sensi dell'articolo 2445, quarto comma, del Codice Civile;
- (iii) ove richiesto, il rilascio da parte delle competenti Autorità, nelle forme e nei termini previsti dalle disposizioni di legge applicabili (ivi inclusa l'assenza di un provvedimento ostativo emesso ai sensi delle disposizioni applicabili) dell'approvazione, autorizzazione, non proibizione o esenzione della Fusione e/o delle operazioni a essa propedeutiche ai sensi della normativa di legge e regolamentare applicabile, senza imposizione o applicazione di rimedi, misure e/o impegni a carico di alcune delle parti e/o alle società controllate dalle stesse la cui entità o rilevanza sia tale da alterare le valutazioni sottese alla Fusione o la convenienza della stessa per una o più parti;
- (iv) il rilascio da parte della Presidenza del Consiglio dei Ministri, ai sensi di quanto previsto dalla normativa in materia di *golden power*, dell'autorizzazione (ovvero la conferma della non applicabilità della normativa in materia di *golden power*) alla Fusione, senza imposizione o applicazione di rimedi, misure e/o impegni a carico di alcune delle parti e/o alle società controllate dalle stesse la cui entità o rilevanza sia tale da alterare le valutazioni sottese alla Fusione o la convenienza della stessa per una o più parti. Gli Amministratori riferiscono che la notifica ai sensi della normativa *golden power* è stata trasmessa da Tiscali, Linkem e Linkem Retail alla Presidenza del Consiglio dei Ministri in data 22 febbraio 2022;
- (v) in relazione a eventuali contratti di finanziamento (comprese eventuali modifiche) e/o prestiti obbligazionari (anche quotati) e/o accordi di riscadenziamento e/o altri contratti o accordi di natura finanziaria di cui siano parte Tiscali e/o società del Gruppo Tiscali, Linkem e/o Linkem Retail che prevedano il consenso rispetto a operazioni straordinarie di riorganizzazione in via alternativa: (a) l'ottenimento, ove necessario, del consenso da parte delle relative banche finanziatrici e/o dei relativi obbligazionisti; (b) la rinegoziazione dei relativi contratti di finanziamento (comprese eventuali modifiche) e/o prestiti obbligazionari e/o accordi di riscadenziamento e/o altri contratti o accordi di natura finanziaria con esiti tali da consentire la Fusione; e (c) l'eventuale rifinanziamento del relativo indebitamento, a condizioni non peggiorative rispetto a quanto in essere al momento della richiesta del consenso;
- (vi) che ciascuna delle dichiarazioni e garanzie rese da Tiscali e da Linkem sia veritiera e corretta sotto ogni profilo rilevante alla data dell'Accordo di Fusione e continui a essere veritiera e corretta, sotto ogni profilo rilevante, anche alla data di stipula dell'atto di Fusione, come se fosse espressamente ripetuta a tale data e dunque senza necessità di una espressa ripetizione;
- (vii) l'esperimento delle consultazioni sindacali ex art. 47 l. 428/1990 in relazione alla Fusione;
- (viii) il mancato verificarsi di qualsiasi (a) evento o serie di eventi che impedisca(no) a una, ad alcune o a tutte tra Tiscali, Linkem e/o Linkem Retail (o ne limiti gravemente la possibilità) di svolgere la propria attività (o una parte rilevante o sostanziale della medesima alterando il profilo di rischio o le valutazioni poste alla base della determinazione del Rapporto di

Cambio); o (b) un evento o una serie di eventi che possa(no) modificare in modo rilevante in senso negativo le condizioni patrimoniali, finanziarie, reddituali od operative di una, alcune o tutte tra Tiscali, Linkem e/o Linkem Retail, o (c) uno o più contenziosi o una o più contestazioni di qualsiasi tipo che possa(no) avere la conseguenza di far dichiarare invalido, inefficace o nullo l'Accordo o comunque vietare, anche in parte, le operazioni previste dall'Accordo, escludendo in ogni caso qualsiasi evento o effetto che derivi dall'andamento negativo del mercato dei capitali (l'"Evento Negativo Rilevante"). Non sarà considerato un Evento Negativo Rilevante uno o più eventi che abbiano, nel complesso, un impatto sull'EBITDA 2021, rispettivamente, di Tiscali o di Linkem inferiore ad Euro 5.000.000,00;

- (ix) il completamento delle *due diligence* legale, fiscale, contabile/finanziaria avviate dai consulenti di Tiscali e Linkem in merito a, rispettivamente, il Ramo d'Azienda Linkem, Tiscali e le altre società del Gruppo Tiscali con esiti soddisfacenti secondo il ragionevole apprezzamento di un investitore professionale;
- (x) l'integrale emissione e conversione delle prime n. 7 *tranche* di obbligazioni previste dal prestito obbligazionario convertibile e convertendo in azioni ordinarie Tiscali emesso da Tiscali in favore di Nice&Green S.A. (il "**Bond N&G**"). Gli Amministratori di Tiscali riferiscono che tale condizione si è già avverata alla data della loro Relazione;
- (xi) l'elaborazione, la redazione e l'approvazione, da parte del Consiglio di Amministrazione di Tiscali, di un piano industriale del Gruppo Tiscali post Fusione i cui termini e condizioni siano stati previamente approvati anche dal Consiglio di Amministrazione di Linkem;
- (xii) il reperimento da parte di Tiscali delle risorse finanziarie (sotto forma di *equity* o quasi *equity*) necessarie per la copertura integrale del fabbisogno finanziario previsto dal predetto piano industriale per almeno i 12 mesi successivi alla data di efficacia della Fusione, anche mediante aumento di capitale riservato a investitori istituzionali e/o emissione di prestiti obbligazionari convertibili e convertendi (incluso l'eventuale rinnovo del Prestito Obbligazionario già previsto dall'accordo di investimento in essere tra Tiscali e Nice&Green S.A. medesima);
- (xiii) la sottoscrizione di un contratto di servizi tra Linkem e Linkem Retail avente a oggetto la fornitura dei servizi di rete su infrastruttura di Linkem e la relativa approvazione dei suoi termini e condizioni da parte del comitato parti correlate di Tiscali (il "**Contratto Linkem-NetCo**"). Al riguardo, gli Amministratori evidenziano che il comitato parti correlate di Tiscali, fermi restando i termini di massima concordati tra le parti ai sensi dell'accordo di Fusione, sarà chiamato, in via prudenziale, a esprimersi sulle ulteriori previsioni del contratto di servizi raggiunte tra Linkem e Linkem Retail;
- (xiv) la sottoscrizione tra Tiscali, Linkem e Linkem Retail di un accordo di garanzia e indennizzo a termini e condizioni di mercato.

Inoltre, gli Amministratori sottolineano che l'efficacia della Fusione è subordinata i) alla predisposizione di un prospetto informativo da parte di Tiscali, da sottoporre alla Consob ai sensi delle disposizioni legislative e regolamentari applicabili, per l'ammissione delle nuove azioni di Tiscali alla negoziazione sul mercato Euronext Milan e l'ottenimento del nullaosta Consob alla pubblicazione dello stesso, nonché ii) all'ammissione alla negoziazione sul mercato Euronext Milan delle nuove azioni di Tiscali.

Dalle Relazioni emerge che all'esito della Fusione, e in virtù del Rapporto di Cambio identificato dagli Amministratori, Linkem otterrebbe 93.844.975 Azioni Post Raggruppamento di Tiscali (le "Nuove Azioni"), diventando così titolare di una partecipazione pari a circa il 62% del capitale sociale di Tiscali.

L'accordo di Fusione prevede comunque che, qualora il numero di azioni di Tiscali in circolazione alla data di efficacia della Fusione risulti – per effetto degli aumenti di capitale già previsti o della conversione delle prime 7 *tranche* del Bond N&G – più elevato (le "Maggiori Azioni"), Tiscali emetterà in favore di Linkem – in aggiunta alle n. 93.844.975 Nuove Azioni rinvenienti dall'applicazione del Rapporto di Cambio – ulteriori Nuove Azioni (arrotondate per eccesso), senza indicazione del valore nominale, da calcolarsi in rapporto di 1,6316 Nuove Azioni per ciascuna delle Maggiori Azioni emesse nel periodo (il "Meccanismo di Aggiustamento") di modo che, a esito della Fusione, Linkem divenga titolare di una partecipazione pari al 62% del capitale sociale di Tiscali.

Gli Amministratori riferiscono al riguardo che, in data 30 dicembre 2021, Nice&Green S.A. ha richiesto la conversione della quinta e sesta *tranche* - costituite da n. 60 obbligazioni - del Bond N&G. Successivamente, in data 11 marzo 2022, Nice&Green S.A. ha richiesto la conversione della settima *tranche* - costituita da n. 30 obbligazioni - del Bond N&G.

Pertanto, sulla base di tali informazioni ad oggi disponibili, in applicazione del Meccanismo di Aggiustamento Tiscali emetterà n. 10.180.522 Nuove Azioni, in aggiunta alle predette n. 93.844.975 Nuove Azioni, per un numero complessivo di Nuove Azioni pari a n. 104.025.497.

Le Relazioni sottolineano inoltre che, in ipotesi di ulteriori aumenti di capitale o emissione di prestiti obbligazionari convertibili e convertendi (incluso l'eventuale rinnovo del prestito obbligazionario con Nice&Green S.A.), non si darà luogo ad alcun aggiustamento.

Le Relazioni riferiscono altresì che la Fusione verrà attuata mediante l'annullamento di tutte le quote di Linkem Retail nella titolarità di Linkem alla data di efficacia della Fusione, e la contestuale assegnazione a quest'ultima delle Nuove Azioni in ragione del Rapporto di Cambio identificato. Le Nuove Azioni da assegnare al perfezionamento della Fusione saranno emesse alla data di efficacia della Fusione e assegnate in regime di dematerializzazione e per il tramite degli intermediari a partire dalla data di efficacia della Fusione, ove si tratti di giorno di Borsa aperta, o dal primo giorno di Borsa aperta successivo.

Le Nuove Azioni assegnate in concambio avranno godimento regolare e parteciperanno agli utili della Tiscali dalla data di efficacia della Fusione. Le stesse attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di legge e di statuto, agli altri possessori di azioni ordinarie di Tiscali in circolazione alla data dell'assegnazione. Le Nuove Azioni, assegnate a Linkem, saranno ammesse alle negoziazioni sul mercato Euronext Milan. Pertanto, come già evidenziato, Tiscali procederà a predisporre un prospetto di ammissione alle negoziazioni delle Nuove Azioni da sottoporre ad approvazione da parte della CONSOB.

Ai fini civilistici, gli effetti della Fusione – ai sensi dell'art. 2504 *bis* del Codice Civile – decorreranno, subordinatamente all'avveramento delle condizioni sospensive previste, dalle ore 23.59 CET dell'ultimo giorno del mese in cui si verifica il successivo tra (i) l'ultima delle iscrizioni dell'atto notarile relativo alla Fusione presso il Registro delle Imprese prescritte dall'art. 2504 *bis* del Codice Civile, e (ii) l'avveramento dell'ultima delle Condizioni Sospensive di efficacia dell'atto di fusione, ovvero alla successiva data indicata nell'atto di fusione di cui all'art. 2504 del Codice Civile.

Gli Amministratori sottolineano inoltre che la Fusione per incorporazione di Linkem Retail in Tiscali determinerà l'estinzione di Linkem Retail e che, una volta completata la Fusione, il Ramo d'Azienda Retail sarà conferito da Tiscali alla controllata Tiscali Italia S.p.A.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di Tiscali e Linkem Retail idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione dello stesso, i valori risultanti dall'applicazione del metodo individuato e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tale metodo, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, nonché sulla sua corretta applicazione.

Nell'esaminare il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori con il contributo degli Advisor da essi incaricati.

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501*sexies* del Codice Civile con riferimento alla Fusione. Essa pertanto non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per altri scopi.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Tiscali, e Linkem Retail i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo acquisito e analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- il progetto di Fusione redatto dai Consigli di Amministrazione delle Società coinvolte nella Fusione ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile e approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione del 30 dicembre 2021;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Tiscali, datata 23 marzo 2022, redatta dagli Amministratori della stessa ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea Straordinaria;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail, datata 23 marzo 2022 redatta ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, indirizzata all'Assemblea dei Soci;
- la situazione economica e patrimoniale di Linkem Retail al 30 novembre 2021;
- la situazione economica e patrimoniale di Linkem Retail al 30 novembre 2021 inclusiva di alcuni effetti proforma determinati con la finalità di simulare retroattivamente gli effetti del Conferimento del Ramo d'Azienda Retail avvenuto in data 30 dicembre 2021 e che sarà efficace entro la data di efficacia della Fusione;

- la relazione semestrale consolidata di Tiscali al 30 giugno 2021 redatta in base ai principi contabili internazionali da noi assoggettata a revisione contabile limitata, a seguito della quale abbiamo emesso la nostra relazione senza rilievi in data 8 ottobre 2021;
- le *fairness opinion* rilasciate a favore degli Amministratori dagli Advisor Equita Sim S.p.A. e Banca Akros S.p.A. in data 30 dicembre 2021;
- il provvedimento di nomina dell'esperto comune ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, emesso dal Tribunale di Cagliari in data 22 dicembre 2021;
- gli statuti vigenti delle Società coinvolte nell'operazione di Fusione;
- i verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Tiscali e Linkem del 30 dicembre 2021 inerenti la Fusione;
- il piano strategico di Tiscali 2021-24 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 17 settembre 2021 sviluppato in ipotesi di continuità aziendale e di continuità gestionale, senza pertanto considerare le eventuali sinergie scaturenti dalla Fusione ("**Business Plan di Tiscali**");
- il piano industriale di Linkem Retail, predisposto dal *management* di Linkem e non formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione della stessa, declinato secondo due diverse ipotesi: (i) ipotesi di accesso alla leva finanziaria, con orizzonte temporale 2021-25, utilizzata per lo sviluppo della metodologia DCF ai fini della valutazione di Linkem Retail dagli Amministratori di Tiscali (il "**Business Plan di Linkem Retail Non Fully Funded**"); (ii) ipotesi di autofinanziamento del piano, con orizzonte temporale 2021-29, utilizzata per lo sviluppo della metodologia DCF ai fini della valutazione di Linkem Retail dagli Amministratori di Linkem Retail ("**Business Plan di Linkem Retail Fully Funded**"). Tale *business plan*, in entrambe le sue declinazioni, è sviluppato in ipotesi di continuità aziendale e di continuità gestionale, senza pertanto considerare le eventuali sinergie scaturenti dalla Fusione;
- la bozza del contratto di servizio tra Linkem e Linkem Retail relativa alle condizioni di servizio ed economiche legate all'utilizzo della rete da parte di quest'ultima (il "**Contratto di Servizio con la NetCo**");
- dettagli di calcolo, dati e informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati a supporto del Rapporto di Cambio;
- comunicati stampa resi al mercato da Tiscali in relazione alla Fusione;
- ogni ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori di Tiscali e di Linkem Retail, con comunicazione in data 25 marzo 2022, che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

5.1 Considerazioni metodologiche

Come riportato dagli Amministratori nelle Relazioni, in considerazione dello scopo delle valutazioni, delle caratteristiche specifiche delle entità oggetto di valutazione e in linea con quanto previsto dalla migliore prassi valutativa a livello nazionale e internazionale per operazioni della medesima natura, gli Amministratori hanno considerato la possibile applicazione di una pluralità di metodologie valutative.

Nel contesto descritto, gli Amministratori delle Società hanno ritenuto che, stante la natura dell'operazione, le caratteristiche specifiche dei soggetti coinvolti e la necessità di preservare l'omogeneità dei criteri valutativi per Tiscali e Linkem Retail, il metodo più idoneo da adottare per le finalità della determinazione del Rapporto di Cambio fosse il metodo del *discounted cash flow* (DCF), applicato in ipotesi di continuità gestionale di Tiscali e Linkem Retail nonché sul presupposto della continuità aziendale delle due Società.

5.2 Descrizione del metodo di valutazione del *Discounted Cash Flow* prescelto da entrambi i Consigli di Amministrazione

Come anticipato, gli Amministratori di entrambe le Società hanno optato per l'utilizzo del metodo dei *Discounted Cash Flow* (DCF), in quanto hanno ritenuto che fosse una metodologia idonea a riflettere i flussi di cassa operativi che Tiscali e Linkem Retail potrebbero generare in futuro, nonché di coglierne le rispettive specificità in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio, struttura patrimoniale e livello atteso di investimenti.

In base a questo metodo, il valore del capitale economico di una società è stimato come somma algebrica dei seguenti elementi:

- valore attuale, sulla base di un determinato costo medio ponderato del capitale (WACC), dei flussi di cassa operativi prospettici della società. Tale valorizzazione è effettuata utilizzando, dove disponibili, le stime esplicite dei flussi di cassa, mentre si valorizzano i flussi di cassa degli anni successivi all'orizzonte di piano tramite la stima di un c.d. "*Terminal Value*";
- debito finanziario netto, inclusivo di TFR e altri benefici ai dipendenti (a decremento);
- valore di eventuali attività accessorie o non operative (ad incremento).

Come meglio rappresentato dalla seguente formula:

$$EqV = \sum_t^N \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^N} + DF_{t0} + AC_{t0}$$

Dove:

EqV = *Equity Value* al 31 dicembre 2021 ("Data di Valutazione");

N = Numero dei periodi di proiezione;

FCF_t = Flusso di cassa operativo *unlevered* annuale atteso nel periodo t ;

TV = Valore Terminale;

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale;

DF_{t0} = Debito finanziario netto, inclusivo di TFR e altri benefici ai dipendenti alla Data di Valutazione;

AC_{t0} = Valore di eventuali attività accessorie o non operative alla Data di Valutazione.

I flussi operativi *unlevered* del periodo di proiezione esplicita sono determinabili analiticamente come segue:

- + Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT);
- Imposte figurative sull'EBIT;
- + Ammortamenti / accantonamenti aventi natura non monetaria;
- Investimenti fissi;
- +/- Variazioni del capitale circolante netto.

Nel caso in esame, gli Amministratori riportano nelle loro Relazioni di avere determinato esplicitamente i flussi afferenti al periodo 2022-2025, estremi inclusi. Tali grandezze sono state calcolate utilizzando:

- i. per Tiscali, il *business plan* approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante in data 17 settembre 2021;
- ii. per Linkem Retail, le proiezioni predisposte dal *management* di Linkem, nonché le evidenze rinvenienti ad esito del processo di *due diligence* finanziaria svolto sul Ramo d'Azienda Linkem.

Gli Amministratori riferiscono di avere valorizzato i flussi a partire dal 2026 attraverso il calcolo di un Valore Terminale. Tale grandezza, rappresentante il valore residuo delle attività al termine del periodo di proiezioni predisposte dal *management* di Tiscali e Linkem Retail, è stata calcolata adottando la metodologia della *perpetuity*: gli Amministratori di Tiscali riferiscono di avere utilizzato un tasso di crescita di lungo periodo compreso nel *range* 1,2% - 1,6% per entrambe le Società partecipanti alla Fusione, mentre gli Amministratori di Linkem Retail riferiscono di avere utilizzato un tasso di crescita di lungo periodo pari a 0% per entrambe le Società.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi e del Valore Terminale è stato calcolato dagli Amministratori come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:

$$WACC = \frac{E}{(D + E)} * K_e + \frac{D}{(D + E)} * K_d * (1 - t)$$

dove

Kd = Costo del capitale di debito;

Ke = Costo del capitale di rischio;

D = Capitale di debito;

E = Capitale di rischio;

t = Aliquota fiscale.

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile alla società al netto dell'effetto fiscale.

Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, ed è stato calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + CSP$$

dove:

K_e = Costo del Capitale di rischio;

R_f = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio;

β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento;

R_m = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento;

$(R_m - R_f)$ = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento (R_m) rispetto ad investimenti privi di rischio (R_f).

CSP (Company Specific Premium) = fattore di rischio aggiuntivo derivante dalla idiosincrasia delle società valutate, tale da tenere conto della limitata comparabilità delle società quotate prese a riferimento per la costruzione del WACC con Tiscali e Linkem Retail. Gli Amministratori hanno quindi tenuto conto di un *size premium* per entrambe le società partecipanti alla Fusione e di un *Company Specific Premium* solo per Tiscali, in linea con quanto svolto da Tiscali nell'ambito dell'*impairment test* 2020.

I WACC stimati dagli Amministratori di Tiscali rientrano nel *range* di circa 8,6% - 9,6% per Tiscali e circa 7,3% - 8,3% per Linkem Retail; i WACC stimati dagli Amministratori di Linkem Retail rientrano invece nel *range* di circa 6,9% - 7,4% per Tiscali e circa 8,8% - 9,3% per Linkem Retail.

In via generale, entrambi i Consigli di Amministrazione affermano che il tasso WACC utilizzato ai fini della stima del valore del capitale economico di Tiscali e Linkem Retail riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di debito e al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su rendimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario, opportunamente rettificato tramite il *Company Specific Premium*), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione.

5.3 Motivazioni in ordine all'esclusione di altri criteri

Nello svolgimento dell'esercizio valutativo gli Amministratori di entrambe le Società riferiscono di avere considerato, ma non applicato, le seguenti ulteriori metodologie.

A. Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa si basa sull'analisi dei prezzi di mercato delle azioni (e dei multipli corrispondenti) per un campione di società simili alla società da valutare. Il presupposto generale della metodologia è che i prezzi di mercato delle azioni rappresentano la migliore *proxy* del valore economico di una società. Per applicare questo metodo vengono calcolati una serie di indici o multipli tra elaborazioni di prezzi azionari di società quotate comparabili (numeratore) e i dati economici/finanziari/operativi selezionati di queste società (denominatore). I rapporti medi e mediani ottenuti sono poi coerentemente applicati a variabili specifiche della società da valutare.

Secondo gli Amministratori di Tiscali, l'applicabilità di tale metodologia risulterebbe impattata in quanto, oltre a non riscontrarsi società strettamente comparabili a Linkem Retail, tale approccio non permetterebbe di cogliere gli effetti sulla valutazione derivanti dai profili di crescita e di generazione di cassa se non a seguito di opportune rettifiche. Inoltre, gli Amministratori di Tiscali osservano che l'applicazione di un multiplo a grandezze economiche rende difficoltoso considerare l'elevata incidenza che hanno le *capex* sull'EBITDA nelle fattispecie specifiche di entrambe le società partecipanti alla Fusione.

B Metodo dei multipli di operazioni comparabili

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili consiste nell'identificare un campione di transazioni comparabili effettuate nell'industria in cui opera la società. Per ciascuna delle transazioni incluse nel campione vengono sviluppati una serie di indici o multipli tra elaborazioni del prezzo pagato (numeratore) e dati economici/finanziari/operativi selezionati di queste società (denominatore). I valori medi e mediani dei multipli così ottenuti vengono applicati alle variabili specifiche della società da valutare.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, l'applicabilità di tale metodologia è tuttavia impattata dal fatto che la metrica di valutazione utilizzata per calcolare il multiplo rilevante prende in esame una singola caratteristica della società (es. il suo EBITDA), non catturando appieno le *performance* operative e finanziarie della stessa. Inoltre, non esistono operazioni su società pienamente comparabili a Tiscali e Linkem Retail in termini di profilo di *business*, dimensioni, presenza geografica, posizionamento competitivo e prospettive di crescita.

Gli Amministratori sottolineano inoltre che i termini economici delle transazioni comparabili sono strettamente connessi e influenzati dalle condizioni contrattuali negoziate fra le parti e che tali multipli impliciti possono considerare potenziali sinergie derivanti dall'unione di dette società.

Per tali ragioni, entrambi i Consigli di Amministrazione hanno deciso di non utilizzare tale metodologia ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

C Metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa determina il valore della società oggetto di valutazione come capitalizzazione di borsa derivante dai prezzi dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati, anche tramite il calcolo di medie su differenti orizzonti temporali.

Nel caso in esame, gli Amministratori hanno riferito che tale metodologia non risulta utilizzabile in quanto non applicabile a Linkem Retail, la quale non ha azioni negoziate su mercati regolamentati; inoltre, l'applicazione del metodo alla sola Società Incorporante pregiudicherebbe il principio di omogeneità dei criteri valutativi.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

6.1. Difficoltà di valutazione evidenziate dagli Amministratori di Tiscali

Nella loro Relazione gli Amministratori di Tiscali riferiscono di avere riscontrato i seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- la situazione di attuale volatilità presente nei mercati finanziari a seguito del prolungarsi della situazione epidemica comporta impatti talvolta significativi non solo con riferimento ai prezzi di mercato di Tiscali ma anche sulle stesse grandezze patrimoniali ed economico-finanziarie rilevanti per entrambe le società partecipanti alla Fusione;
- i dati previsionali e le stime e proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità della performance operativa e reddituale futura attesa, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento, incluso il quadro regolamentare;
- la metodologia di valutazione tramite DCF si basa necessariamente su proiezioni economico-finanziarie delle due società partecipanti alla Fusione; mentre i valori utilizzati per Tiscali si basano sul piano approvato dal Consiglio di Amministrazione il 17 settembre 2021, i valori utilizzati per Linkem Retail sono stati predisposti dal *management* di Linkem Retail appositamente per l'operazione e non sono stati approvati dal Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail. A tale riguardo gli Amministratori segnalano tuttavia che nella valutazione hanno tenuto conto delle evidenze della *due diligence* finanziaria effettuata su Linkem Retail;
- la costituzione della Linkem Retail ai fini della Fusione comporta l'assenza di bilanci relativi a esercizi precedenti assoggettati a revisione. Gli Amministratori pertanto hanno fatto ricorso a prospetti economico-patrimoniali pro forma predisposti dal *management* di Linkem, i quali sono poi stati oggetto di *due diligence* finanziaria;
- la rilevanza che assumerà nella struttura dei costi di Linkem Retail - e di Tiscali Italia a seguito del Conferimento di Linkem Retail in Tiscali Italia - il contratto fra la Società Incorporanda e Linkem relativamente alla fornitura di servizi di connettività, implica che la valutazione di Linkem Retail, e conseguentemente la determinazione del Rapporto di Cambio, sia particolarmente dipendente dai termini contrattuali dello stesso. Pertanto, all'interno dell'accordo di Fusione le parti hanno delineato le principali condizioni commerciali del contratto di servizi, coerentemente con quanto rappresentato dal *management* di Linkem ai fini valutativi;
- l'elevata incidenza delle *capex* legate all'acquisizione di nuovi clienti e i conseguenti flussi di cassa generati nel periodo esplicito rendono le valutazioni di Linkem Retail e di Tiscali estremamente dipendenti dalle componenti di *terminal value* all'interno delle rispettive valutazioni tramite DCF;
- le situazioni patrimoniali di riferimento sono frutto di stime predisposte dal *management* delle Società partecipanti alla Fusione in coerenza con le proiezioni economico - finanziarie utilizzate per la stima dei *cash flow*, in quanto rappresentanti le migliori stime e i giudizi individuabili dal *management* delle Società alla data di approvazione della Fusione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione;
- nell'ambito della determinazione del WACC, le società quotate prese a riferimento sono limitatamente comparabili a Tiscali e Linkem Retail; pertanto, per la determinazione del costo dell'*equity* gli Amministratori hanno tenuto conto di un *size premium* per entrambe le Società partecipanti alla Fusione e di un *Company Specific Premium* solo per Tiscali, in linea con quanto svolto dalla Tiscali nell'ambito dell'*impairment test* 2020;

- gli Amministratori di Tiscali hanno considerato non rilevanti il metodo dei multipli di operazioni comparabili, il metodo dei multipli di borsa e il metodo delle quotazioni di borsa alla luce della ridotta comparabilità tra le società attive nel settore delle telecomunicazioni con Tiscali e Linkem Retail, specificatamente in ragione dell’incidenza delle capex sull’EBITDA e i profili di crescita prospettici, nonché per la circostanza che Linkem Retail non ha azioni ammesse a negoziazione su mercati regolamentati. Alla luce di ciò gli Amministratori di Tiscali indicano di non aver pertanto potuto applicare una metodologia valutativa di controllo.

6.2. Difficoltà di valutazione evidenziate dagli Amministratori di Linkem Retail

Nella loro Relazione gli Amministratori di Linkem Retail riferiscono di avere riscontrato i seguenti limiti e difficoltà di valutazione:

- il Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail non ha avuto alcuna interlocuzione diretta con il *management* di Tiscali per discutere le proiezioni finanziarie (relative a Tiscali) ricevute da Linkem, pur evidenziando che tali informazioni prospettiche sono quelle riportate nella Relazione del 7 ottobre 2021 ex art 67, terzo comma, lett d) L.F. sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del piano presentato dalla società Tiscali Italia S.p.A.;
- il piano di Linkem Retail non è stato oggetto di approvazione dal Consiglio di Amministrazione di Linkem;
- non è stata adottata la metodologia dei multipli delle transazioni, in quanto la peculiarità dell’operazione esclude la significatività dei multipli di valorizzazione registrati in operazioni di acquisizioni di maggioranza, con relativo pagamento di un premio; inoltre, il prezzo pattuito in ciascuna operazione M&A è significativamente influenzato dai termini e dalle condizioni concordate tra le parti e dalle condizioni macroeconomiche presenti al momento dell’operazione;
- una percentuale significativa del valore economico derivante dalla metodologia DCF è rappresentata dal valore terminale, sensibile alle assunzioni in merito a variabili quali tasso di crescita perpetua (g), struttura finanziaria target e redditività normalizzata, caratterizzate da un grado elevato di soggettività.
- con riferimento alla metodologia dei Multipli di Mercato, il grado di affidabilità di tale metodologia è per definizione limitato da una serie di elementi, quali il numero delle società comparabili, nonché le differenze con le società comparabili in termini di *business*, presenza geografica e dimensione relativa.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori di Tiscali

Gli Amministratori di Tiscali, sulla base dell’applicazione del DCF e di opportune analisi di sensitività sul tasso di crescita di lungo periodo e sul WACC, hanno individuato i seguenti intervalli di valore del rapporto di cambio:

Metodologia	Intervallo Rapporto di Cambio post Raggruppamento	Partecipazione di Linkem S.p.A. in Tiscali post Fusione
<i>Discounted Cash Flow</i>	4,1904x – 8,0733x	57%-72%

7.2 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori di Linkem Retail

Gli Amministratori di Linkem Retail, sulla base dell'applicazione del DCF e di opportune analisi di sensitività sul tasso di crescita di lungo periodo e sul WACC, hanno individuato i seguenti intervalli di valore del rapporto di cambio:

Metodologia	Intervallo Rapporto di Cambio post Raggruppamento	Partecipazione di Linkem S.p.A. in Tiscali post Fusione
<i>Discounted Cash Flow</i>	4,9677 – 5,4612	61,4% – 63,6%

7.3 Determinazione del Rapporto di Cambio da parte degli Amministratori

Gli Amministratori hanno individuato, coerentemente con le risultanze dell'applicazione del metodo DCF, il seguente Rapporto di Cambio da sottoporre alle rispettive Assemblee:

n. 5,0975 Azioni Post Raggruppamento Tiscali per ogni euro di quota del capitale di Linkem Retail

Gli Amministratori riferiscono che, all'esito della Fusione, Linkem sarà titolare di una partecipazione pari a circa il 62% del capitale sociale di Tiscali.

Come anticipato al precedente paragrafo 2, gli accordi intervenuti tra le parti prevedono un meccanismo in forza del quale, qualora il numero di azioni in circolazione alla data di efficacia della Fusione risulti più elevato (anche per effetto della conversione del Bond N&G limitatamente alle prime 7 *tranche*), Tiscali emetterà in favore di Linkem – in aggiunta alle n. 93.844.975 Nuove Azioni rinvenienti dall'applicazione del Rapporto di Cambio – ulteriori Nuove Azioni, senza indicazione del valore nominale, da calcolarsi in base alla formula richiamata al precedente paragrafo 2, di modo che, a esito della Fusione, Linkem divenga titolare di una partecipazione pari al 62% del capitale sociale di Tiscali.

Come anticipato al paragrafo 2, l'avvenuta conversione della quinta, sesta e settima *tranche* del Bond N&G comporterà dunque l'emissione di ulteriori n. 10.180.522 Nuove Azioni in aggiunta alle predette n. 93.844.975, per un numero complessivo di Nuove Azioni pari a n. 104.025.497, in applicazione del Meccanismo di Aggiustamento.

8. LAVORO SVOLTO

Nell'ambito del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- effettuato una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale;
- in relazione alle situazioni patrimoniali *ex art. 2501 quater* del Codice Civile, vale a dire le situazioni patrimoniali di Linkem Retail al 30 novembre 2021 e di Tiscali al 30 giugno 2021,

svolto incontri e discussioni con le Direzioni delle Società, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3;

- discusso con le Direzioni delle Società il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione del metodo di determinazione del Rapporto di Cambio, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- verificato la completezza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le rispettive modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna Società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti il metodo valutativo da essi adottato e i metodi ritenuti non applicabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori;
- discusso con le Direzioni delle Società i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione dei piani economico-finanziari, fermi restando le incertezze e i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale, nonché le possibili ripercussioni conseguenti alle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'est oltre che all'emergenza sanitaria ancora in corso;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito del metodo adottato dagli Amministratori per la valutazione di Tiscali e di Linkem Retail, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- ottenuto specifica attestazione che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

9.1. Considerazioni metodologiche

- Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima di valori economici relativi a Tiscali e Linkem Retail, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

- Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di una metodologia idonea a esprimere valori comparabili per le Società, 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 nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.
- Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblies degli Azionisti, individuandolo all'interno di intervalli di valori rispettivamente determinati. Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Tiscali e di Linkem Retail per illustrare l'operazione di Fusione indicano la metodologia adottata, le motivazioni circa l'esclusione di altre metodologie e i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori di Tiscali e di Linkem Retail per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla sua corretta applicazione.

9.2. Considerazioni in ordine all'applicazione della metodologia DCF

- L'approccio metodologico adottato dagli Amministratori di entrambe le Società risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Tiscali e di Linkem Retail è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando un metodo comunemente accettato e largamente condiviso dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione della metodologia valutativa prescelta, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti nella stessa, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Nel caso di specie, gli Amministratori di entrambe le Società hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle Società oggetto di valutazione, il *Discounted Cash Flow* (o DCF), secondo un approccio che non ha comportato la necessità di individuazione di criteri di importanza relativa.
- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori di entrambe le Società sono state condotte considerando Tiscali e Linkem Retail su base c.d. "*stand alone*". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società, in ipotesi di continuità aziendale delle Società valutate, trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità gestionale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrarie.

- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia DCF. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Nelle Relazioni degli Amministratori vengono indicate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto e i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per il suo sviluppo. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dalle Direzioni, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.
- In particolare, il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori nella versione "unlevered", determinando l'*Enterprise Value* delle Società partecipanti alla Fusione. In particolare, il valore delle Società è stato determinato come somma del valore operativo, del valore della posizione finanziaria netta, nonché dell'effetto di ulteriori attività e passività accessorie sul valore delle Società. Ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento al costo medio ponderato del capitale differenziato per le due Società. Con riferimento al valore operativo gli Amministratori hanno, inoltre, considerato per la stima del *terminal value* un tasso di crescita compreso tra 0% e 2%, approccio da ritenersi ragionevole e in linea con la prassi professionale.
- Con riferimento ai dati previsionali di Linkem Retail necessari per lo sviluppo della metodologia DCF, gli Amministratori di Linkem Retail e di Tiscali hanno effettuato scelte metodologiche differenti, tenuto conto del fatto che non esiste un *business plan* di Linkem Retail formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporanda. In particolare, il *management* di Linkem Retail ha predisposto un piano economico finanziario in due diverse declinazioni, una con una logica di autofinanziamento ("*fully funded*") e una che ipotizza il ricorso alla leva finanziaria ("*non fully funded*"). Ai fini dello sviluppo del DCF, gli Amministratori di Linkem Retail hanno ritenuto preferibile utilizzare il *Business Plan* di Linkem Retail *Fully Funded*, avente un orizzonte temporale 2021-29, mentre gli Amministratori di Tiscali hanno utilizzato il *Business Plan* di Linkem Retail *Non Fully Funded*, avente un orizzonte temporale 2021-25. I diversi approcci metodologici adottati rispettivamente dagli Amministratori di Linkem Retail e dagli Amministratori di Tiscali sono entrambi rinvenibili nella prassi valutativa: pertanto, tali scelte metodologiche, pur non in linea con un più comune approccio che presuppone la disponibilità di un unico piano economico-finanziario predisposto dal *management* e formalmente approvato e fatto proprio dall'organo amministrativo della società oggetto della valutazione, possono essere ritenute accettabili nelle circostanze.
- Alla luce delle considerazioni sopra svolte, l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, tenuto conto delle caratteristiche dell'operazione e delle peculiarità del *business* delle Società, appare nel complesso ragionevole e non arbitrario: l'analisi da noi svolta circa l'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione del richiamato metodo da parte degli Amministratori conferma i risultati raggiunti dagli stessi.

9.3. Considerazioni in ordine alle motivazioni fornite dagli Amministratori con riguardo all'esclusione di ulteriori metodologie.

- Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, non hanno ritenuto applicabili, nelle specifiche circostanze, ulteriori metodologie di valutazione, con finalità principale e/o di controllo, di tipo né analitico né di mercato.
- In particolare, gli Amministratori di entrambe la Società hanno anzitutto escluso l'applicabilità nelle circostanze della metodologia di mercato dei Multipli di Borsa, che deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Solo gli Amministratori di Tiscali hanno peraltro espressamente motivato, nell'ambito della loro Relazione, le ragioni dell'esclusione di tale metodologia. In effetti, il riferimento a tale metodologia presuppone la possibilità di identificare un campione di società quotate effettivamente comparabili a quelle interessate dalla Fusione, comparabilità che nelle circostanze gli Amministratori di Tiscali hanno riferito di non poter ravvisare in particolare con riguardo a Linkem Retail. Inoltre, gli Amministratori di Tiscali hanno segnalato le difficoltà intrinseche alla metodologia dei multipli di borsa connesse all'elevata incidenza che hanno le spese per investimenti in capitale fisso (*capex*) sull'EBITDA nelle fattispecie specifiche di entrambe le Società partecipanti alla Fusione. Le motivazioni fornite dagli Amministratori di Tiscali appaiono, nelle circostanze, ragionevoli. Gli Amministratori di Linkem Retail non hanno invece esplicitato le motivazioni per l'esclusione di tale metodologia, come sarebbe stato più opportuno, considerato che non hanno ritenuto di farne applicazione.
- Analoghe considerazioni con riguardo ai limiti di confrontabilità sono state formulate dagli Amministratori di entrambe le Società partecipanti alla Fusione anche al fine di escludere l'applicabilità, nella fattispecie, del criterio di mercato dei multipli di transazioni comparabili, i cui termini sono strettamente connessi e influenzati dalle condizioni contrattuali negoziate fra le parti. Sempre secondo gli Amministratori, l'applicabilità di tale metodologia sarebbe impattata dal fatto che la metrica di valutazione utilizzata per calcolare il multiplo rilevante prende in esame una singola caratteristica della società (per es. il suo EBITDA), non catturando appieno le *performance* operative e finanziarie della stessa.
- Inoltre, l'ulteriore criterio di mercato delle quotazioni di borsa – che rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate – sarebbe risultato nel caso di specie, come illustrato nelle Relazioni degli Amministratori, applicabile solo a Tiscali e non anche a Linkem Retail. Un'ipotetica scelta degli Amministratori di applicare la richiamata metodologia delle quotazioni di borsa solo per la valutazione di Tiscali avrebbe, dunque, disatteso il principio dell'omogeneità e della coerenza dei criteri tipico delle valutazioni nell'ambito di operazioni di fusione.
- Alla luce di tali considerazioni, le scelte degli Amministratori in ordine all'esclusione di ulteriori criteri di mercato e analitici, esplicitate nell'ambito delle rispettive Relazioni, appaiono nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie.

In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base della metodologia sviluppata, gli Amministratori delle Società hanno individuato intervalli di rapporti di cambio. Nello specifico, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali ha individuato un intervallo compreso tra 4,1904x – 8,0733x; il Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail ha individuato un intervallo compreso tra 4,9677x – 5,4612x. Il Rapporto di Cambio che sarà proposto alle rispettive Assemblee, pari a **n. 5,0975 azioni ordinarie Tiscali per ogni Euro 1,00 di quota del capitale sociale di Linkem Retail posseduta da Linkem**, rientra negli intervalli di valutazione individuati dai Consigli di Amministrazione, posizionandosi nella fascia bassa di entrambi i *range*: ciò comporta l'assegnazione al socio di Linkem Retail di un minor numero di azioni Tiscali e, dunque, un conseguente minor effetto diluitivo per gli azionisti di minoranza della medesima Tiscali.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sulla base del DCF si fondano su previsioni economico-finanziarie desunte dai piani delle due Società. Occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuati nelle circostanze dalle tensioni geopolitiche in est Europa e dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. Va ancora tenuto presente 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, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
 - Gli Amministratori hanno selezionato, nell'ambito della propria soggettività e comunque sulla base di procedimenti razionali, i parametri che hanno ritenuto più adeguati per la stima del valore delle Società e, quindi, del Rapporto di Cambio. Al riguardo si segnala che ogni processo valutativo e ogni definizione di valore di una società comporta inevitabilmente, in sé, anche gradi di discrezionalità. Qualora si confrontassero le valutazioni riferite a una medesima azienda e per le medesime finalità, poste in essere da più soggetti dotati di professionalità equivalenti, emergerebbero divergenze nelle modalità di sviluppo delle valutazioni, in particolare con riguardo alla scelta dei parametri.
 - Nell'ambito dell'approccio metodologico complessivo, gli Amministratori non hanno adottato ulteriori metodologie di valutazione, principali e/o di controllo, né di tipo analitico né di mercato. Detta scelta metodologica è stata motivata dagli Amministratori in considerazione della non significatività, nelle specifiche circostanze, di ulteriori

metodologie valutative ed è stata oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. L'impossibilità di applicare metodi alternativi, con finalità principali o di controllo rispetto al DCF, costituisce un'oggettiva difficoltà nell'espletamento del nostro incarico.

- Come anticipato ai precedenti paragrafi 4 e 9, il *business plan* di Tiscali è stato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante del 17 settembre 2021, mentre il *business plan* di Linkem Retail è stato predisposto dal *management* di Linkem ma non formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione di Linkem Retail, come viceversa sarebbe stato più opportuno. Peraltro, come precedentemente evidenziato, i Consigli di Amministrazione di Tiscali e di Linkem Retail hanno adottato diverse scelte metodologiche, avendo utilizzato ai fini delle proprie valutazioni rispettivamente la declinazione di piano *non fully funded* e *fully funded*. Tale circostanza è stata oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. Fermo quanto sopra, l'utilizzo da parte dei Consigli di Amministrazione delle due Società partecipanti alla Fusione di due differenti declinazioni del medesimo piano costituisce un'oggettiva peculiarità nell'approccio valutativo complessivamente sottoposto al nostro esame.

(ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:

- le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo della metodologia DCF e ai *range* di valori unitari delle società partecipanti alla Fusione. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione dagli Amministratori nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4.
- In data 14 maggio 2021, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali ha approvato un accordo con l'investitore professionale Nice & Green S.A. per l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile e convertendo in azioni ordinarie Tiscali, da esercitarsi in più *tranche*, fino a massimi Euro 21 milioni, con opzione in capo alla società di estensione per ulteriori Euro 21 milioni, riservato a Nice & Green S.A. Come anticipato al paragrafo 2 che precede, le sette *tranche* del Bond N&G, per complessivi Euro 21 milioni, sono state integralmente erogate e convertite (e precisamente quattro sono state convertite prima della data del Progetto di Fusione e tre successivamente a tale data). Come da accordi intervenuti tra le parti, anche la conversione delle ultime tre *tranche* del Bond N&G è stata considerata dagli Amministratori ai fini della determinazione dell'*equity value* di Tiscali e, pertanto, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Pertanto, come precedentemente indicato, il numero di Nuove Azioni da emettere a favore di Linkem a servizio della Fusione è stato adeguato secondo il Meccanismo di Aggiustamento descritto in precedenza con la finalità di mantenere i rapporti relativi tra i Soci Linkem e gli azionisti di Tiscali coerenti con quanto emergente dal Rapporto di Cambio anche a seguito della conversione di tali ultime 3 *tranche* (e, in particolare, un rapporto pari rispettivamente a 62% - 38%).

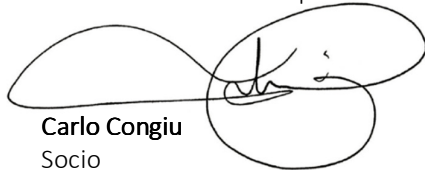
- Le Relazioni riportano inoltre che gli accordi intervenuti tra le parti prevedono che, in ipotesi di ulteriori aumenti di capitale o emissione di prestiti obbligazionari convertibili e convertendi, incluso l'eventuale rinnovo del prestito obbligazionario con Nice&Green S.A., non si darà luogo ad alcun aggiustamento del numero di Nuove Azioni emesse a servizio della Fusione. Al riguardo, risulta opportuno qui sottolineare che, qualora Tiscali esercitasse l'opzione di rinnovo del prestito obbligazionario convertibile e convertendo con Nice&Green S.A., potrebbero conseguire ulteriori emissioni di azioni di Tiscali al servizio delle possibili richieste di conversione, a valori per azione differenti rispetto a quelli considerati nel contesto della presente operazione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. In proposito, si segnala che il presente parere tiene conto della situazione alla data odierna e che non sono previsti, né richiesti, successivi aggiornamenti dello stesso.
- Gli Amministratori riferiscono che il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento (ovvero alla rinuncia) entro il 31 luglio 2022 di una serie di condizioni sospensive specificamente indicate ai paragrafi 1.2 delle rispettive Relazioni, sopra richiamate al paragrafo 2 del presente parere. In mancanza dell'avveramento (ovvero della rinuncia) delle condizioni sopra richiamate, la stessa operazione di Fusione non verrebbe a realizzarsi e, di conseguenza, anche il presente parere verrebbe meno. In particolare, si segnala che costituiscono condizioni sospensive per la realizzazione della Fusione, tra le altre, (a) l'elaborazione, la condivisione e l'approvazione, da parte dei Consigli di Amministrazione di Tiscali e di Linkem Retail, di un piano industriale del Gruppo Tiscali post Fusione e (b) il reperimento da parte di Tiscali delle risorse finanziarie (sotto forma di *equity* o quasi *equity*) necessarie per la copertura integrale del fabbisogno finanziario previsto dal predetto piano industriale per almeno i 12 mesi successivi alla data di efficacia della Fusione.
- Si segnala inoltre, quale ulteriore condizione sospensiva ed elemento rilevante anche per il piano di Tiscali post Fusione, la sottoscrizione tra Linkem e Linkem Retail, entro e non oltre la data di efficacia della Fusione, di un contratto di servizi avente a oggetto la fornitura di servizi di rete sull'infrastruttura di Linkem e la sottoposizione dei suoi termini e condizioni al comitato parti correlate di Tiscali. Secondo quanto riferiscono gli Amministratori nelle loro Relazioni, all'interno dell'accordo di Fusione sono già state delineate le principali condizioni commerciali del contratto di servizi, fermo restando che il comitato parti correlate di Tiscali si esprimerà sui termini e sulle condizioni del suddetto contratto. Gli Amministratori sottolineano che detto contratto di servizi assumerà una significativa rilevanza nella struttura dei costi di Linkem Retail, e conseguentemente in quella di Tiscali a seguito dell'incorporazione della prima nella seconda, e che, di conseguenza, la valutazione di Linkem Retail e la connessa determinazione del Rapporto di Cambio risultano essere particolarmente dipendenti dai suddetti termini contrattuali.
- Esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa.

- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità per le azioni di Tiscali attribuite in concambio all'azionista di Linkem Retail, con conseguente piena facoltà di quest'ultimo, a seguito della consegna delle azioni, di negoziarle sul mercato.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori di Tiscali S.p.A. e di Linkem Retail S.r.l. sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato nel Progetto di Fusione pari a n. 5,0975 Azioni Post Raggruppamento di Tiscali S.p.A. per ogni Euro 1,00 di quota del capitale sociale di Linkem Retail S.r.l. posseduta da Linkem S.p.A., ferma l'applicazione del Meccanismo di Aggiustamento precedentemente descritto.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Carlo Congiu
Socio

Cagliari, 25 marzo 2022