

**Progetto di fusione per incorporazione
di Aria Italia S.p.A.
in Tiscali S.p.A.**

Relazione della società di revisione
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di
Tiscali S.p.A.
Aria Italia S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione di Aria Italia S.p.A. (nel seguito denominata "**Aria Italia**" o "**Società Incorporanda**") in Tiscali S.p.A. (nel seguito denominata "**Tiscali**" o "**Società Incorporante**" e, congiuntamente con Aria Italia, le "**Società Partecipanti alla Fusione**"), in data 11 agosto 2015, con provvedimento depositato in cancelleria il 12 agosto 2015, siamo stati nominati dal Tribunale di Cagliari, su istanza congiunta di Tiscali e Aria Italia, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "**Relazione**") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con le azioni della Società Incorporanda (il "**Rapporto di Cambio**"), ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da Tiscali e da Aria Italia il progetto di fusione per incorporazione di Aria Italia in Tiscali (il "**Progetto di Fusione**") approvato dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali e dall'Amministratore Unico di Aria Italia (gli "**Organi Amministrativi**") in data 25 agosto 2015, corredato da apposite relazioni degli Organi Amministrativi che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio, nonché la situazione patrimoniale e finanziaria di Tiscali al 30 giugno 2015, approvata dal Consiglio di Amministrazione il 25 agosto 2015, e la situazione patrimoniale di Aria Italia al 24 agosto 2015, approvata dall'Amministratore Unico il 25 agosto 2015, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Tiscali e di Aria Italia, convocate nel rispetto della normativa applicabile.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Organi Amministrativi per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; 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 Organi Amministrativi delle due società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche con il supporto del proprio *advisor*, e dell'Amministratore Unico di Aria Italia, non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche con il supporto del proprio *advisor*, e dall'Amministratore Unico di Aria Italia.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Organi Amministrativi.

2. Sintesi dell'Operazione

2.1 Modalità di esecuzione dell'Operazione

In data 16 luglio 2015, Tiscali, Aria Telecom Holdings B.V. ("ATH") e Otkritie Disciplined Equity Fund SPC ("ODEF") hanno sottoscritto un accordo (l'"**Accordo di Fusione**") avente per oggetto: (i) un'operazione di integrazione industriale tra le attività facenti capo a Tiscali nel settore delle telecomunicazioni, dell'accesso a Internet e dei *digital media* con le attività facenti capo ad Aria S.p.A. ("Aria") nel settore delle telecomunicazioni e dell'accesso a Internet in modalità WiMax; nonché (ii) l'apporto da parte di ODEF di risorse finanziarie ovvero di crediti al fine di ridurre l'esposizione debitoria di Tiscali e delle sue controllate (il "**Gruppo Tiscali**") nel contesto del perfezionamento dell'integrazione.

Successivamente alla conclusione dell'Accordo di Fusione, il 24 luglio 2015, ATH ha costituito Aria Italia, il cui attivo patrimoniale è costituito da: i) una partecipazione rappresentante l'intero capitale sociale di Aria a seguito di conferimento effettuato in data 24 agosto 2015 ed oggetto di relazione di stima ex art. 2343 *ter* del Codice Civile per un valore pari a circa Euro 34,6 milioni, ii) risorse finanziarie pari a circa 42,4 milioni di Euro da apportare da parte di ODEF in sottoscrizione di un aumento di capitale di medesimo importo, da deliberare da Aria Italia entro il 31 agosto 2015, al fine di ridurre l'esposizione debitoria del Gruppo Tiscali nel contesto del perfezionamento dell'integrazione.

Per realizzare l'integrazione prevista nell'Accordo di Fusione, è intenzione di Tiscali e di Aria Italia procedere alla fusione per incorporazione di quest'ultima in Tiscali (nel seguito la "**Fusione**" o l'"**Operazione**").

In data 25 agosto 2015 gli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno approvato il Progetto di Fusione.

La Fusione avrà luogo prendendo a riferimento la situazione patrimoniale e finanziaria di Tiscali al 30 giugno 2015, approvata dal Consiglio di Amministrazione il 25 agosto 2015, e la situazione patrimoniale di Aria Italia al 24 agosto 2015, approvata dall'Amministratore Unico il 25 agosto 2015, adottate dagli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione quali situazioni patrimoniali ex art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Agli azionisti titolari di azioni ordinarie di Aria Italia saranno assegnate azioni ordinarie Tiscali di nuova emissione, sulla base del Rapporto di Cambio. L'Operazione si realizzerà mediante un aumento del capitale sociale di Tiscali, con emissione, da parte della stessa Tiscali, di nuove azioni ordinarie.

All'esito della Fusione, le azioni ordinarie di Tiscali di nuova emissione assegnate in sede di concambio agli azionisti di Aria Italia saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA").

Le azioni di nuova emissione avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie di Tiscali in circolazione al momento di efficacia della Fusione.

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504 *bis*, comma 2, del Codice Civile, a far data dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto medesimo.

2.2 Condizioni sospensive

Il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione del Progetto di Fusione da parte delle assemblee straordinarie delle Società Partecipanti alla Fusione, al verificarsi, entro la data del 30 novembre 2015 delle seguenti condizioni (salvo che a tale data non sia possibile effettuare la Fusione per motivi non dipendenti dalle parti dell'Accordo di Fusione, nel qual caso la medesima data potrà essere prorogata fino al 30 gennaio 2016, purché consti il consenso dei finanziatori ai sensi della Facility A1 di cui agli accordi di ristrutturazione dell'indebitamento senior del Gruppo Tiscali sottoscritti il 23 dicembre 2014):

- a) approvazione del Progetto di Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Tiscali senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio o dai soci: (i) che verrebbero ad acquistare una partecipazione in Tiscali post-fusione superiore al 30%; (ii) che detengono, anche di concerto fra di loro, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, in Tiscali purché superiore al 10%;
- b) perfezionamento di una delle seguenti operazioni alternative:
 - (i) trasferimento a terzi del contratto di *leasing* riguardante l'immobile ove ora ha sede Tiscali e contestuale conclusione di un contratto di locazione a condizioni di mercato avente per oggetto il medesimo; oppure
 - (ii) ridefinizione dei termini del predetto contratto di *leasing*, al fine di prevedere: (1) un canone annuo complessivo pari a Euro 3,7 milioni (oltre IVA) relativamente agli anni 2016 e 2017; (2) un canone finale dovuto nel 2022 per un ammontare di circa Euro 12,2 milioni;
- c) rinegoziazione dell'indebitamento attualmente in essere in ATH, che farà invece capo ad Aria, con possibilità di conversione del medesimo in azioni Tiscali;
- d) consenso al perfezionamento dell'operazione da parte dei finanziatori *senior* ai sensi degli accordi di ristrutturazione sottoscritti dal Gruppo Tiscali il 23 dicembre 2014;
- e) consenso da parte del Ministero dello Sviluppo Economico con riferimento al cambio del controllante ultimo di Aria, ai fini del mantenimento delle licenze di cui essa è titolare alla data odierna;
- f) conferma che, alla data di stipula dell'atto di Fusione:
 - (i) Aria Italia disponga della somma liquida di Euro 42,4 milioni (ove tali risorse non siano già state messe a disposizione del Gruppo Tiscali) ovvero dei crediti di pari importo derivanti dalla Facility A1 ai sensi degli accordi di ristrutturazione sottoscritti dal Gruppo Tiscali il 23 dicembre 2014;
 - (ii) l'indebitamento finanziario netto di Aria Italia sia pari a zero;

- (iii) l'indebitamento finanziario netto di Aria e delle sue controllate (il "**Gruppo Aria**") non sia superiore all'importo di Euro 5 milioni (senza che alcuna posta sia superiore a Euro 2 milioni), in aggiunta all'indebitamento di cui alla precedente lettera c);
- (iv) l'importo dei debiti verso i fornitori del Gruppo Aria non ecceda complessivi Euro 24 milioni;

g) conferma che, alla data di stipula dell'atto di Fusione:

- (i) l'indebitamento finanziario netto consolidato del Gruppo Tiscali non sia superiore all'importo di Euro 220 milioni;
- (ii) l'importo dei debiti verso i fornitori del Gruppo Tiscali non ecceda, a livello consolidato, complessivi Euro 120 milioni;

h) l'assenza di fatti, eventi o circostanze (anche complessivamente considerati) che abbiano o possano ragionevolmente avere un effetto pregiudizievole significativo con riferimento all'attività, gli attivi, le prospettive o la situazione finanziaria del Gruppo Tiscali o del Gruppo Aria;

i) l'assenza di fatti, eventi o circostanze (anche complessivamente considerati) che possano implicare la non corrispondenza al vero delle dichiarazioni e garanzie che le parti dell'Accordo di Fusione si sono reciprocamente rilasciate con riferimento ad alcuni aspetti di fondamentale importanza relativamente, a seconda dei casi, alla situazione del Gruppo Tiscali o del Gruppo Aria;

j) l'ottenimento da parte della CONSOB del giudizio di equivalenza del documento informativo che sarà reso pubblico in relazione alla fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 57, comma 1, lett. d) del Regolamento CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato e integrato;

k) la ridefinizione di alcuni termini e condizioni dell'esposizione debitoria del Gruppo Tiscali derivante dalla Facility B ai sensi degli accordi di ristrutturazione sottoscritti dal Gruppo Tiscali il 23 dicembre 2014.

Le condizioni sospensive indicate ai punti (b), (g) e (k) di cui sopra sono state previste nell'interesse di Aria Italia, le condizioni sospensive di cui ai punti (a), (c), (d), (e) e (j) di cui sopra sono state poste nell'interesse di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione, la condizione sospensiva di cui al punto (f) di cui sopra è stata posta nell'interesse di Tiscali, mentre le condizioni sospensive di cui ai punti (h) e (i) di cui sopra sono state poste nell'interesse della parte non interessata dall'evento di volta in volta ivi dedotto.

3. Documentazione utilizzata

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

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono il seguente rapporto di cambio (il "**Rapporto di Cambio**"):
 - **n. 50 azioni ordinarie di Tiscali, prive di valore nominale e aventi caratteristiche identiche alle azioni ordinarie Tiscali in circolazione alla data di efficacia della fusione per ogni n. 3 azioni ordinarie Aria Italia prive di valore nominale.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione. Il Consiglio di Amministrazione di Tiscali si è avvalso inoltre delle indicazioni risultanti dalla relazione dell'*advisor* da esso incaricato, di cui al successivo punto b). Le Relazioni degli Organi Amministrativi espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) la *fairness opinion* rilasciata da Borghesi e Associati S.p.A. il 25 agosto 2015 su incarico del Consiglio di Amministrazione di Tiscali a supporto delle valutazioni degli amministratori nella definizione del suddetto Rapporto di Cambio;
- c) la Relazione di Stima ex art. 2343 *ter* del Codice Civile relativa al valore di Aria redatta dal prof. Oriani e datata 31 luglio 2015;
- d) la Relazione di Stima relativa al valore di Aria Italia redatta dal prof. Oriani e datata 24 agosto 2015;
- e) la *Cash Confirmation Letter* datata 13 luglio 2015 di Otkritie Holding;
- f) il *Capital Raise Commitment* datato 28 luglio 2015 di ODEF;
- g) l'Accordo di Fusione sottoscritto da Tiscali, ATH e ODEF datato 16 luglio 2015;
- h) le *Disclosure Letter* datate 16 luglio 2015 e firmate da Tiscali e ATH secondo quanto previsto dall'Accordo di Fusione;
- i) il dettaglio della compagine azionaria e del capitale sociale di Tiscali e Aria al 30 giugno 2015, nonché di Aria Italia al 24 agosto 2015;
- j) la situazione patrimoniale e finanziaria di Tiscali al 30 giugno 2015, approvata dal Consiglio di Amministrazione il 25 agosto 2015, e la situazione patrimoniale di Aria Italia al 24 agosto 2015, approvata dall'Amministratore Unico il 25 agosto 2015;
- k) i bilanci d'esercizio e consolidati di Tiscali per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014, corredati dalla relazione sulla gestione e dalla relazione del Collegio Sindacale, da noi assoggettati a revisione contabile;
- l) la relazione finanziaria consolidata di Tiscali al 30 giugno 2015, da noi assoggettata a revisione contabile limitata;
- m) i bilanci d'esercizio di Aria per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014, corredati dalla relazione sulla gestione, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalle relazioni della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;
- n) il bilancio speciale consolidato al 30 giugno 2015 di Aria redatto ai fini dell'operazione di fusione con Tiscali;

- o) le proiezioni economico-patrimoniali di natura gestionale relative al contratto da sottoscrivere tra Tiscali e Consip S.p.A. ("Consip") avente ad oggetto la fornitura dei servizi di connettività nell'ambito del Sistema Pubblico di Connettività ("SPC") per le pubbliche amministrazioni;
- p) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.;
- q) i documenti relativi alla costituzione di Aria Italia;
- r) lo Statuto vigente di Aria, Aria Italia, nonché lo statuto vigente e quello post-fusione di Tiscali;
- s) la documentazione relativa ai diritti d'uso di frequenze per sistemi Broadband Wireless Access ("BWA") nella banda 3.4 - 3.6 GHz per l'offerta di servizi di accesso diretto al pubblico, assegnati ad Aria S.p.A. dal Ministero delle Telecomunicazioni in data 3 marzo 2008;
- t) la documentazione di supporto per le riunioni degli Organi Amministrativi che hanno esaminato l'Operazione;
- u) le informazioni relative all'andamento delle quotazioni di borsa e dei volumi di scambio giornalieri del titolo Tiscali;
- v) le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori comparabili e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- w) i comunicati stampa e le informazioni sulla Fusione rese disponibili al pubblico da Tiscali e Aria Italia.

Abbiamo infine ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza degli Organi Amministrativi di Tiscali e Aria Italia, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come riportato nelle proprie Relazioni, al fine di determinare il Rapporto di Cambio, gli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti in questo settore e ritenuti adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Nella fusione tra società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda ed il numero delle azioni che l'incorporante assegna agli azionisti dell'incorporanda. Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto

dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Si precisa inoltre che i valori relativi di Tiscali e di Aria Italia sono stati determinati in ipotesi di "break up" (valori di realizzo anziché valori d'uso in ipotesi di continuità aziendale), per le peculiarità di seguito descritte, prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione.

Le Società Partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti finanziari e sinergici della Fusione sull'entità risultante.

4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale ed internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società e della loro peculiarità operativa, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia hanno ritenuto opportuno effettuare le valutazioni in un'ottica di valorizzazione dei singoli *assets*, in quanto tale metodo consente di non tenere conto degli effetti finanziari rinvenienti dalla Fusione, in particolare: a) l'apporto di capitale in Tiscali di Euro 42,4 milioni da parte di ODEF e b) la conversione in azioni Tiscali nel 2018 del finanziamento che sarà in capo ad Aria, erogato da parte di Bank Otkritie Financial Corporation, che, come si evince dalla documentazione contrattuale, sono condizionate all'esito della Fusione.

Con riferimento a Tiscali, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia hanno utilizzato le seguenti metodologie valutative:

- il metodo patrimoniale, nell'accezione del metodo patrimoniale complesso di secondo grado;
- il metodo dei multipli di mercato.

Con riferimento ad Aria Italia, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia, data la natura di "holding pura" della società hanno utilizzato un metodo patrimoniale semplice mentre per valutare il suo unico *asset* operativo, costituito dalla partecipazione totalitaria in Aria, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia hanno utilizzato un approccio omogeneo a quello adottato per Tiscali, ossia:

- il metodo patrimoniale, nell'accezione del metodo patrimoniale complesso di secondo grado;
- il metodo dei multipli di mercato.

4.3. Metodo patrimoniale complesso di secondo grado

In considerazione di quanto sopra esposto, ed in particolare dell'ipotesi di "break up" con cui sono state svolte le valutazioni, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali e l'Amministratore Unico di Aria Italia non hanno potuto utilizzare una delle metodologie più diffuse nella prassi valutativa, ovvero quella basata sulla attualizzazione dei flussi di cassa attesi ("*Discounted Cash Flow*" o "*DCF*"), in quanto tale metodologia avrebbe implicato l'assunzione di alcune ipotesi, quali a) l'aumento di capitale in Tiscali di Euro 42,4 milioni da parte di ODEF e b) la conversione nel 2018 del

finanziamento che sarà in capo ad Aria, erogato da parte di Bank Otkritie Financial Corporation, che, come si evince dalla documentazione contrattuale, sono condizionate all'esito della fusione.

Pertanto il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia hanno ritenuto opportuno utilizzare come metodologia di valutazione principale per la determinazione del valore del capitale economico di Tiscali e di Aria Italia, quella del patrimonio complesso in quanto idoneo, anche in un'ottica teorica di "break up", di esprimere il valore dei beni immateriali delle società oggetto di valutazione.

I metodi patrimoniali si basano sulla valutazione analitica dei singoli elementi attivi e passivi che formano il patrimonio netto mediante la loro riespressione a valori correnti e si distinguono tra metodo "patrimoniale semplice" e metodo "patrimoniale complesso" a seconda che sia stimato il valore dei soli beni materiali o anche quello di elementi produttivi intangibili non iscritti nel bilancio.

In particolare la metodologia patrimoniale semplice si basa sul concetto secondo cui il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio netto contabile alla data di riferimento della valutazione, eventualmente rettificato per tenere in considerazione le eventuali differenze tra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività iscritte in bilancio.

Il metodo patrimoniale complesso determina, oltre al valore del patrimonio netto rettificato con il criterio semplice, anche il valore delle immobilizzazioni immateriali.

Si definisce di primo grado il metodo patrimoniale complesso che mira a determinare il valore dei beni immateriali di cui è possibile una valutazione autonoma (quali, ad esempio, marchi, brevetti e licenze), mentre si definisce di secondo grado il metodo patrimoniale complesso che assegna un valore ai beni immateriali non valutabili separatamente nell'ambito di un concetto generale di avviamento (quali, ad esempio, l'immagine aziendale, il portafoglio clienti e il talento dei manager).

4.4. Metodo dei multipli di mercato

Il Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, e l'Amministratore Unico di Aria Italia hanno altresì scelto di utilizzare un ulteriore metodo, definito "di controllo" ed individuato nel metodo dei multipli di mercato. Il metodo di controllo considerato è utile a verificare la sostanziale attendibilità dei risultati di valutazione derivanti dall'applicazione del metodo principale e possono contribuire all'individuazione di opportune correzioni ai risultati derivanti dall'applicazione del metodo principale.

Il metodo dei multipli di mercato determina il prezzo di mercato di un'impresa (e dunque non il valore del capitale economico, sebbene per le società quotate i due valori tendono a coincidere), prendendo come riferimento un campione di società quotate operanti nello stesso settore ed aventi caratteristiche analoghe a quelle dell'azienda oggetto di analisi. In ipotesi di perfezione dei mercati, infatti, i prezzi delle società quotate riflettono le aspettative degli operatori relativamente alla capacità aziendale di generare ricchezza.

Il metodo consiste, quindi, nell'individuare un insieme di variabili che il mercato ritiene strettamente correlate alla capitalizzazione di mercato dell'azienda quotata e nella successiva parametrizzazione di mercato dell'azienda quotata al valore di tali variabili. In particolare, le variabili comunemente utilizzate sono: fatturato e margine operativo lordo ("EBITDA").

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Organi Amministrativi

Nell'effettuare le proprie valutazioni, per pervenire alla determinazione del Rapporto di Cambio, anche in applicazione dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, gli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione hanno identificato talune difficoltà che possono così sintetizzarsi:

- a) l'impossibilità tecnica di applicare la metodologia del DCF, che rappresenta una delle metodologie più diffuse nella prassi valutativa, tenuta in considerazione l'ottica di "break up" alla base delle valutazioni, in considerazione delle caratteristiche specifiche di Tiscali e Aria Italia;
- b) l'utilizzo del metodo dei multipli di mercato presenta difficoltà e limitazioni applicative dovute all'individuazione delle società comparabili che devono essere selezionate riscontrando elementi di omogeneità in termini di settore di appartenenza, caratteristiche dell'ambito competitivo, sistema di prodotto offerto, rischi finanziari, andamento dei risultati storici e prospettici. Inoltre, i multipli di mercato risentono dell'andamento delle quotazioni di mercato che può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Organi Amministrativi

Con riferimento a Tiscali, gli Organi Amministrativi hanno applicato il metodo patrimoniale complesso di secondo grado utilizzando, quale riferimento iniziale, il patrimonio netto contabile consolidato, comprensivo del risultato di periodo, risultante dalla relazione finanziaria consolidata al 30 giugno 2015, a cui sono state apportate le seguenti rettifiche: i) il valore della *Customer Relationship* di Tiscali, ii) il valore del marchio di Tiscali, iii) il valore di mercato delle infrastrutture di proprietà di Tiscali calcolato sulla base della stima del costo di sostituzione (costo da sostenere per ricreare o duplicare un *asset* esistente, al netto della diminuzione di valore dovuta al passare del tempo), iv) il valore della fornitura oggetto del contratto con Consip calcolato sulla base dei flussi finanziari prospettici attesi opportunamente attualizzati, v) gli effetti fiscali delle rettifiche sopra esposte e, vi) il beneficio fiscale attualizzato derivante dalle perdite fiscali pregresse residue del Gruppo Tiscali.

Sempre con riferimento a Tiscali, gli Organi Amministrativi hanno applicato il metodo dei multipli di mercato sul multiplo EV/EBITDA 2015 implicito nella capitalizzazione media di Tiscali a sei mesi che è stato confrontato con i multipli di mercato di società operanti nel settore delle telecomunicazioni in Europa.

Con riferimento a Aria, gli Organi Amministrativi hanno applicato il metodo patrimoniale complesso di secondo grado utilizzando, quale riferimento iniziale, il patrimonio netto contabile risultante dalla situazione patrimoniale di Aria al 30 giugno 2015, a cui sono state apportate le rettifiche per tener conto del valore: i) dello spettro di frequenze di proprietà di Aria, ii) della *Customer Relationship*, iii) della posizione finanziaria netta di Aria al 30 giugno 2015 (rettificata per riflettere gli effetti dell'accordo sottoscritto tra ATH e Aria), iv) degli effetti fiscali delle rettifiche sopra esposte e v) del beneficio fiscale attualizzato derivante dalle perdite fiscali pregresse residue di Aria.

Una volta definito il valore di Aria, gli Organi Amministrativi hanno proceduto ad applicare il metodo patrimoniale semplice ad Aria Italia determinando così il suo valore come somma del valore economico del capitale di Aria e dell'ammontare di risorse finanziarie oggetto del *Capital Raise Commitment* sottoscritto da ODEF, al netto della fiscalità sulla plusvalenza latente tra il valore di libro della partecipazione ed il suo valore stimato con il metodo patrimoniale complesso.

Nell'ambito delle valutazioni con il metodo principale, gli Organi Amministrativi hanno svolto le seguenti analisi di sensitività: i) per Tiscali è stato analizzato l'impatto di scenari alternativi, in considerazione dell'andamento del mercato di riferimento, relativi al valore del margine di contribuzione e del costo di sostituzione attribuibile a ciascun cliente, mentre ii) per Aria Italia è stato analizzato l'impatto di ulteriori scenari in merito alla valorizzazione dello spettro di proprietà nonché della *Customer Relationship*.

Con riferimento a Aria Italia, gli Organi Amministrativi hanno proceduto ad applicare il metodo dei multipli di mercato nella determinazione del valore di Aria utilizzando i multipli di mercato di società operanti nel settore di fornitura di servizi internet *wireless* nel mondo, ai quali è stato applicato uno sconto per riflettere la situazione di non equilibrio economico-finanziario in cui attualmente si trova la società. Una volta definito il valore di Aria, gli Organi Amministrativi hanno proceduto a definire il valore di Aria Italia come somma del valore economico del capitale di Aria e dell'ammontare di risorse finanziarie oggetto del *Capital Raise Commitment* sottoscritto da ODEF.

La valutazione ottenuta dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche sulla base delle indicazioni del proprio *advisor*, ha portato alla seguente tabella riassuntiva dei principali dati valutativi, dove il Rapporto di Cambio di n. 50 azioni ordinarie di Tiscali per n. 3 azioni ordinarie di Aria Italia ricade all'interno dell'intervallo desumibile da tale valutazione:

Metodo del patrimonio complesso

	Tiscali		Aria Italia	
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
Valori per azione (Euro)	0,087	0,103	1,317	1,899
	Rapporto			
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>		
Rapporto di Cambio	15,06x	18,51x		

Metodo di controllo (multipli di mercato)

	Tiscali		Aria Italia	
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
Valori per azione (Euro)	0,049	0,062	0,748	1,119
	Rapporto			
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>		
Rapporto di Cambio	15,22x	18,14x		

La valutazione ottenuta dall'Amministratore Unico di Aria Italia ha portato alla seguente tabella riassuntiva dei principali dati valutativi, dove il Rapporto di Cambio di n. 50 azioni ordinarie di Tiscali per n. 3 azioni ordinarie di Aria Italia ricade all'interno dell'intervallo desumibile da tale valutazione:

Metodo del patrimonio complesso

	Tiscali		Aria Italia	
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
Valori per azione (Euro)	0,087	0,103	1,317	1,899
	Rapporto			
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>		
Rapporto di Cambio	15,06x	18,51x		

Metodo di controllo (multipli di mercato)

	Tiscali		Aria Italia	
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>
Valori per azione (Euro)	0,049	0,062	0,748	1,119
	Rapporto			
	<i>Minimo</i>	<i>Massimo</i>		
Rapporto di Cambio	15,22x	18,14x		

7. Lavoro svolto

7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3

La situazione patrimoniale e finanziaria di Tiscali al 30 giugno 2015, approvata dal Consiglio di Amministrazione il 25 agosto 2015, assunta quale situazione patrimoniale predisposta ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, è stata da noi assoggettata a procedure di revisione contabile limitata nell'ambito dell'attività di revisione contabile limitata sulla relazione finanziaria consolidata di Tiscali al 30 giugno 2015. La nostra relazione sulla relazione finanziaria consolidata di Tiscali al 30 giugno 2015 contiene un richiamo d'informativa circa il permanere di rilevanti incertezze relative ad eventi o circostanze che potrebbero far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Tiscali di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale e in relazione a contenziosi legali.

I bilanci d'esercizio di Tiscali e i bilanci consolidati del Gruppo Tiscali per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014 sono stati da noi assoggettati a revisione contabile e abbiamo emesso le relazioni, rispettivamente, in data 26 giugno 2014 e 20 marzo 2015. Le nostre relazioni contengono

un richiamo d'informativa circa il permanere di incertezze relative ad eventi o circostanze che potrebbero far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Tiscali di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale e in relazione a contenziosi legali.

I bilanci d'esercizio di Aria per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014 sono stati assoggettati a revisione contabile da Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso le relative relazioni, rispettivamente, in data 1° agosto 2014 e 16 luglio 2015. Le relazioni di Deloitte & Touche S.p.A. contengono un richiamo d'informativa circa il permanere di incertezze relative ad eventi o circostanze che potrebbero far sorgere dubbi significativi sulla capacità della società di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.

In relazione al bilancio speciale consolidato al 30 giugno 2015 di Aria redatto ai fini dell'operazione di fusione con Tiscali ed alla situazione patrimoniale di Aria Italia al 24 agosto 2015, approvata dall'Amministratore Unico il 25 agosto 2015, assunta quale situazione patrimoniale predisposta ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, abbiamo svolto limitate procedure di revisione, che sono principalmente consistite in discussioni con la Direzione di Aria e di Aria Italia ed incontri con i revisori di Deloitte & Touche S.p.A., con l'obiettivo di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché in analisi critiche degli ammontari in esse esposti.

Abbiamo inoltre raccolto, anche attraverso discussione con le Direzioni di Tiscali, Aria ed Aria Italia, la documentazione circa le proiezioni economico-patrimoniali di natura gestionale relative al contratto da sottoscrivere tra Tiscali e Consip, nonché la documentazione relativa ai diritti d'uso di frequenze per sistemi BWA per l'offerta di servizi di accesso diretto al pubblico di Aria. Per quanto riguarda le proiezioni economico-patrimoniali di natura gestionale, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di previsione, abbiamo discusso con le Direzioni di Tiscali, Aria ed Aria Italia le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione.

Abbiamo infine raccolto, anche attraverso discussione con le Direzioni di Tiscali, Aria ed Aria Italia, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alle date di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che dalle date di chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

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

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

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Organi Amministrativi di Tiscali e Aria Italia, nonché della *fairness opinion* rilasciata da Borghesi e Associati S.p.A. il 25 agosto 2015 per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Organi Amministrativi nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- analisi della Relazione di Stima ex art. 2343 *ter* del Codice Civile relativa al valore di Aria redatta dal prof. Oriani in data 31 luglio 2015, e della Relazione di Stima relativa al valore di Aria Italia

redatta dal prof. Oriani in data 24 agosto 2015 per determinare i procedimenti seguiti dall'esperto nelle proprie valutazioni di Aria e di Aria Italia;

- sviluppo di analisi di sensitività, ad eventuale integrazione di quelle già sviluppate dagli Amministratori di Tiscali e dall'Amministratore Unico di Aria Italia, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3.;
- verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi;
- incontri con le Direzioni di Tiscali, Aria ed Aria Italia e con i loro consulenti, principalmente con Borghesi e Associati S.p.A. che ha agito in qualità di *advisor* di Tiscali nel contesto dell'Operazione, per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di Tiscali e di Aria Italia, e ottenuto attestazione, che per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione.

Abbiamo quindi svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Organi Amministrativi per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto dell'Operazione nel suo complesso.

Preliminarmente occorre precisare che il metodo patrimoniale complesso di secondo grado, come metodo principale, e il metodo dei multipli di mercato, come metodo di controllo, sono stati applicati su Tiscali e, per quanto riguarda Aria Italia, sul suo principale *asset* operativo, costituito da Aria. Il

valore del capitale economico di Aria Italia è invece stato determinato con un metodo patrimoniale semplice, dove si sommano il *fair value* della partecipazione in Aria (determinato o con metodo patrimoniale complesso o con metodo dei multipli, in omogeneità con Tiscali) e la *cash contribution* per l'importo di Euro 42,4 milioni. Riteniamo che il passaggio al metodo patrimoniale semplice rappresenti un mero tecnicismo valutativo che non inficia nella sostanza il requisito di omogeneità dei metodi applicati sugli asset rilevanti ai fini del rapporto di cambio, ovvero Tiscali e la partecipazione in Aria interamente detenuta da Aria Italia.

Con riferimento al metodo di valutazione principale adottato, rappresentato dal metodo patrimoniale complesso di secondo grado, si osserva che in un'ottica teorica di "*break up*", tale metodologia di determinazione del valore del capitale economico è idonea a esprimere il valore dei beni immateriali delle società oggetto di valutazione. Infatti, in un'ottica di "*break up*", non è tecnicamente possibile applicare la metodologia del DCF che, sebbene rappresenti uno dei metodi più diffusi nella prassi professionale valutativa italiana e internazionale per la valutazione di aziende, risulta tipicamente applicabile in presenza di un piano economico-patrimoniale prospettico *stand-alone*, in ipotesi di continuità aziendale e sostenibilità finanziaria.

Con riferimento al processo di valutazione adottato dagli Organi Amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione si osserva quanto segue:

- lo stesso appare adeguato nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- l'approccio metodologico adottato dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche con il supporto del proprio *advisor*, e dall'Amministratore Unico di Aria Italia, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- l'applicazione di più di un metodo di valutazione (attraverso il metodo di controllo in aggiunta al metodo principale) ha consentito di allargare il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo della metodologia di controllo basata sul metodo dei multipli di mercato si ritiene che questi siano stati applicati mediante l'applicazione di moltiplicatori significativi e frequentemente adottati nella prassi professionale, quali il fatturato per Aria e l'EBITDA per Tiscali. La scelta circa l'utilizzo del fatturato su Aria, fondamentale meno ricorrente in ambito di applicazione di multipli di mercato, è dovuta al fatto che la società presenta marginalità negative e quindi non utilizzabili nella costruzione dei moltiplicatori di mercato. Per Tiscali è stato utilizzato il multiplo EV/EBITDA 2015 implicito nella capitalizzazione media di Tiscali a sei mesi, confrontato con i multipli di mercato di società operanti nel settore delle telecomunicazioni in Europa e, in particolare, con il multiplo EV/EBITDA 2015 del gruppo Telecom Italia, *incumbent* quotato. Per Aria, sono stati utilizzati multipli di mercato EV/SALES 2015 di società operanti nel settore di fornitura di servizi internet wireless nel mondo, con particolare enfasi su GO Internet S.p.A., *player* italiano quotato. Ai multipli citati è stato applicato uno sconto per riflettere il fatto che Aria non è una società quotata su un mercato regolamentato e che attualmente versa in una situazione di non equilibrio economico-finanziario.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Tiscali e Aria Italia, e/o dalle società controllate né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nella presente Relazione, e sull'assunto che ricorrano le fattispecie ed i presupposti indicati al paragrafo 2.2. della presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali, anche con il supporto del proprio *advisor*, e dall'Amministratore Unico di Aria Italia, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- **n. 50 azioni ordinarie di Tiscali, prive di valore nominale e aventi caratteristiche identiche alle azioni ordinarie Tiscali in circolazione alla data di efficacia della fusione, per ogni n. 3 azioni ordinarie Aria Italia prive di valore nominale.**

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Milano, 28 agosto 2015

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Alberto Caglia
(Socio)