



**BORGHESI  
ASSOCIATI**

Spettabile

TISCALI S.P.A.

Località Sa Illetta SS195 km 2,3

09123 Cagliari

Italia

25 agosto 2015

Alla Cortese Attenzione del Consiglio di Amministrazione

Egregi Signori,

in data 16 luglio 2015, Tiscali S.p.A. ("Tiscali" o la "Società"), Aria Telecom Holdings B.V. ("ATH" o il "Partner") e Otkritie Disciplined Equity Fund SPC ("ODEF") hanno sottoscritto un accordo (l'"Accordo di Fusione") avente per oggetto i termini e le condizioni: (i) di 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) dell'apporto da parte di ODEF di risorse finanziarie ovvero di crediti che saranno utilizzati per ridurre l'esposizione debitoria del Gruppo Tiscali nel contesto del perfezionamento dell'integrazione.

Successivamente alla conclusione dell'Accordo di Fusione e ai fini di quanto ivi previsto: (i) il 24 luglio 2015 ATH ha costituito Aria Italia S.p.A. ("Aria Italia"), a favore della quale in data 24 agosto 2015 ha conferito in natura una partecipazione azionaria rappresentativa dell'intero capitale di Aria; (ii) il 28 luglio 2015 ODEF ha sottoscritto un impegno a sottoscrivere entro il 31 agosto 2015 ("Capital Raise Commitment") un aumento di capitale per cassa di Euro 42,4 milioni circa, che saranno utilizzati per ridurre l'esposizione debitoria del Gruppo Tiscali nel contesto del perfezionamento dell'integrazione.



**BORGHESI  
ASSOCIATI**

In data 25 agosto 2015, il Consiglio di Amministrazione della Società si è riunito per deliberare in merito ad un progetto di fusione per incorporazione ai sensi dell'art. 2501-ter e seguenti del codice civile (la "Fusione" e/o l' "Operazione") di Aria Italia in Tiscali sulla base di un rapporto di cambio che è stato individuato in 50 azioni ordinarie della Società per ogni 3 azioni ordinarie di Aria Italia (il "Rapporto di Concambio"), secondo quanto riportato nel progetto di fusione relativo all'Operazione, approvato in data odierna dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali (il "Progetto di Fusione") cui si rinvia per una puntuale descrizione dell'Operazione.

Nell'ambito dell'Operazione, Tiscali ha conferito a Borghesi e Associati S.p.A. ("Borghesi e Associati" o "BeA") un incarico (l' "Incarico") che prevede, tra l'altro, l'emissione di una *fairness opinion* (il "Parere") a favore del Consiglio di Amministrazione della Società, con riferimento alla congruità da un punto di vista finanziario del Rapporto di Concambio proposto.

Ai fini della presente *fairness opinion*, redatta sulla base delle richieste da Voi formulate, come sopra descritte, abbiamo, tra l'altro:

1. analizzato una serie di informazioni finanziarie e commerciali, relative ad Aria e alla Società, disponibili al pubblico, aggiornate al 30 giugno 2015, da noi ritenute rilevanti;
2. utilizzato, quale base per la nostra valutazione, i singoli business plan predisposti da ciascuna delle Parti, in una prospettiva stand alone;
3. esaminato e fatto affidamento su alcune informazioni, inclusi i dati finanziari previsionali, forniteci dalla Società e da Aria, aggiornate al 24 agosto 2015, relative al business, agli utili, alle attività, alle passività e alle prospettive di Aria e della Società, nonché all'ammontare e alla tempistica dei risparmi nei costi, dell'incremento nei ricavi che dovrebbero derivare dalla Fusione;
4. esaminato i prezzi di mercato delle Azioni della Società prima del 15 luglio 2015, data del comunicato stampa di Tiscali relativo all'Accordo di Fusione, e prima del 24 agosto 2015;
5. esaminato i risultati dell'attività di Aria e della Società aggiornati al 30 giugno 2015, comparandoli, ove possibile, con quelli di altre società quotate, che abbiamo ritenuto rilevanti;
6. partecipato ad alcuni incontri tra i rappresentanti del Partner e quelli della Società e i rispettivi advisor finanziari;
7. analizzato l'Accordo di Fusione approvato il 16 luglio 2015;
8. analizzato il Progetto di Fusione approvato il 25 agosto 2015;
9. analizzato la relazione semestrale di Tiscali al 30 giugno 2015, la situazione economico-patrimoniale di Aria al 30 giugno 2015 e il bilancio speciale di fusione di Aria Italia al 24 agosto 2015, redatto ai fini della operazione di fusione con Tiscali;
10. preso visione del Capital Raise Commitment di ODEF sottoscritto il 28 luglio 2015;



**BORGHESI  
ASSOCIATI**

11. preso visione della Relazione di Stima ex art. 2343-ter del Codice Civile relativa al valore di Aria S.p.A. e della Relazione di Stima relativa al valore di Aria Italia S.p.A.;
12. esaminati quegli ulteriori studi finanziari e analisi e tenuto conto di quegli ulteriori aspetti che abbiamo ritenuto necessari, inclusa la nostra valutazione delle generali condizioni economiche e di mercato.

Non abbiamo svolto alcuna attività indipendente di due diligence su Aria, che rappresenta l'unico asset di proprietà di Aria Italia oggetto di valutazione (essendo la cassa riveniente dall'aumento di capitale oggetto del Capital Raise Commitment di ODEF valutata al suo valore nominale), e la presente fairness opinion deve essere considerata tenendo a mente questa circostanza. In ogni caso, la presente fairness opinion, in coerenza con i termini e le condizioni del nostro incarico, non fornisce alcuna valutazione degli aspetti contabili, fiscali, legali o regolamentari della Fusione.

Nella predisposizione della presente fairness opinion, abbiamo assunto e fatto affidamento sul fatto che le informazioni che ci sono state fornite o che sono state altrimenti messe a nostra disposizione ovvero che abbiamo discusso o esaminato (o fatto esaminare) o che, comunque, erano disponibili al pubblico in data odierna, fossero complete, veritiere ed accurate in ogni aspetto. Non abbiamo, pertanto, assunto alcun obbligo di verificarne, in maniera indipendente, l'esattezza e non abbiamo, con il Vostro consenso, eseguito alcuna valutazione delle attività e delle passività della Società o di Aria Italia, né abbiamo valutato la solvibilità o il fair value della Società o di Aria Italia alla luce delle applicabili disposizioni in materia di insolvenza, procedure concorsuali e simili. Inoltre, non abbiamo assunto alcun obbligo di ispezionare le proprietà di Aria Italia o della Società.

Con riferimento alle sinergie attese e ai dati finanziari previsionali che sono stati forniti ovvero discussi con noi dal management del Partner o della Società, abbiamo agito sul presupposto che gli stessi siano stati formulati secondo criteri di ragionevolezza, e che riflettano le migliori stime e valutazioni ad oggi a disposizione del management del Partner e della Società con riferimento sia alle performance finanziarie future di Aria ovvero della Società sia alle sinergie attese.

La presente fairness opinion è predisposta sull'assunto che la Fusione sia perfezionata ai termini e alle condizioni di cui al Progetto di Fusione.

La presente fairness opinion è necessariamente basata sulle condizioni di mercato, regolamentari e dell'economia in generale, così come oggi si presentano e possono essere valutate, nonché sulle informazioni messe a nostra disposizione alla data odierna. Eventi che si verificano od operazioni che siano perfezionate successivamente alla data odierna potrebbero incidere sulle conclusioni della presente fairness opinion e sulle ipotesi utilizzate per elaborarla. Non ci è stato richiesto né abbiamo assunto alcun obbligo di

aggiornare o rivedere la presente fairness opinion tenendo in considerazione tali eventi o operazioni.

Ai fini della presente fairness opinion alla data odierna, abbiamo effettuato le nostre valutazioni sull'assunto che l'ottenimento delle autorizzazioni governative, regolamentari o di altro tipo (contrattuali, societarie o di altra natura) necessarie al perfezionamento della Fusione non comporti alcuna limitazione o restrizione (incluse quelle connesse ad eventuali richieste di dismissioni o modificazioni), che abbia un impatto negativo sui benefici attesi dalla Fusione.

Agiamo in qualità di advisor finanziario della Società in relazione alla Fusione e, a fronte dell'attività prestata, riceveremo dalla Società un compenso il cui pagamento è subordinato, in misura significativa, al perfezionamento della Fusione. Inoltre, la Società si è obbligata a tenerci indenni da alcune responsabilità che potrebbero derivare dallo svolgimento del nostro incarico. In passato, abbiamo prestato la nostra consulenza in materia finanziaria a favore della Società e/o di loro società controllate e potremmo prestare tale consulenza anche in futuro e, a fronte di tali attività, abbiamo ricevuto, e potremmo ricevere in futuro, dei compensi, ivi compresi quelli dovuti in relazione agli incarichi di cui sopra.

Le metodologie e i criteri da noi applicati per la predisposizione della presente fairness opinion potrebbero, in tutto o in parte, differire da, ovvero, comunque, condurre a risultati diversi da quelli ottenuti applicando altre metodologie utilizzate dai revisori contabili indipendenti o dagli esperti che sono stati o potrebbero essere incaricati, in conformità alle applicabili norme di legge e regolamentari, di effettuare simili valutazioni, con riferimento alla Fusione e alle valutazioni in merito al Rapporto di Concambio, nonché con riferimento a qualunque operazione, presente, passata o futura, che coinvolga Aria Italia.

La presente fairness opinion viene formulata esclusivamente a beneficio del, e per essere utilizzata dal, Consiglio di Amministrazione della Società, ai fini della valutazione della Fusione e non potrà essere utilizzata a nessun altro scopo né da alcun altro soggetto né organo della Società. La presente fairness opinion non è idonea né è diretta a creare affidamenti o a conferire diritti o azioni di alcun genere a dipendenti, creditori, azionisti o altri detentori di strumenti finanziari di partecipazione della Società, di Aria Italia o di qualsiasi altro soggetto (incluse le competenti autorità). In nessun caso la presente fairness opinion potrà essere oggetto di comunicazione o essere riprodotta, diffusa, citata, riassunta o oggetto di riferimenti, in tutto o in parte, in qualsiasi momento, in qualsivoglia modo e per qualsivoglia motivo, né la Società e le sue società controllate o collegate potranno fare pubblicamente riferimento a BeA, senza il nostro preventivo consenso.

La presente fairness opinion non ha ad oggetto il merito delle determinazioni della Società sulla Fusione e non contiene alcuna raccomandazione ai titolari delle azioni della Società



**BORGHESI  
ASSOCIATI**

sul voto che essi dovranno esprimere in relazione alla Fusione e su qualunque aspetto alla stessa collegato. Non esprimiamo alcuna valutazione in merito al prezzo a cui le azioni della Società saranno scambiate sui mercati a seguito dell'annuncio o del perfezionamento della Fusione.

Sulla base di quanto sopra, è nostra opinione che, alla data della presente, il Rapporto di Concambio debba ritenersi congruo, sotto il profilo finanziario, per la Società.

Borghesi e Associati S.p.A.

Dr. Arnaldo Borghesi  
Presidente