

TISCALI S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMI QUINTO E SESTO, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMI, QUINTO E SESTO, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Agli Azionisti della
Tiscali S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di delega al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, commi quinto e sesto del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (nel seguito anche "TUIF"), abbiamo ricevuto dalla Tiscali S.p.A. ("Tiscali" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 15 gennaio 2016 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

Tale proposta di delega prevede il conferimento al Consiglio di Amministrazione della facoltà di aumentare il capitale della Società a pagamento in una o più volte, in via scindibile, a decorrere dal 1° marzo 2018 e fino al 30 marzo 2018, mediante emissione di complessive massime 250.000.000 azioni ordinarie senza valore nominale, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 quinto comma del Codice Civile (l'"Aumento di Capitale"), riservato a Rigensis Bank AS ("Rigensis Bank"). La proposta dell'Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata in unica convocazione per il giorno 16 febbraio 2016.

L'Aumento di Capitale è riservato a Rigensis Bank e si inserisce in un più ampio progetto di riorganizzazione societaria secondo le modalità di seguito illustrate.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di Tiscali si è avvalso dell'attività di supporto di Borghesi & Associati, in qualità di Advisor esterno (l'"Advisor"). L'Advisor ha provveduto ad emettere, in data 15 gennaio 2016, un documento finalizzato a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sociale di Tiscali, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione.

Nella nostra qualità di società di revisione, incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio di Tiscali, ci è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, commi quinto e sesto, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Tiscali.

2. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

3. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Sintesi dell'operazione

Nel contesto degli accordi relativi all'operazione di fusione e anteriormente all'esecuzione della medesima, era previsto che Aria S.p.A. ("Aria") venisse a essere titolare di una porzione dell'indebitamento di Aria Telecom Holdings B.V. ("ATH", a sua volta dapprima controllante diretta di Aria e successivamente Socio di Aria Italia S.p.A.) nei confronti di "Bank Otkritie Financial Corporation" (Public Joint-Stock Company) e che detto indebitamento potesse essere convertito in azioni ordinarie Tiscali, nonché, in secondo luogo, che tra l'approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea della Società (avvenuta il 29 settembre 2015) e la data di efficacia della fusione per incorporazione di Aria Italia S.p.A. ("Aria Italia") in Tiscali, il gruppo di appartenenza della società incorporata - proprio in vista della predetta operazione e in esecuzione dei citati accordi sottostanti la medesima - ha dato luogo a un'articolata manovra finanziaria.

Più in particolare, e rinviando per maggiori dettagli al documento informativo equivalente reso pubblico in relazione alla medesima fusione il 23 dicembre 2015 (cfr. par. 3.1.(B).8), si segnala che, in esecuzione di detta manovra, fra l'altro:

- Aria Telecom Holdings B.V. ("ATH", socio di Aria Italia) ha ceduto a favore di Aria Italia quota parte, pari a Euro 10,6 milioni circa, del credito vantato nei confronti di Aria (a sua volta interamente posseduta da Aria Italia) per complessivi Euro 25,6 milioni circa;
- ATH ha rinunciato al credito nei confronti di Aria Italia relativo al corrispettivo dovuto da quest'ultima a fronte della predetta cessione;
- Aria Italia ha rinunciato al credito ceduto, liberando quindi Aria dall'obbligo di restituzione dell'importo di Euro 10,6 milioni circa, che è stato conseguentemente imputato a riserva straordinaria di patrimonio netto;
- ATH ha effettuato un versamento a titolo di "costituzione di riserva sovrapprezzo" a favore di Aria Italia per l'importo di Euro 4,3 milioni;
- Aria Italia ha effettuato, a sua volta, un versamento a titolo di "costituzione di riserva straordinaria" a favore di Aria per il medesimo importo di Euro 4,3 milioni;

- Aria ha proceduto all'estinzione dell'esposizione debitoria residua verso ATH (pari a Euro 15 milioni), attraverso l'utilizzo dei fondi rivenienti dal finanziamento oggetto di un contratto sottoscritto con Rigensis Bank il 22 ottobre 2015 e successivamente integrato con accordo in data 16 dicembre 2015. ATH, a sua volta, ha utilizzato detti fondi per rimborsare l'esposizione debitoria prima in essere nei confronti di Bank Otkritie Financial Corporation.

Con riferimento a tale ultimo contratto - del pari descritto in maggior dettaglio nel citato par. 3.1.(B).8 del documento informativo equivalente di cui sopra - si segnala che esso prevede, fra l'altro:

- la messa a disposizione da parte di Rigensis Bank e a favore di Aria di un finanziamento fruttifero per l'importo di Euro 15 milioni, con tasso di interesse pari al 9% annuo, pagamento semestrale degli interessi e rimborso in un'unica soluzione il 30 marzo 2018;
- che le obbligazioni di pagamento di Aria siano garantite da pegno sulle azioni rappresentati e dell'intero capitale di Aria;
- il divieto in capo ad Aria di ricevere prestiti o incorrere in qualsivoglia indebitamento, concedere garanzie o manleve, costituire vincoli sui propri beni mobili e immobili, mezzi finanziari o attività, a meno che il valore di tali operazioni sia inferiore a Euro 1 milione, o tale operazione sia stata effettuata prima della data di firma del contratto;
- il divieto per Aria di concludere operazioni di fusione, scissione, consolidamento, liquidazione o ristrutturazione della società (diverse dalla fusione appena conclusa);
- obblighi di rimborso anticipato nelle seguenti ipotesi: (i) Aria cessi di essere una società detenuta al 100% da Tiscali; (ii) inadempimento a una delle obbligazioni di cui agli accordi di ristrutturazione in essere con i finanziatori senior del Gruppo Tiscali che comporti il rimborso immediato del finanziamento oggetto dei medesimi; (iii) ritardo, da parte di Aria, nell'effettuare i pagamenti di cui al contratto; (iv) Aria sia insolvente, sospenda i pagamenti ai propri creditori o dichiari la propria intenzione di sospendere detti pagamenti; (v) revoca e/o sospensione delle licenze di Aria; (vi) cessazione, da parte di Aria, della propria attività o di una parte sostanziale della stessa; (vii) violazione da parte di Aria degli impegni di cui sopra;
- la possibilità di cedere i crediti oggetto del finanziamento secondo la prassi di mercato;
- in caso di mancato rimborso integrale del Finanziamento Rigensis alla scadenza del 30 marzo 2018, l'indebitamento residuo possa essere convertito in azioni ordinarie Tiscali al valore già concordato di Euro 0,06 per azione; in tale ipotesi la conversione potrà avvenire a opzione del Gruppo Tiscali;
- laddove invece, dovesse verificarsi un'ipotesi di rimborso anticipato obbligatorio e Aria non disponesse dei mezzi finanziari per farvi fronte, Rigensis Bank avrà l'opzione di convertire i propri crediti in azioni ordinarie Tiscali al medesimo valore già concordato di Euro 0,06 per azione.

Criteria utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni

Gli Amministratori, ai fini dell'individuazione del criterio per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni, hanno analizzato i metodi di valutazione che vengono comunemente seguiti per operazioni analoghe, tenendo conto altresì delle applicabili disposizioni del Codice Civile.

In particolare, gli Amministratori, anche alla luce delle risultanze emerse dallo studio valutativo effettuato dall'Advisor Borghesi & Associati, hanno determinato il prezzo di emissione delle Azioni a servizio della possibile conversione del debito di Rigensis Bank in *equity* sulla base della libera negoziazione delle parti, in coerenza con la valorizzazione attribuita al Gruppo Tiscali in sede di fusione di Aria Italia. Tale valorizzazione era già dipesa dall'andamento dei corsi azionari del titolo

Tiscali, ponderati per i volumi, su orizzonti temporali non inferiori ai 6 mesi a partire sia dalla data di annuncio e sia dalla data di approvazione dell'operazione di fusione di Aria Italia. Anche in tale sede, il prezzo di emissione delle Azioni a servizio della conversione del debito Rigensis Bank è stato determinato utilizzando il metodo dei prezzi di borsa, sulla base della serie storica delle quotazioni del titolo nei 12 mesi antecedenti la data del Consiglio di Amministrazione del 29 dicembre 2015 (quindi analisi delle quotazioni a far data dal 28 dicembre 2015), da cui sono stati estrapolati i dati di prezzo minimo, massimo e medio ponderato osservati in suddetto intervallo temporale. Gli Amministratori hanno individuato nel prezzo medio ponderato del range menzionato, pari ad Euro 0,060, il prezzo di emissione delle Azioni a servizio della possibile conversione del debito Rigensis in *equity*.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che i criteri indicati siano tali da individuare un prezzo di emissione coerente con il valore di mercato.

4. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente.

5. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E LAVORO SVOLTO

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ottenuta, ed in particolare:

- a) la Relazione degli Amministratori avente ad oggetto l'Aumento di Capitale che individua i criteri per la determinazione del valore del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- b) il documento redatto dall'Advisor della Società in merito ai criteri valutativi adottati per la determinazione del valore di emissione delle azioni, a supporto del Consiglio di Amministrazione del 15 gennaio 2016;
- c) l'accordo di Fusione ;
- d) il contratto di finanziamento sottoscritto tra Rigensis Bank AS e Aria S.p.A. il 22 ottobre 2015, così come modificato e integrato il 16 dicembre 2015;
- e) i verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società degli esercizi 2015 e 2016;
- f) i report degli analisti finanziari;
- g) i bilanci di esercizio e consolidato di Tiscali chiusi al 31 dicembre 2014, da noi assoggettati a revisione contabile;
- h) il bilancio consolidato semestrale abbreviato di Tiscali al 30 giugno 2015, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
- i) la relazione finanziaria consolidata di Tiscali al 30 settembre 2015, non assoggettata a revisione contabile;
- j) il bilancio d'esercizio di Aria per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, assoggettato a revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A.;
- k) il bilancio speciale consolidato di Aria al 30 giugno 2015 redatto ai fini dell'operazione di fusione di Tiscali, assoggettato a revisione contabile limitata da parte di Deloitte & Touche S.p.A.;
- l) dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati di Aria per i nove mesi chiusi al 30 settembre 2015, non assoggettati a revisione contabile;

- m) le risultanze degli eventi successivi al 30 giugno 2015 e fino al 21 gennaio 2016 da parte del revisore di Aria;
- n) l'informativa al mercato ai sensi dell'Art. 114 comma 5 D.Lgs N. 58/98, avente ad oggetto i dati della Società e del Gruppo al 30 novembre 2015 pubblicata in data 29 dicembre 2015, non assoggettata a revisione contabile;
- o) lo statuto della Società;
- p) ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Il nostro lavoro ha comportato tra l'altro:

- a) la raccolta, anche attraverso discussione con la Direzione della Società, di informazioni circa gli eventi avvenuti dopo la chiusura del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2015, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- b) la raccolta, anche attraverso discussione con la Direzione di Aria, di informazioni circa gli eventi avvenuti dopo la chiusura del bilancio speciale consolidato di Aria al 30 giugno 2015, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- c) la discussione con la Direzione della Società della situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo al 30 settembre 2015 esposta nella relazione finanziaria consolidata di Tiscali alla medesima data;
- d) l'esame critico dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, considerando ogni elemento ritenuto necessario per accertare che tali metodi fossero ragionevoli, adeguati e tecnicamente idonei, nella specifica circostanza, a determinare i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni;
- e) l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Tiscali per intervalli temporali significativi;
- f) l'effettuazione di ulteriori analisi ritenute necessarie per l'accertamento dell'adeguatezza del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni e della sua applicazione.

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

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un effetto sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

6. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta *"in base"* a tale valore; ciò lascia un margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad

un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Con riferimento a questo parametro è inoltre da notare che, alla data corrente, la Società evidenzia un patrimonio netto consolidato negativo e, pertanto, tale prescrizione non è attualmente applicabile. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli Amministratori libertà di scelta nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

In tale contesto, al fine di assicurare la conformità del procedimento di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni alle previsioni dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione ha privilegiato un criterio di mercato, criterio dei prezzi di borsa, che esprime il valore di un'azienda sulla base della capitalizzazione di borsa attraverso i prezzi dei titoli negoziati sui mercati azionari regolamentati, ipotizzandone un livello di liquidità soddisfacente che conferisca significatività ai corsi azionari.

Sulla base del lavoro svolto, sono emerse le seguenti considerazioni:

- la scelta di utilizzare il metodo dei prezzi di borsa è coerente con lo *status* di emittente quotato su mercati azionari regolamentati appartenente a Tiscali. Inoltre è criterio già utilizzato in passato dagli Amministratori per la valorizzazione di Tiscali in sede di determinazione del rapporto di concambio relativo alla fusione per incorporazione di Aria Italia in Tiscali;
- la scelta degli Amministratori di optare per un orizzonte temporale di 12 mesi di quotazioni per la determinazione di un prezzo medio ponderato di riferimento, in luogo della definizione di un prezzo puntuale, risulta in linea con la prassi di mercato per operazioni di aumento di capitale aventi natura simile nonché con gli orientamenti della dottrina. La scelta di orizzonti di analisi più ampi rispecchia la volontà di sterilizzare possibili effetti distorsivi generati da elevati livelli di volatilità dei corsi azioni in intervalli temporali più ristretti;
- tale metodologia ha rilevanza nel momento in cui i corsi azionari della società analizzata risultino significativi, ovvero il titolo dimostri un livello soddisfacente di liquidità. Allo scopo di verificare la significatività dei corsi azionari della Società, abbiamo effettuato un'analisi di liquidità sul titolo Tiscali sia in termini di volumi sia in termini di valori.

Inoltre, si consideri che la capitalizzazione di borsa media su un orizzonte temporale di 6 mesi anteriori al 29 dicembre 2015 determina un valore inferiore rispetto al prezzo di emissione delle azioni che, pertanto, risulta cautelativo per gli Azionisti di minoranza.

Infine, nell'ambito del più ampio progetto di riorganizzazione del Gruppo Tiscali e della Fusione, si ricorda che l'Assemblea degli Azionisti del 29 settembre 2015 ha deliberato di aumentare il capitale sociale di un importo massimo di Euro 77.024.793 (settantasette milioni ventiquattromila settecentonovantatre), mediante l'emissione di massime n. 1.283.746.550 (un miliardo duecentoottantatre milioni settecentoquarantaseimila cinquecentocinquanta) azioni ordinarie, prive di valore nominale. Il prezzo di emissione delle azioni con riferimento a tale aumento di capitale, pari ad Euro 0,060, risulta, pertanto, allineato al prezzo di emissione delle nuove azioni.

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

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche a riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

senza svolgere verifiche a riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

La proposta di delega al Consiglio di Amministrazione per l'esecuzione dell'Aumento di Capitale, definito il numero massimo di azioni che saranno emesse, indica sia il prezzo di emissione delle suddette azioni, sia il criterio per la determinazione dello stesso.

L'esecuzione dell'Aumento di Capitale sarà demandata al Consiglio di Amministrazione che avrà il compito di dare esecuzione al mandato assembleare. L'ampio arco temporale nel quale l'Aumento di Capitale sociale potrà trovare realizzazione non consente comunque di escludere che, nel caso in cui le considerazioni poste alla base dei criteri adottati dagli Amministratori siano mutate, quanto indicato nella presente relazione in ordine all'adeguatezza dei criteri possa risultare non più applicabile alle date di esecuzione dell'Aumento di Capitale. Infatti, il criterio dei prezzi di borsa potrebbe risultare condizionato da fattori estranei alla società valutata quali, ad esempio, periodi di particolare volatilità dei mercati finanziari, di pressioni speculative o di circostanze anomale, che potrebbero limitare la capacità dei prezzi di mercato di riflettere valutazioni intrinseche.

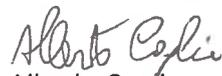
Questo risulta particolarmente attuale in un contesto di mercato che è caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da fenomeni di forte turbolenza; non si può quindi escludere che il perdurare della crisi finanziaria in atto e la sua evoluzione possa condurre a valori di mercato ad oggi non prevedibili ed anche significativamente diversi da quelli attuali.

8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7. riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari ad Euro 0,060, per un numero massimo di 250.000.000 di nuove azioni Tiscali S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Rigensis Bank.

Milano, 22 gennaio 2016

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Alberto Coglia
(Socio)