

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 aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("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 (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 prevede di aumentare il capitale della Società a pagamento in una o più volte, in via scindibile, mediante emissione di complessive massime 251.622.551 azioni ordinarie senza valore nominale, al servizio di massime 251.622.551 opzioni valide per la sottoscrizione di azioni ordinarie della Società da riservare al Presidente della Società Renato Soru quale beneficiario (il "Beneficiario") di un piano di stock option 2015-2019 (il "Piano di Stock Option"), con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 quinto comma del Codice Civile (l'"Aumento di Capitale"). 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 al Beneficiario del Piano di Stock Option 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 dell'Aumento di Capitale di Tiscali, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella Relazione degli Amministratori.

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 dell'operazione di aggregazione tra le attività della Società e il Gruppo Aria realizzata attraverso la fusione per incorporazione di Aria Italia S.p.A. in Tiscali S.p.A. (la "Fusione") con efficacia a decorrere dal 24 dicembre 2015, i soci di riferimento del Gruppo Tiscali e del Gruppo Aria, hanno sottoscritto, in data 25 settembre 2015, un accordo recante pattuizioni parasociali rilevanti ex art. 122 del TUF (il "Patto Parasociale") il quale contiene, tra l'altro, previsioni relative all'adozione di un piano di incentivazione da parte della società risultante dalla Fusione ed, in particolare, all'adozione del Piano di Stock Option nei confronti del Beneficiario da attuarsi mediante assegnazione gratuita di opzioni (le "Opzioni") valide per la sottoscrizione di azioni ordinarie della Società di nuova emissione (le "Azioni").

In particolare, come previsto nell'allegato 2.2(b) del Patto Parasociale, sono oggetto del Piano di Stock Option un numero massimo di opzioni rappresentanti l'8% del capitale sociale della Società post-fusione valide per la sottoscrizione di massime n. 251.622.551 azioni ordinarie Tiscali, nel rapporto di n. 1 azione ordinaria ogni n. 1 opzione. Le opzioni assegnate saranno esercitabili da parte del Beneficiario in tre *tranche*. Il Piano di Stock-Option ha durata sino al 24 giugno 2019, data di scadenza per l'esercizio della terza *tranche*.

I prezzi di emissione delle Azioni della Società oggetto dell'Aumento di Capitale e, conseguentemente, i prezzi di esercizio delle Opzioni, saranno pari a:

- per la prima *tranche* di Opzioni ("Prima Tranche"), costituita da n. 157.264.095 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di azioni ordinarie Tiscali, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2016 e il 24 dicembre 2018, un prezzo unitario per azione di Euro 0,060;
- per la seconda *tranche* di Opzioni ("Seconda Tranche"), costituita da n. 47.179.228 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di azioni ordinarie Tiscali, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2017 e il 24 dicembre 2018, a un prezzo unitario per azione di Euro 0,069;

- per la terza *tranche* di Opzioni (“Terza Tranche”), costituita da n. 47.179.228 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di azioni ordinarie Tiscali, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2018 e il 24 giugno 2019, a un prezzo unitario per azione di Euro 0,078.

Gli Amministratori segnalano che, sino alla data del 30 settembre 2017 (o comunque fino all'integrale rimborso dei finanziamenti oggetto degli accordi di ristrutturazione), le Opzioni non potranno essere esercitate in misura tale da comportare l'emissione di azioni ordinarie della Società per un quantitativo complessivamente superiore al 3% del capitale, salvo che consti il consenso dei seguenti istituti finanziari: BG Select Investments (Ireland) Ltd, SPV Capital Funding Luxembourg S.à.r.l. e Intesa Sanpaolo S.p.A. - London Branch (“Finanziatori Senior”).

Per l'esecuzione del Piano di Stock Option, gli Amministratori propongono di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, entro il termine ultimo del 24 giugno 2019, per un importo di massimi Euro 16.371.192,25 da imputarsi a capitale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi quinto e sesto del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 251.622.551 nuove azioni ordinarie Tiscali prive di indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, da riservare in sottoscrizione al Beneficiario.

Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Tiscali sottoscritto e versato ammonta a Euro 169.076.822,67, suddiviso in complessive n. 3.145.281.893 azioni ordinarie, prive di indicazione del valore nominale. Il numero massimo di azioni ordinarie a servizio del Piano di Stock Option corrisponde a una percentuale pari all'8% del suddetto capitale sottoscritto e versato della Società.

A parere degli Amministratori il Piano di Stock Option rappresenta uno strumento fondamentale al fine di trattenerne una figura chiave della Società, anche ad esito dell'integrazione di due gruppi industriali. Il Consiglio di Amministrazione dunque, in coerenza con le prassi diffuse e consolidate anche in ambito internazionale, nonché in coerenza con le prassi seguite dalla stessa Società in passato, ritiene che il Piano di Stock Option rappresenti, per un soggetto che ha ricoperto un ruolo strategico e determinante per il successo della Società e del Gruppo, un continuo incentivo a mantenere adeguati standard gestionali, a migliorare le performance del Gruppo in aderenza agli obiettivi fissati, incrementando altresì la competitività del Gruppo e creando valore per gli azionisti.

Criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni

Gli Amministratori, ai fini dell'individuazione dei criteri 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, per la determinazione del prezzo di esercizio delle Opzioni, visto il buon grado di liquidità dei titoli della Società e i consistenti volumi scambiati, anche alla luce delle risultanze emerse dallo studio valutativo effettuato dall'Advisor, hanno preso a riferimento sia il metodo dei prezzi di borsa delle azioni Tiscali sia il metodo dei multipli di borsa.

Per quanto riguarda il metodo dei prezzi di borsa, gli Amministratori hanno optato per la ricostruzione della serie storica delle quotazioni del titolo nei 12 mesi antecedenti la data del Consiglio di Amministrazione del 29 dicembre 2015, che ha proposto il Piano di Stock Option (quindi quotazioni a far data dal 28 dicembre 2015), e definito un intervallo di quotazioni di riferimento, con indicazione del prezzo minimo, massimo e medio ponderato osservati in suddetto arco temporale.

Per quanto concerne il metodo dei multipli di borsa, gli Amministratori hanno optato per l'utilizzo del multiplo di borsa implicito di Tiscali *Enterprise Value* ("EV") /EBITDA di fine 2016, prima data utile di esercizio delle Opzioni in capo al Beneficiario. Tale multiplo è stato applicato ad un dato medio normale di marginalità operativa prospettica ricavato direttamente dall'aggiornamento del piano industriale di Gruppo 2015-2018 redatto in data 3 novembre 2015, a cui è stata sottratta l'indicazione di posizione finanziaria netta da piano di fine 2016, rettificata, come attestatoci dagli Amministratori, per tenere conto (i) degli effetti della possibile conversione in *equity* del debito verso Rigensis Bank AS e (ii) della cassa rinveniente dall'ipotesi di sottoscrizione integrale dell'aumento di capitale riservato al Beneficiario. L'*equity value* così ottenuto è stato rapportato al numero di azioni di Tiscali al 31 dicembre 2015, a cui è stata aggiunta la totalità di azioni Tiscali emesse sia a servizio del Piano di Stock Option sia a servizio della conversione del debito verso Rigensis Bank AS.

Il valore mediano derivante dalle risultanze dei due metodi sopradescritti supporta un prezzo finale di 0,065 Euro per azione in linea con la media ponderata dei prezzi di esercizio delle tre *tranches* del Piano di Stock Option; inoltre, l'incremento del prezzo di esercizio delle tre *tranches* evidenzia le caratteristiche incentivanti del Piano di Stock Option.

Si segnala che la convocazione dell'Assemblea Straordinaria del 16 febbraio 2016 include la proposta di approvazione di delega al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 secondo comma del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale a pagamento, in una o più *tranches*, 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, riservato a Rigensis Bank AS ovvero a quei soggetti che al momento dell'esecuzione del suddetto risultassero titolari dei crediti nei confronti di Aria S.p.A. di cui al contratto di finanziamento sottoscritto il 22 ottobre 2015 e modificato in data 16 dicembre 2015.

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 dei prezzi di emissione delle nuove azioni;
- b) il Documento Informativo redatto ai sensi dell'art.84-bis del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971/1999, come successivamente modificato ed integrato;
- c) 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;
- d) l'accordo di Fusione;

- e) 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;
- f) i verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società degli esercizi 2015 e 2016;
- g) il verbale del Comitato per la Remunerazione del 15 gennaio 2016;
- h) l'aggiornamento del piano industriale-reforecast 2015-2018 del 3 novembre 2015 che include anche le proiezioni relative al gruppo Aria (il "Piano");
- i) il regolamento del Piano di Stock Option;
- j) la comfort letter sul Piano emessa dal Prof. Tron in data 13 novembre 2015;
- k) la "consent and amendment letter" datata 26 novembre 2015 da parte degli istituti finanziatori;
- l) i report degli analisti finanziari;
- m) i bilanci di esercizio e consolidato di Tiscali chiusi al 31 dicembre 2014, da noi assoggettati a revisione contabile;
- n) il bilancio consolidato semestrale abbreviato di Tiscali al 30 giugno 2015, da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
- o) la relazione finanziaria consolidata di Tiscali al 30 settembre 2015, non assoggettata a revisione contabile;
- p) 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.;
- q) 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.;
- r) dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati di Aria per i nove mesi chiusi al 30 settembre 2015, non assoggettati a revisione contabile;
- s) le risultanze degli eventi successivi al 30 giugno 2015 e fino al 21 gennaio 2016 da parte del revisore di Aria;
- t) l'informativa al mercato ai sensi dell'Art. 114 quinto comma 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;
- u) lo statuto della Società;
- v) 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 l'utilizzo di due criteri di mercato, ovvero il criterio delle quotazioni 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, e il criterio dei multipli di borsa, che si fonda sul principio di trasferimento delle aspettative di crescita/decrecita dei fondamentali economico-patrimoniali di una società sui corsi azionari del soggetto emittente.

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

Con riferimento al metodo dei prezzi di borsa:

- la scelta di utilizzare tale criterio di mercato 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 S.p.A. in Tiscali;
- la scelta degli Amministratori di optare per un orizzonte temporale di 12 mesi per la determinazione di un *range* di prezzi ponderati (minimo, massimo e medio), 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 ragione sottostante la scelta di orizzonti di analisi più ampi è quella di sterilizzare possibili effetti distorsivi generati da elevati livelli di volatilità dei corsi azionari 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.

Con riferimento al metodo dei multipli di borsa:

- rileviamo che il metodo dei multipli di borsa è uno dei metodi di mercato più utilizzati dalla prassi valutativa, che si fonda sul principio di diffusione del valore, ovvero sul principio di trasferimento delle aspettative di crescita/decrecita dei fondamentali economico-patrimoniali degli emittenti sui corsi azionari degli emittenti stessi. In particolare, la scelta di utilizzo del multiplo EV/EBITDA è in linea con la prassi e dottrina valutativa in quanto è multiplo *asset side* che relaziona l'*enterprise value* alla capacità di generazione reddituale di un'azienda;
- la scelta degli Amministratori di non utilizzare un multiplo di mercato di Tiscali, che rapporta l'*enterprise value* (capitalizzazione di borsa + posizione finanziaria netta) con l'EBITDA derivante dalle *best estimate* formulate dagli analisti, appare condivisibile in quanto il mercato presenta stime sul dato di EBITDA 2016 sensibilmente disallineate rispetto al dato endogeno formulato dal management della Società;
- la Società ha utilizzato una capitalizzazione di borsa media su un orizzonte temporale di 12 mesi per la determinazione del multiplo implicito Tiscali che risulta coerente con l'orizzonte temporale prescelto per la determinazione del prezzo di emissione sulla base dell'applicazione del metodo dei prezzi di borsa;
- la Società ha inoltre utilizzato un livello medio normale di EBITDA 2015-2018, che ingloba sia dati *pre-closing* sia dati prospettici di piano che appare appropriato in quanto:
 - o rispecchia in maniera sintetica le aspettative endogene di crescita della marginalità societaria su più anni di piano, senza escludere l'impatto dei dati *pre-closing* della Società;
 - o risulta maggiormente coerente con la durata temporale del Piano di Stock Option riservato al Beneficiario. Infatti, durante i tre anni di piano 2016-2018, gli Amministratori hanno ipotizzato il raggiungimento di tre differenti livelli prospettici di EBITDA, che, attraverso l'utilizzo di un concetto di marginalità medio normale, vengono mediamente considerati nella valorizzazione del titolo Tiscali.

Si ritiene condivisibile non utilizzare i multipli EV/EBITDA di società europee operative nei segmenti dell'internet access e della wireless and broadband connection, alla luce di livelli di marginalità non equiparabili a quelli di Tiscali.

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 a servizio della Prima Tranche del Piano di Stock Option.

La scelta degli Amministratori di utilizzare entrambi i metodi per la determinazione del prezzo di emissione dell'Aumento di Capitale a servizio del Piano di Stock Option risulta ragionevole trattandosi di due metodi di mercato che fondano entrambi la determinazione del *fair value* azionario sulla base di prezzi osservabili direttamente sui mercati regolamentati.

Rileviamo, per completezza, che i dati previsionali di EBITDA presentati nel Piano della Società si basano su ipotesi di realizzazione di eventi futuri che includono, tra l'altro, assunzioni ipotetiche relative ad eventi ed azioni sui quali gli Amministratori e il management non possono influire. A causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di suddette assunzioni, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra valori consuntivi e dati previsionali potrebbe essere significativo anche qualora gli eventi e le assunzioni ipotetiche previsti dagli Amministratori e dal management della Società si manifestassero. La responsabilità della determinazione dei dati previsionali e delle ipotesi e degli elementi ad essi posti a base, compete esclusivamente agli Amministratori e al management della Società.

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.

La proposta di Aumento di Capitale formulata dal Consiglio di Amministrazione, definito il numero massimo di azioni che saranno emesse in tre *tranches*, indica sia il prezzo di emissione delle suddette azioni, sia i criteri 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, sia il criterio dei prezzi di borsa, sia il criterio dei multipli di borsa, possono risultare condizionati 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 delle tre *tranches* rispettivamente pari ad Euro 0,060 per un numero di azioni pari a 157.264.095, Euro 0,069 per un numero di azioni pari a 47.179.228 ed Euro 0,078 per un numero di azioni pari a 47.179.228 di Tiscali S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato al Beneficiario.

Milano, 22 gennaio 2016

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Alberto Caglia
(Socio)