

TISCALI S.p.A.

**Relazione della Società di Revisione sulla
corrispondenza al valore di mercato del prezzo
di emissione delle azioni relative all'aumento di
capitale sociale con esclusione del diritto di
opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma,
secondo periodo del Codice Civile**

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CORRISPONDENZA AL VALORE DI MERCATO DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, SECONDO PERIODO DEL CODICE CIVILE

**Agli Azionisti di
TISCALI S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo del Codice Civile di seguito descritta, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali S.p.A. (di seguito, anche "Tiscali" o la "Società") la relazione datata 19 novembre 2007 che illustra detta operazione.

Tale proposta prevede un aumento di capitale per un importo nominale massimo di Euro 21.220.658, mediante emissione di massime n. 42.441.316 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 0,50 cadauna, oltre al sovrapprezzo, con godimento regolare. L'aumento di capitale è riservato alla conversione delle obbligazioni (di seguito, anche le "Obbligazioni") relative al prestito obbligazionario "*Euro 60.000.000 6,75% Convertible Bonds due 2012 exchangeable into ordinary shares of Tiscali S.p.A.*" (di seguito, anche il "Prestito Obbligazionario") che sarà emesso da Tiscali Financial Services S.A., società di diritto lussemburghese interamente controllata da Tiscali (di seguito, anche "Tiscali F.S.", o l'"Emittente"). Le nuove azioni Tiscali destinate al servizio esclusivo della conversione del Prestito Obbligazionario (di seguito, anche le "Azioni di Compendio") saranno pertanto offerte in sottoscrizione a Management & Capitali S.p.A. (di seguito, anche l'"Obbligazionista"), in qualità di portatore delle suddette Obbligazioni, che potrà cedere a terzi i titoli obbligazionari solo previo consenso della Società.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro relazione del 19 novembre 2007 (di seguito, anche la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione"), ove tra l'altro si precisa che "*il Consiglio di Amministrazione, nella valutazione del complesso strumento finanziario oggetto della proposta si è anche avvalso della consulenza di un primario intermediario finanziario indipendente*" (di seguito, anche il "Consulente", cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 10), le motivazioni del proposto aumento di capitale sociale risiedono principalmente nell'esigenza di far acquisire in tempi brevi alla Società mezzi finanziari di carattere durevole che si traducano entro il medio termine in capitale di rischio. Al riguardo, in

data 17 novembre 2007, la Società e Management & Capitali S.p.A. hanno stipulato un contratto denominato *Subscription Agreement*, in virtù del quale l'Obbligazionista si è impegnato a sottoscrivere il Prestito Obbligazionario ad esso riservato e garantito dalla Società per un importo in linea capitale pari ad Euro 60.000.000 (al lordo di spese e commissioni), costituito da n. 12 Obbligazioni di Euro 5.000.000 ciascuna convertibili in azioni Tiscali.

Gli Amministratori precisano che l'emissione del Prestito Obbligazionario avverrà in conformità alle modalità di regolamento del Prestito Obbligazionario stesso, nonché ai termini ed alle condizioni previsti nel *Subscription Agreement* e nel documento denominato "*Terms and conditions of the "Euro 60.000.000 6,75% Convertible Bonds due 2012 exchangeable into ordinary shares of Tiscali S.p.A."*" (di seguito, insieme, anche la "Regolamentazione del Prestito Obbligazionario"), e sarà subordinata all'adozione, da parte dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, della delibera di aumento del capitale sociale al servizio esclusivo della conversione del Prestito Obbligazionario medesimo. La Relazione degli Amministratori evidenzia altresì che il Prestito Obbligazionario è assistito da una garanzia di natura personale prestata dalla Società, per effetto della quale quest'ultima "*assumerà, in solido con l'Emittente, l'obbligo di consegnare le Azioni di Compendio, nonché di effettuare i pagamenti nei casi previsti*" dalla Regolamentazione del Prestito Obbligazionario (cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 8). In proposito, come indicato nella Relazione degli Amministratori, copia del *Subscription Agreement* e del *Trust Deed*, che disciplina, tra l'altro, i termini e le condizioni della richiamata garanzia personale inerente al Prestito Obbligazionario che sarà prestata dalla Società, è custodita in atti della Società.

Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, le Obbligazioni saranno emesse in data di poco successiva alla data dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Tiscali chiamata ad approvare la proposta di aumento di capitale in commento e, comunque, entro il 28 febbraio 2008. La Relazione degli Amministratori riferisce altresì che Tiscali F.S. procederà all'emissione del Prestito Obbligazionario con contestuale prestazione di garanzia da parte della Società e che l'Emittente trasferirà alla Società i fondi derivanti dalla sottoscrizione del suddetto Prestito Obbligazionario in virtù di un accordo di finanziamento infragruppo.

La durata del Prestito Obbligazionario è prevista in cinque anni a partire dalla data dell'Assemblea Straordinaria chiamata ad approvare l'aumento di capitale cui la presente relazione si riferisce. Ai sensi del *Subscription Agreement* le Obbligazioni potranno anche essere rimborsate per cassa, ma solo previo consenso dell'Obbligazionista e nel rispetto dei vincoli e dei limiti contenuti nei contratti relativi all'indebitamento finanziario della Società.

In vista del rimborso del Prestito Obbligazionario mediante assegnazione di azioni Tiscali, gli Amministratori hanno ritenuto di avvalersi della facoltà riconosciuta alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, e recepita dall'art. 5 ("*Capitale sociale ed azioni*") dello Statuto della Società. Gli Amministratori hanno quindi ritenuto di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti di Tiscali una proposta di aumento di capitale scindibile, a pagamento, con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente della Società, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile. Si tratta peraltro di una modalità già utilizzata dalla Società nel giugno 2004, nel maggio 2005 e nel giugno 2006, in occasione di precedenti operazioni di aumento del capitale.

La suddetta proposta sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, convocata per il giorno 19 dicembre 2007 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda e terza convocazione, rispettivamente per i giorni 20 e 21 dicembre 2007.

Ai sensi degli artt. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile e 158 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, anche il "TUF"), esprimiamo nel seguito il nostro parere sulla corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni Tiscali al valore di mercato delle azioni stesse, ovvero, nelle circostanze, sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse.

Al riguardo, il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio Tiscali sarà determinato in applicazione dei criteri indicati nella Regolamentazione del Prestito Obbligazionario, così come illustrati nella Relazione degli Amministratori. Quest'ultima riporta, nei paragrafi da 1.1.6 a 1.1.10, le differenti ipotesi di conversione delle Obbligazioni, a ciascuna delle quali corrisponde un criterio di determinazione del prezzo delle Azioni di Compendio Tiscali (di seguito, insieme, anche le "Ipotesi di Conversione").

In particolare:

(i) Nel caso di conversione anticipata volontaria (di seguito, anche la "Conversione Anticipata Volontaria", esercitabile dall'Obbligazionista in qualsiasi momento a partire dal primo anniversario della data di emissione del Prestito Obbligazionario e fino all'ottavo giorno lavorativo antecedente la scadenza dello stesso – di seguito, anche il "Periodo di Conversione"), il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio sarà determinato sulla base di un duplice criterio. L'Obbligazionista avrà infatti diritto di ricevere:

a) un numero di azioni Tiscali pari al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000) ed il valore (pari ad Euro 2,70) risultante dalla media semplice, maggiorata di un premio di conversione del 12,38%, dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa precedenti la sottoscrizione del *Subscription Agreement* (di seguito, anche il "Rapporto di Conversione Anticipata Volontaria"). In applicazione di tale criterio, l'Obbligazionista riceverà quindi, in caso di conversione integrale delle Obbligazioni, n. 22.222.222 Azioni di Compendio Tiscali secondo un rapporto di conversione di n. 1.851.852 azioni per ogni Obbligazione;

oltre a:

b) un eventuale ulteriore numero di Azioni di Compendio Tiscali sufficienti al rimborso della quota di interessi maturata, ove tale componente del Prestito Obbligazionario non sia stata corrisposta per cassa a scelta dell'Emittente il Prestito Obbligazionario. Tali ulteriori azioni saranno valorizzate sulla base della media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali calcolata nei venti giorni di Borsa precedenti l'esercizio della conversione.

- (ii) Nel caso di conversione a scadenza delle Obbligazioni (di seguito, anche la “Conversione a Scadenza”), l’Obbligazionista riceverà un numero di azioni il cui valore complessivo sia tale da consentire il rimborso alla pari dell’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e degli interessi maturati, ove tale ultima componente del Prestito Obbligazionario non sia stata corrisposta per cassa a scelta dell’Emittente. Il numero delle Azioni di Compendio Tiscali spettanti all’Obbligazionista sarà dunque pari al quoziente del rapporto tra l’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000), oltre gli interessi maturati non corrisposti per cassa, ed il valore risultante dalla media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali nei venti giorni di Borsa precedenti l’ultimo giorno del Periodo di Conversione (di seguito, anche il “Rapporto di Conversione a Scadenza”).

La Relazione degli Amministratori illustra inoltre, al paragrafo 1.1.9, taluni “*Casi particolari di conversione anticipata*”, al ricorrere dei quali l’Obbligazionista riceverà un numero di azioni pari al quoziente del Rapporto di Conversione Anticipata. Qualora il valore complessivo delle Azioni di Compendio non dovesse consentire il rimborso alla pari dell’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e degli interessi maturati, l’Obbligazionista riceverà un numero di azioni calcolato secondo il Rapporto di Conversione a Scadenza.

- (iii) Nella Relazione, il Consiglio di Amministrazione richiama altresì un’ipotesi di conversione anticipata obbligatoria (di seguito, anche la “Conversione Anticipata Obbligatoria”), che si verifica qualora per cinque giorni di Borsa consecutivi la media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali calcolata nei venti giorni di Borsa precedenti risulti uguale o inferiore al quoziente del rapporto tra l’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000), incrementato degli interessi maturati, ed il numero massimo di Azioni di Compendio al servizio della conversione (n. 42.411.316 azioni, di seguito, anche il “Numero Massimo di Azioni di Compendio”). Ciò con la conseguenza che il valore complessivo di tutte le Azioni di Compendio non consentirebbe, nel caso di quoziente inferiore al rapporto sopra indicato, il rimborso alla pari del Prestito Obbligazionario.

In tal caso, in virtù di quanto previsto nel documento denominato “*Terms and conditions of the “Euro 60.000.000 6,75% Convertible Bonds due 2012 exchangeable into ordinary shares of Tiscali S.p.A.”*”, l’Obbligazionista riceverà un numero di azioni pari al quoziente del rapporto tra l’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000), oltre gli interessi maturati, ed il valore risultante dalla media dei prezzi ufficiali dell’azione Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa antecedenti i cinque giorni di Borsa consecutivi che hanno dato luogo all’ipotesi di Conversione Anticipata Obbligatoria (di seguito, anche il “Rapporto di Conversione Anticipata Obbligatoria”). In tal modo, il Prestito Obbligazionario sarà automaticamente convertito nel Numero di Azioni di Compendio non eccedenti il Numero Massimo prima indicato.

- (iv) La Relazione degli Amministratori descrive inoltre la possibilità per l’Emittente, entro la scadenza del secondo anno dalla data di emissione del Prestito Obbligazionario, di rimborsare anticipatamente il suddetto Prestito Obbligazionario, in tutto o in parte, riconoscendo all’Obbligazionista un rendimento composto annuo del 25% calcolato sull’ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (di seguito, anche il “Rimborso Anticipato”).

In tal caso, come specificato nel paragrafo 1.1.10 della Relazione degli Amministratori, l'Obbligazionista riceverà un numero di Azioni di Compendio (che non sarà comunque superiore al Numero Massimo di Azioni di Compendio predeterminato) il cui valore complessivo sia tale da consentire il rimborso alla pari dell'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e il pagamento del rendimento sopra indicato (qualora l'Emittente non abbia scelto di rimborsare per cassa tale componente), pari al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (eventualmente incrementato del rendimento sopra indicato) e la media semplice dei prezzi registrati nei venti giorni di Borsa precedenti la data di esercizio del diritto di rimborso anticipato. Secondo quanto indicato dagli Amministratori nella loro Relazione, tale possibilità di rimborso sarà attivata nell'esclusivo interesse della Società.

2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Come anticipato, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente della Società deve corrispondere al valore di mercato delle azioni stesse e ciò deve essere confermato in apposita relazione della società incaricata della revisione contabile.

Con riferimento al requisito della corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato, così come richiesto dalla norma sopra richiamata, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto, nelle circostanze, di proporre all'Assemblea:

- (i) per l'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, la determinazione di un prezzo puntuale di emissione pari ad Euro 2,70, vale a dire pari alla media dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa antecedenti la sottoscrizione del *Subscription Agreement*, maggiorata di un premio di conversione del 12,38%;
- (ii) per l'ipotesi di Conversione a Scadenza, la determinazione di un criterio, cui il Consiglio stesso dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'aumento di capitale, che tiene conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione e che fa riferimento alla media dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali nei venti giorni di Borsa precedenti l'ultimo giorno del Periodo di Conversione del Prestito Obbligazionario;
- (iii) per l'ipotesi di Conversione Anticipata Obbligatoria, la determinazione di un criterio che tiene conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione e che fa riferimento al valore risultante dalla media dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nei venti giorni di Borsa antecedenti i cinque giorni di Borsa consecutivi durante i quali la media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali calcolata nei venti giorni di Borsa precedenti risulti uguale o inferiore al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario, incrementato degli interessi maturati, ed il Numero Massimo di Azioni di Compendio al servizio della conversione;

- (iv) per l'ipotesi di Rimborso Anticipato, oltre al riconoscimento di un rendimento composto annuo del 25% sull'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario, la determinazione di un criterio che tiene conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale e la sua concreta esecuzione e che fa riferimento alla media dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali registrati nei venti giorni antecedenti la data di esercizio del diritto di rimborso anticipato.

In particolare, come precisato nella Relazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di adottare i medesimi criteri utilizzati nella Regolamentazione del Prestito Obbligazionario per la determinazione del prezzo delle Azioni di Compendio che saranno emesse al servizio della conversione delle Obbligazioni.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, così come illustrate dagli Amministratori nella Relazione, il nostro parere viene espresso, al fine di fornire idonee informazioni agli Azionisti sulla proposta di aumento di capitale in esame, sull'adeguatezza, nelle circostanze, dei criteri proposti dagli Amministratori, in relazione a ciascuna ipotesi di conversione, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse.

La presente relazione indica pertanto i criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze di tali criteri, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che esula dalle finalità dell'attività a noi richiesta.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente dalla Società o per suo tramite, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione datata 19 novembre 2007 per la proposta di aumento di capitale sociale della Società all'Assemblea Straordinaria convocata, in prima convocazione, per il 19 dicembre 2007;
- l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Tiscali registrate sul Nuovo Mercato dall'1 gennaio 2005 al 16 novembre 2007 ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- il *Subscription Agreement* del 17 novembre 2007 tra Tiscali S.p.A. e Management & Capitali S.p.A.;
- il documento denominato "*Terms and conditions of the "Euro 60.000.000 6,75% Convertible Bonds due 2012 exchangeable into ordinary shares of Tiscali S.p.A."*";

- il documento di natura economico-finanziaria, redatto dal Consulente della Società, riguardante l'analisi dei termini e delle condizioni del Prestito Obbligazionario convertibile *unsecured e subordinated* dell'importo nominale pari a Euro 60.000.000,00 (sessantamiliardi);
- la lettera avente ad oggetto “€60,000,000 6.75 per cent. Convertible Bonds due 2012 - Fee Letter” inviata da Management & Capitali S.p.A. a Tiscali in data 17 novembre 2007;
- lo statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- i bilanci d'esercizio e consolidato di Tiscali S.p.A. al 31 dicembre 2005 ed al 31 dicembre 2006, con le relative relazioni di revisione emesse dalla nostra società.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 3 dicembre 2007, che, per quanto a conoscenza della Direzione di Tiscali, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. CRITERI PROPOSTI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

4.1 Premessa

Come sopra anticipato, nell'operazione di aumento di capitale sociale in esame il Consiglio di Amministrazione propone agli Azionisti di pronunciarsi in ordine ai criteri dallo stesso individuati in relazione a ciascuna delle Ipotesi di Conversione, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. A tali criteri il Consiglio di Amministrazione dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'aumento di capitale.

Ciascuno di tali criteri fa riferimento ad una valorizzazione delle azioni Tiscali sulla base di una media semplice dei prezzi ufficiali del titolo nell'arco temporale di venti giorni. Tale orizzonte temporale è collocato in periodi diversi secondo le diverse ipotesi di conversione illustrate nella Relazione.

Al riguardo, gli Amministratori hanno ritenuto che, considerato quanto previsto dall'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, tale modalità di valorizzazione delle azioni consenta di ottenere un prezzo di emissione rappresentativo del valore di mercato delle Azioni di Compendio, esprimendo il prezzo medio di tutte le contrattazioni nell'arco temporale dagli stessi individuato. La Relazione indica che tale scelta risulta in linea con il dettato normativo, che richiama il concetto di “valore” e che consentirebbe dunque, tra i differenti criteri ammissibili, il riferimento ad una media di periodo o ad un valore da eleggersi in considerazione delle differenti caratteristiche della società e delle finalità dell'operazione di aumento di capitale che, nel caso di specie, è funzionale al rimborso del Prestito Obbligazionario.

In effetti, gli Amministratori precisano che il prezzo di emissione delle nuove azioni deve necessariamente tener conto delle peculiarità dell'operazione, che è stata negoziata con un singolo investitore, e delle specifiche caratteristiche della Società, in particolare dell'ampio flottante e degli elevati volumi di contrattazione del titolo, che hanno indotto il Consiglio di Amministrazione ad individuare una media temporale da essi ritenuta sufficientemente ampia da "assorbire" ingiustificate e significative variazioni di prezzo del titolo ed esprimere, al contempo, un prezzo di emissione che corrisponda al "valore di mercato".

4.2 I criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione

Come anticipato, nell'illustrare la metodologia prescelta per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, gli Amministratori preliminarmente rilevano che la formulazione dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile richiama "il valore di mercato" senza fornire al riguardo ulteriori indicazioni, anche temporali, e porta quindi a ritenere ammissibili molteplici criteri, anche fra loro differenti, da stabilirsi anche in funzione delle caratteristiche delle singole operazioni di aumento di capitale.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di doversi riferire ad un dato che, secondo quanto precisato nella Relazione, è allo stato condiviso anche in dottrina, vale a dire al prezzo delle azioni della società emittente espresso nei relativi mercati regolamentati di quotazione.

Nella fattispecie, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di adottare i medesimi criteri di calcolo utilizzati nella Regolamentazione del Prestito Obbligazionario. Tali criteri sono finalizzati alla determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio che saranno consegnate all'Obbligazionista per effetto della conversione delle Obbligazioni nelle varie Ipotesi di Conversione di cui ai paragrafi da 1.1.6 a 1.1.10 della Relazione degli Amministratori. In particolare, il prezzo di emissione sarà così individuato:

(i) nel caso di Conversione Anticipata Volontaria (esercitabile dall'Obbligazionista in qualsiasi momento a partire dal primo anniversario della data di emissione del Prestito Obbligazionario e fino all'ottavo giorno lavorativo antecedente la scadenza dello stesso), il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio sarà determinato sulla base di un duplice criterio. L'Obbligazionista avrà infatti diritto di ricevere:

a) un numero di azioni Tiscali pari al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000) ed il valore (pari ad Euro 2,70) risultante dalla media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali nei venti giorni di Borsa precedenti la sottoscrizione del *Subscription Agreement*, maggiorata di un premio di conversione del 12,38%. In applicazione di tale criterio, l'Obbligazionista riceverà quindi, in caso di conversione integrale delle Obbligazioni, n. 22.222.222 Azioni di Compendio Tiscali secondo un rapporto di conversione di n. 1.851.852 azioni per ogni Obbligazione

oltre a:

b) un eventuale ulteriore numero di azioni Tiscali sufficienti al rimborso della quota di interessi maturata, ove tale componente del Prestito Obbligazionario non sia stata corrisposta per cassa a scelta dell'Emittente il Prestito Obbligazionario. Tali ulteriori azioni saranno valorizzate sulla base della media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali calcolata nei venti giorni di Borsa precedenti l'esercizio della conversione.

- (ii) Nel caso di Conversione a Scadenza, l'Obbligazionista riceverà un numero di azioni il cui valore complessivo sia tale da consentire il rimborso alla pari dell'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e degli interessi maturati, ove tale componente del Prestito Obbligazionario non sia stata corrisposta per cassa a scelta dell'Emittente. Il numero delle azioni Tiscali spettanti all'Obbligazionista sarà pari al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000), oltre gli interessi maturati non corrisposti per cassa ed il valore risultante dalla media semplice dei prezzi delle azioni Tiscali nei venti giorni di Borsa precedenti l'ultimo giorno del Periodo di Conversione.
- (iii) Nel caso di Conversione Anticipata Obbligatoria (che si verifica qualora per cinque giorni di Borsa consecutivi la media semplice dei prezzi del titolo Tiscali calcolati nei venti giorni di Borsa precedenti risulti uguale o inferiore al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario di Euro 60.000.000, incrementato degli interessi maturati, ed il Numero Massimo di Azioni di Compendio), l'Obbligazionista riceverà un numero di azioni pari al quoziente del rapporto tra l'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (Euro 60.000.000), oltre gli interessi maturati, ed il valore risultante dalla media dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa antecedenti i cinque giorni di Borsa consecutivi che hanno dato luogo all'ipotesi di Conversione Anticipata Obbligatoria. In tal modo, il Prestito Obbligazionario sarà automaticamente convertito nel Numero di Azioni di Compendio non eccedenti il Numero Massimo prima indicato.
- (iv) Nel caso di Rimborso Anticipato a scelta dell'Emittente (da esercitarsi, in tutto o in parte, entro la scadenza del secondo anno dalla data di emissione del Prestito Obbligazionario), il numero di Azioni di Compendio (che non sarà comunque superiore al Numero Massimo di Azioni di Compendio predeterminato), il cui valore sarà tale da consentire il rimborso alla pari dell'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e il pagamento di un rendimento composto annuo del 25% (qualora l'Emittente non abbia scelto di rimborsare per cassa tale componente), sarà pari al quoziente del rapporto tra ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario (eventualmente incrementato del rendimento annuo composto) ed il valore risultante dalla media semplice dei prezzi ufficiali del titolo Tiscali dei venti giorni di Borsa precedenti la data di esercizio del diritto di rimborso anticipato.

Gli Amministratori precisano che, secondo quanto previsto dal regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., per "prezzo ufficiale" deve intendersi il prezzo medio ponderato per le relative quantità di tutti i contratti conclusi durante la seduta, eccezion fatta per i contratti eseguiti con la funzione di *cross-order*.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto ragionevole ed in linea con la dottrina sin qui espressasi considerare la media aritmetica dei prezzi ufficiali di Borsa rilevati in un arco temporale che, nelle Ipotesi di Conversione *sub ii)*, *iii)* e *iv)*, è prossimo alla data di emissione delle nuove azioni e, nell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria *sub i)*, è riferito alla data di sottoscrizione del *Subscription Agreement*. Secondo quanto riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto che tale scelta sia coerente con le metodologie di calcolo adottate

nella prassi di mercato nell'ambito di prestiti obbligazionari convertibili e consenta di esprimere un prezzo di emissione rappresentativo di un valore di mercato delle azioni, in considerazione del fatto che esso esprime il prezzo medio di tutte le contrattazioni avvenute in un dato arco temporale.

In particolare, con riferimento all'ipotesi di Conversione a Scadenza, che prevede la consegna di un numero di azioni pari al quoziente del Rapporto di Conversione a Scadenza e valorizzate sulla base della media semplice dei prezzi ufficiali del titolo nei venti giorni di Borsa precedenti l'ultimo giorno del Periodo di Conversione, tale da consentire il rimborso alla pari del Prestito Obbligazionario e degli interessi maturati, gli Amministratori indicano nella loro Relazione che il prezzo di emissione delle nuove azioni (comprensivo di sovrapprezzo), e pertanto il valore di iscrizione dell'aumento di capitale, corrisponderà all'ammontare in linea capitale del Prestito Obbligazionario e degli interessi maturati.

Nell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, gli Amministratori hanno previsto la consegna in favore dell'Obbligazionista di n. 22.222.222 azioni al prezzo (comprensivo di sovrapprezzo) di Euro 2,70, pari alla media semplice, maggiorata di un premio di conversione del 12,38%, dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa precedenti la data di sottoscrizione del *Subscription Agreement*. Il Consiglio di Amministrazione precisa altresì che, in tale ipotesi, il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio, e quindi il valore di iscrizione dell'aumento di capitale, corrisponderà al prezzo di esercizio dell'opzione *call* implicita nelle obbligazioni convertibili, stabilito nella Regolamentazione del Prestito Obbligazionario.

Come precisato nella Relazione degli Amministratori, questi ultimi hanno pertanto ritenuto che, nell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, alla luce delle finalità perseguite con la complessiva operazione realizzata mediante l'emissione del Prestito Obbligazionario e tenuto conto del disposto dell'art. 2441, comma quarto, secondo periodo, del Codice Civile che, come evidenziato in dottrina, introduce un criterio dotato di una certa elasticità in merito alla corrispondenza tra prezzi di emissione e "valore di mercato", il prezzo di emissione delle nuove azioni (comprensivo di sovrapprezzo) possa corrispondere al valore di mercato del titolo Tiscali riferito alla data del *Subscription Agreement* (maggiorato del premio di conversione sopra indicato, con la previsione di un eventuale ulteriore numero di azioni, ove si renda necessario per il pagamento degli interessi maturati, valorizzate sulla base della media semplice dei prezzi ufficiali del titolo registrati nei venti giorni di Borsa precedenti la data di esercizio del diritto di conversione).

In sintesi, gli Amministratori evidenziano che i due principali meccanismi di conversione sopra illustrati, e i due prezzi di emissione delle Azioni di Compendio che ne derivano, sono riconducibili alla medesima logica che presiede al funzionamento del Prestito Obbligazionario, inteso quale strumento che, se da un lato consente alla Società di raccogliere in modo elastico e flessibile risorse finanziarie secondo modalità tipiche dei prestiti obbligazionari convertibili, dall'altro lato permette all'Obbligazionista di perseguire la duplice finalità di remunerazione dell'investimento iniziale e di conseguimento di una partecipazione azionaria nella Società.

Tanto premesso, e al solo fine di consentire una più immediata – ancorché semplificata – raffigurazione dei diversi meccanismi applicabili, i criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio individuati dagli Amministratori in relazione alle diverse Ipotesi di Conversione possono essere così schematicamente rappresentati:

| IPOTESI DI CONVERSIONE | CRITERIO INDIVIDUATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE | | | | |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| | Criterio di riferimento | Orizzonte temporale di riferimento | | | Parametri aggiuntivi |
| | | Ampiezza del periodo di riferimento | Dies a quo per il calcolo del valore medio di mercato nel periodo di riferimento | Commenti | |
| Conversione anticipata volontaria | Media semplice dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nel periodo di riferimento | 20 giorni di Borsa | giorno antecedente la data di sottoscrizione del <i>Subscription Agreement</i> (16 novembre 2007) | Data puntuale già determinata | Premio di conversione del 12,38% |
| Conversione a scadenza | Media semplice dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nel periodo di riferimento | 20 giorni di Borsa | Ultimo giorno del Periodo di Conversione | Data che si colloca in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale | |
| Conversione Anticipata Obbligatoria | Media semplice dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nel periodo di riferimento | 20 giorni di Borsa | Giorno di Borsa antecedente i 5 giorni di Borsa consecutivi che hanno dato luogo alla Conversione Anticipata Obbligatoria | Data che si colloca in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale | |
| Rimborso anticipato | Media semplice dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nel periodo di riferimento | 20 giorni di Borsa | Data di esercizio del Rimborso Anticipato | Data che si colloca in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale | Rendimento composto annuo del 25% |

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione degli Amministratori non vengono indicate difficoltà da questi ultimi incontrate in relazione alla scelta del criterio dagli stessi proposto, di cui al precedente paragrafo 4.

6. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- svolto un esame critico dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali criteri siano tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta dei predetti criteri;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni della Società dall'1 gennaio 2005 al 16 novembre 2007 e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, e volumi medi giornalieri;
- verificato documenti della Società, inerenti alla Regolamentazione del Prestito Obbligazionario, oggetto di definitiva approvazione alla luce della documentazione in bozza precedentemente messa a nostra disposizione dalla Società.

7. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL CRITERIO DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio da offrirsi in sottoscrizione all'Obbligazionista in sede di conversione delle Obbligazioni. Al riguardo, si evidenzia quanto segue:

- L'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi di mercato, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema. Del resto, il riferimento ai corsi di Borsa delle azioni Tiscali adottato dagli Amministratori appare coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al loro valore di mercato, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati.

- Inoltre, la scelta degli Amministratori di far riferimento, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, per ciascuno dei criteri individuati in relazione alle Ipotesi di Conversione, ad una valorizzazione delle azioni Tiscali sulla base della media semplice dei prezzi ufficiali registrati dal titolo in un dato arco temporale di riferimento risulta in linea con la prassi di mercato.
- Nell'ambito delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministrazione a sostegno delle scelte metodologiche dallo stesso effettuate, la Relazione degli Amministratori sottolinea che dette scelte devono essere complessivamente collocate nel contesto unitario dell'operazione sopra ricordata, avuto anche riguardo alle peculiarità della stessa, negoziata con un singolo investitore e finalizzata al reperimento di *“mezzi finanziari durevoli a condizioni di mercato per strumenti della specie, in una congiuntura caratterizzata da una relativa restrizione dell'offerta creditizia”* (cfr. relazione degli Amministratori, pag. 11).
- Con specifico riferimento al criterio di determinazione del prezzo individuato dagli Amministratori nelle ipotesi di Conversione a Scadenza delle Obbligazioni, Conversione Anticipata Obbligatoria e Rimborso Anticipato, gli Amministratori motivano la propria scelta metodologica richiamandosi, tra l'altro, a *“(i) le raccomandazioni del settembre 1999 (cfr. proposta n. 6), concernenti la semplificazione della prima e della seconda direttiva comunitaria sul diritto delle società, del gruppo di lavoro SLIM (Simplification of the Legislation on the Internal Market), avviato dalla Commissione dalla Commissione Europea nel 1998, (ii) la relazione finale del gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario dal titolo “A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe” del novembre 2002 (cfr. pag. 81), nonché (iii) la proposta di direttiva a modifica della direttiva 77/91 CEE della Commissione del settembre 2004 (cfr. pag. 13)”* (cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 17).

In proposito, la scelta degli Amministratori con riguardo all'orizzonte temporale di riferimento per il calcolo della media semplice dei prezzi di Borsa, rappresentato da un periodo di tempo limitato a venti giorni di Borsa e collocato in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale al servizio della conversione, appare conforme all'orientamento dottrinale dominante. Tale scelta, in particolare per società con caratteristiche analoghe a quelle di Tiscali, e quindi ad elevato flottante e con apprezzabili volumi di contrattazione sui titoli, può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni.

- Con riguardo al criterio di determinazione del prezzo individuato dagli Amministratori nell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad un prezzo puntuale già determinato alla data della delibera assembleare di aumento del capitale, sulla base della media aritmetica dei prezzi ufficiali di Borsa delle azioni Tiscali registrati nei venti giorni di Borsa precedenti la data di sottoscrizione del *Subscription Agreement*, maggiorata di un premio di conversione. Ciò, come riferito nella Relazione degli Amministratori, anche alla luce della formulazione dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, che, come da essi indicato, porta gli Amministratori a ritenere ammissibili molteplici criteri, nonché alla luce delle specifiche caratteristiche dell'operazione, che è stata negoziata con un singolo investitore.

Al riguardo, come ricordato già con riferimento alle altre Ipotesi di Conversione, l'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi di mercato, individuati sulla base di un orizzonte temporale limitato a venti giorni di Borsa, appare conforme alla prassi di mercato e all'orientamento dottrinale prevalente in ordine ad operazioni con caratteristiche analoghe a quella in esame e per società con caratteristiche analoghe a quelle di Tiscali. Pertanto, sotto questo profilo, tale scelta può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni.

Peraltro, ferma restando l'elasticità del parametro del valore di mercato, che ha indotto la dottrina prevalente ad intendere con flessibilità il requisito della corrispondenza tra il prezzo di emissione ed il valore di mercato stesso, occorre rilevare che, sempre secondo la medesima dottrina, nel caso di società ad ampio flottante, quale per l'appunto è Tiscali, l'orizzonte temporale di riferimento per la determinazione del prezzo di emissione dovrebbe essere collocato a ridosso dell'esecuzione dell'aumento di capitale (come previsto dagli Amministratori per le altre ipotesi di conversione) e non della mera delibera. Ciò pur in presenza di casi, riscontrati nella prassi, che appaiono in linea con l'impostazione adottata dagli Amministratori nel caso di specie.

Per completezza, si segnala che le ulteriori eventuali azioni emesse in funzione del rimborso della quota di interessi maturati nell'ambito dell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria saranno invece valorizzate con riferimento alla data di esercizio della Conversione Anticipata Volontaria. È pertanto possibile richiamare, in relazione a tale specifica componente, quanto osservato per altre ipotesi di conversione.

- Nella fattispecie, gli Amministratori hanno ritenuto di non applicare alcuno sconto al valore risultante dall'applicazione dei criteri in commento, che avrebbe comportato una riduzione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio, nonostante la dottrina non precluda tale possibilità, confermata in diverse occasioni anche dalla prassi di mercato. Viceversa, sotto questo profilo, con riguardo al criterio relativo all'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, gli Amministratori hanno ritenuto di aggiungere al valore risultante dall'applicazione di detto criterio un premio di maggiorazione (fissato, nell'ambito delle negoziazioni intercorse con l'Obbligazionista, in misura pari al 12,38%), che determina, al verificarsi di detta ipotesi, un incremento del prezzo di emissione delle azioni rispetto a quello che risulterebbe applicando esclusivamente la media semplice dei prezzi ufficiali dell'azione Tiscali nel periodo di riferimento sopra richiamato.

8. LIMITI SPECIFICI ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- i) Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:
 - come indicato anche nella Relazione degli Amministratori, la disciplina di cui all'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile è stata introdotta nel nostro ordinamento nel 2004 e la dottrina disponibile sul tema è ad oggi ancora limitata, con conseguente difficoltà, tra l'altro, nell'interpretazione delle nozioni di "valore di mercato" e di "corrispondenza" a quest'ultimo del prezzo di emissione delle azioni;

- la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione indica i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle suddette azioni in relazione alle differenti Ipotesi di Conversione del Prestito Obbligazionario. Pertanto, la presente relazione ha ad oggetto l'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, dei suddetti criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse;
 - il settore nel quale la Società opera è caratterizzato da un elevato grado di innovazione e competitività; i prezzi espressi nei mercati ufficiali dalle società quotate del settore, infatti, riflettono implicitamente complesse ipotesi di sviluppo del mercato nazionale ed internazionale, attese di nuovi *business* generabili dalla combinazione o convergenza di prodotti e tecnologie ad elevato contenuto innovativo e conseguimento di posizioni di *leadership* di segmento o di nicchia. Anche per effetto di quanto sopra, il titolo Tiscali si caratterizza per un grado di volatilità in linea con quello del settore;
 - gli Amministratori hanno osservato, a pag. 11 della propria Relazione, che gli effetti economico-patrimoniali e finanziari discendenti dall'operazione dipendono nel complesso anche da una pluralità di elementi non conoscibili alla data della Relazione;
 - come riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, la Regolamentazione del Prestito Obbligazionario prevede, *“in linea con la prassi di mercato, determinati meccanismi di aggiustamento del Rapporto di Conversione Anticipata al verificarsi, tra l'altro, di operazioni sul capitale della Società, sulle azioni e di distribuzioni di riserve e di dividendi straordinari”* (cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 6);
 - non sono previsti vincoli di indisponibilità temporale per le Azioni di Compendio destinate all'Obbligazionista, con godimento regolare, con conseguente piena facoltà del sottoscrittore di riallocare le suddette azioni sul mercato; tuttavia, la Relazione indica che nell'alienare le Azioni di Compendio l'Obbligazionista dovrà impiegare modalità tali da minimizzare eventuali impatti negativi sul prezzo di mercato del titolo Tiscali;
 - alla data della presente relazione risulta sottoscritto tra la Società e l'Obbligazionista soltanto il *Subscription Agreement*, mentre il documento denominato *“Terms and conditions of the “Euro 60.000.000 6,75% Convertible Bonds due 2012 exchangeable into ordinary shares of Tiscali S.p.A.”* è stato concordato e siglato allo scopo di identificarne il contenuto e, come da prassi, verrà firmato al momento della emissione del Prestito Obbligazionario insieme agli altri documenti relativi al medesimo Prestito Obbligazionario, che sono ad oggi in corso di finalizzazione tra la Società, l'Obbligazionista e l'Emittente.
- ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:
- secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, contestualmente alla conversione delle Obbligazioni in Azioni di Compendio Tiscali avrà luogo l'estinzione per compensazione tra (i) *“debito della Società nei confronti dell'Obbligazionista assunto con la garanzia”* personale dalla stessa prestata (di cui al paragrafo 1.1.13 della Relazione degli Amministratori) e (ii) *“credito vantato dalla stessa Società nei confronti dell'Obbligazionista relativo alla sottoscrizione delle Azioni di Compendio”* (cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 10);

- come già rilevato, nella Relazione degli Amministratori, a pag. 8, si precisa che, per l'ipotesi di Rimborso Anticipato, i termini concordati tra la Società e l'Obbligazionista prevedono il riconoscimento in favore di quest'ultimo di un rendimento composto annuo pari al 25%;
- come anticipato, e come indicato nella Relazione degli Amministratori, nelle ipotesi di (i) Conversione a Scadenza, (ii) Conversione Anticipata Obbligatoria e (iii) Rimborso Anticipato, l'esecuzione dell'aumento di capitale in oggetto sarà demandata al Consiglio di Amministrazione. In tali ipotesi, il criterio di determinazione del prezzo di emissione adottato dagli Amministratori è legato ai futuri andamenti di mercato registrati in un orizzonte temporale limitato e circoscritto e l'esecuzione della delibera di aumento di capitale farà quindi riferimento ad un valore di mercato delle azioni aggiornato alla data di esecuzione stessa. Quanto sopra, con conseguenti possibili effetti sulla determinazione dei corsi di Borsa e, quindi, del prezzo di emissione delle azioni, connessi all'utilizzo da parte del mercato di tali informazioni.

Peraltro si sottolinea che, in virtù di quanto precisato dagli Amministratori, il prospettato aumento di capitale è funzionale al rimborso del Prestito Obbligazionario e, conseguentemente, nelle ipotesi *sub (i), (ii) e (iii)* sarà emesso un numero di Azioni di Compendio sufficiente al rimborso alla pari del suddetto Prestito Obbligazionario (che, si ricorda, sarà incassato al netto di commissioni pattuite tra la Società e l'Obbligazionista), oltre agli eventuali interessi maturati; il tutto entro il limite massimo di n. 42.441.316 nuove azioni.

iii) Per quanto infine attiene, in particolare, all'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, si segnalano i seguenti aspetti di rilievo e limiti che, conseguentemente, possono derivare dall'applicazione del criterio adottato dagli Amministratori per tale ipotesi di conversione:

- Nella suddetta ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria saranno assegnate all'Obbligazionista Azioni di Compendio nella misura predeterminata di n. 22.222.222 azioni, al prezzo puntuale già prefissato di Euro 2,70, come previsto dal *Subscription Agreement*. In tale ipotesi, gli Amministratori hanno ritenuto che il prezzo di emissione (comprensivo di sovrapprezzo) delle Azioni di Compendio possa quindi corrispondere al valore di mercato delle azioni Tiscali riferito alla data di sottoscrizione del suddetto *Subscription Agreement* (fermo restando che, come già ricordato, le ulteriori eventuali azioni emesse in funzione del rimborso della quota di interessi maturati saranno invece valorizzate con riferimento alla data di esercizio della Conversione Anticipata Volontaria).

Al riguardo, come anticipato nel precedente paragrafo 7. in merito all'adeguatezza dei criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione, ferma restando la flessibilità riconosciuta in dottrina al requisito della corrispondenza tra il prezzo di emissione ed il valore di mercato, nonché la limitata casistica disponibile che consenta adeguati confronti con la prassi, si ricorda come, sempre secondo la medesima dottrina, nel caso di società ad ampio flottante, quale per l'appunto è Tiscali, l'orizzonte temporale di riferimento per la determinazione del prezzo di emissione dovrebbe essere opportunamente collocato a ridosso dell'esecuzione dell'aumento e non della mera delibera di aumento del capitale (come previsto dagli Amministratori per le altre ipotesi di conversione delle Obbligazioni), dovendosi tener conto del periodo intercorrente tra la delibera di aumento del capitale e la sua concreta esecuzione.

- In effetti, nell'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, in presenza di un andamento dei corsi del titolo superiore ad Euro 2,70, il valore delle n. 22.222.222 azioni Tiscali assegnate al rimborso risulterebbe superiore al valore nominale in linea capitale del Prestito Obbligazionario.

Gli Amministratori precisano che, in tal caso, il valore di iscrizione dell'aumento di capitale da eseguirsi al servizio della conversione corrisponderà al prezzo di conversione delle obbligazioni convertibili stabilito dalla Regolamentazione del Prestito Obbligazionario e pari ad Euro 2,70.

Al riguardo, come anticipato, il Consiglio di Amministrazione evidenzia come le scelte dallo stesso effettuate in ordine ai criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio debbano essere complessivamente collocate nel contesto unitario dell'operazione sopra ricordata, avuto anche riguardo alle peculiarità della stessa, che è stata negoziata con un singolo investitore ed è finalizzata al reperimento di *“mezzi finanziari durevoli a condizioni di mercato per strumenti della specie, in una congiuntura caratterizzata da una relativa restrizione dell'offerta creditizia”* (cfr. Relazione degli Amministratori, pag. 11).

Esula in ogni caso dall'oggetto della presente relazione ogni eventuale considerazione, che rimane di competenza degli Azionisti in sede di deliberazione assembleare, in ordine alla scelta del Consiglio di Amministrazione di avvalersi, nelle circostanze, dell'art. 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, anziché della disciplina di cui al successivo quinto comma della medesima norma, che prevede l'esclusione o limitazione del diritto di opzione quando l'interesse della società lo esige.

9. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 8. e avuto riguardo, in particolare, a quanto indicato al precedente paragrafo 8. *iii*) in ordine alle caratteristiche e ai limiti del criterio indicato dagli Amministratori per l'ipotesi di Conversione Anticipata Volontaria, riteniamo che i criteri individuati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nelle diverse Ipotesi di Conversione siano nel loro complesso adeguati, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Fabrizio Fagnola
Socio

Milano, 3 dicembre 2007