

TISCALI SP.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÁ 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 12 maggio 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 via scindibile, mediante emissione di complessive massime 314.528.189 azioni ordinarie senza valore nominale, al servizio di massime 314.528.189 opzioni valide per la sottoscrizione di azioni ordinarie della Società da riservare all'Amministratore Delegato della Società, Riccardo Ruggiero e ad alcuni manager del gruppo facente capo a Tiscali (il "Gruppo Tiscali" o il "Gruppo") quali beneficiari (i "Beneficiari") di un piano di stock option 2016-2021 (il "Piano di Stock Option"), con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441 quinto comma del Codice Civile ("Aumento di Capitale"). La proposta di Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata in unica convocazione per il giorno 16 giugno 2016.

L'Aumento di Capitale è riservato ai Beneficiari del Piano di Stock Option e si inserisce in un più ampio progetto di riorganizzazione societaria secondo le modalità di seguito illustrate.

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 TUIF, 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

3.1 Sintesi dell'operazione

Successivamente all'operazione di aggregazione tra le attività della Società e il gruppo facente capo ad Aria Italia S.p.A. (il "Gruppo Aria") realizzata attraverso la fusione per incorporazione di Aria Italia S.p.A. in Tiscali, in un contesto di rilevanti modifiche organizzative e strategiche, è prevista l'adozione del Piano di Stock Option nei confronti dell'Amministratore Delegato della Società, Riccardo Ruggiero, e di alcuni manager del Gruppo, al fine di incentivare le figure considerate chiave della Società, 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, sono oggetto del Piano di Stock Option un numero massimo di Opzioni rappresentanti il 9,99% del capitale sociale della Società, valide per la sottoscrizione di massime n. 314.528.189 Azioni, nel rapporto di n. 1 Azione ogni n. 1 Opzione.

Le Opzioni assegnate saranno esercitabili da parte dei Beneficiari in tre *tranche*. Il Piano di Stock Option ha durata sino al 24 dicembre 2021, data di scadenza per l'esercizio della terza *tranche*.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie 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. 188.716.915 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di Azioni, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2017 e il 24 dicembre 2019, ad un prezzo unitario per azione di Euro 0,070;
- per la seconda *tranche* di Opzioni ("Seconda Tranche"), costituita da n. 62.905.637 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di Azioni, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2019 e il 24 dicembre 2020, ad un prezzo unitario per azione di Euro 0,0886;
- per la terza *tranche* di Opzioni ("Terza Tranche"), costituita da n. 62.905.637 Opzioni per la sottoscrizione di un pari numero di Azioni, da esercitarsi tra il 24 dicembre 2020 e il 24 dicembre 2021, ad un prezzo unitario per azione di Euro 0,1019.

Gli Amministratori segnalano che, fino all'integrale rimborso dei finanziamenti oggetto degli accordi di ristrutturazione dell'indebitamento del Gruppo Tiscali sottoscritti il 23 dicembre 2014 (e modificati il 26 novembre 2015), 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 (i "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 dicembre 2021, per un importo di massimi Euro 25.193.708 da imputarsi a capitale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi quinto e sesto dell'articolo 2441 del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 314.528.189 nuove azioni ordinarie Tiscali prive di indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, da riservare in sottoscrizione ai Beneficiari.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Tiscali sottoscritto e versato ammonta a Euro 91.200.922,89, 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 al 9,99% del suddetto capitale sottoscritto e versato della Società.

A parere degli Amministratori, il Piano di Stock Option rappresenta uno strumento fondamentale al fine di incentivare le figure chiave della Società in un contesto di rilevanti modifiche organizzative e strategiche conseguenti l'integrazione dei due gruppi industriali. Il Consiglio di Amministrazione dunque, in coerenza con le prassi diffuse e consolidate anche in ambito internazionale, nonché con le prassi seguite dalla stessa Società in passato, ritiene che il Piano di Stock Option costituisca un efficace strumento di incentivazione e di fidelizzazione per i soggetti che ricoprono ruoli chiave al fine di 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.

3.2 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 grado di liquidità dei titoli della Società e l'ammontare dei volumi scambiati, 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 12 maggio che ha proposto il Piano di Stock Option (quindi quotazioni a far data dall'11 maggio 2016), e definito un intervallo di quotazioni di riferimento, con indicazione del prezzo medio ponderato osservato nel suddetto arco temporale.

Per quanto concerne il metodo dei multipli di borsa, gli Amministratori hanno optato per l'utilizzo del multiplo di borsa mediano Enterprise Value ("EV") /EBITDA di fine 2017 di un campione di società comparabili a Tiscali, operative nel settore dell'*internet access* e *wireless communication*, comprensivo anche dell'*incumbent* nazionale Telecom. La scelta di un multiplo di fine 2017 è legata alla prima data utile di esercizio delle Opzioni in capo ai Beneficiari. Tale multiplo è stato applicato al dato di marginalità operativa previsto nel 2017 ricavato direttamente dal piano industriale 2016-2021 del Gruppo approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 25 marzo 2016 (il "Piano 2016-2021"), che, si precisa, non include gli effetti della commessa Consip in quanto, nonostante la firma del contratto quadro con Consip S.p.A. da parte di Tiscali Italia S.p.A. in data 23 maggio 2016, la Società ritiene permangano delle incertezze in merito all'avvio operativo della commessa,

legate ai potenziali ulteriori ricorsi legali da parte dei soggetti non aggiudicatari ed all'esito della fase di collaudo in corso di effettuazione. All'Enterprise Value così ottenuto è stata sottratta l'indicazione di posizione finanziaria netta al 31 marzo 2016.

Entrambi i metodi sono stati applicati in uno scenario *post-money*, ovvero in un contesto che prende in considerazione l'effetto di cassa derivante dalla sottoscrizione totalitaria dell'Aumento di Capitale a servizio del Piano di Stock Option.

Il valore medio derivante dalle risultanze dei due metodi sopradescritti supporta un prezzo finale di Euro 0,080 per azione, in linea con il prezzo medio ponderato 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.

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

3.3 Presupposti

I dati previsionali di EBITDA presentati nel Piano 2016-2021 della Società si basano su ipotesi di realizzazione di eventi futuri che includono, tra l'altro, assunzioni ipotetiche di carattere operativo e finanziario relative ad eventi ed azioni sui quali gli Amministratori e il management non possono influire. In particolare, con riferimento alle assunzioni di carattere finanziario, gli Amministratori confermano di essere in fase avanzata di negoziazione con Banca IMI S.p.A. e Banca Popolare di Milano S.c.a.r.l. per il rifinanziamento dell'indebitamento del Gruppo Tiscali oggetto degli accordi di ristrutturazione sottoscritti il 23 dicembre 2014 (e modificati il 26 novembre 2015) ("Refinancing"); sulla base dello stato di avanzamento della negoziazione gli Amministratori non rilevano profili di criticità con riferimento alla positiva finalizzazione del processo. 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.

In ogni caso, esula dal presente parere qualsiasi valutazione inerente al merito e/o alla probabilità del verificarsi dei predetti presupposti.

4. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione degli Amministratori 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 la proposta di Aumento di Capitale che individua i criteri per la determinazione del valore del prezzo 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 dalla funzione *finance* della Società in merito ai criteri valutativi adottati per la determinazione del valore di emissione delle azioni, a supporto del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data 12 maggio 2016;
- d) i verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Società dell'esercizio 2016 e le bozze dei verbali delle riunioni tenutesi sino alla data di emissione del nostro parere;
- e) il verbale del Comitato per la Remunerazione del 12 maggio 2016;
- f) il Piano 2016-2021 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 25 marzo 2016;
- g) l'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni Tiscali per intervalli temporali significativi precedenti la data di emissione della nostra relazione;
- h) il regolamento del Piano di Stock Option;
- i) la comunicazione da parte della Società ad oggetto la firma del contratto quadro tra Consip S.p.A. e Tiscali Italia S.p.A. in data 24 maggio 2016;
- j) il contratto quadro tra Consip S.p.A. e Tiscali Italia S.p.A. datato 23 maggio 2016;
- k) i report degli analisti finanziari;
- l) i bilanci di esercizio e consolidato di Tiscali chiusi al 31 dicembre 2015, da noi assoggettati a revisione contabile;
- m) il bilancio d'esercizio di Aria S.p.A. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015, assoggettato a revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A.;

- n) i dati economici, patrimoniali e finanziari consolidati del Gruppo Tiscali per i tre mesi chiusi al 31 marzo 2016 forniti dal management e non assoggettati a revisione contabile;
- o) l'informativa resa al mercato ai sensi dell'art. 114 quinto comma del TUIF, avente ad oggetto i dati della Società e del Gruppo al 31 marzo 2016, pubblicata in data 29 aprile 2016;
- p) la *fairness opinion* redatta dal Prof. Marco Gambaro sul Piano 2016-2021 in data 7 aprile 2016;
- q) l'*independent business review* sul Piano 2016-2021 redatta dall'*advisor* industriale Arthur D. Little in data 18 marzo 2016;
- r) il parere sulla sostenibilità del Piano 2016-2021 e della correlata manovra finanziaria della Società a cura del Prof. Alberto Tron, professionista esterno all'uopo incaricato, datato 19 maggio 2016;
- s) lo statuto della Società;
- t) le 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 al 31 dicembre 2015, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- b) la discussione con la Direzione della Società della situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo al 31 marzo 2016;
- c) 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;
- d) l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Tiscali per intervalli temporali significativi;
- e) 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 si tratta del criterio già utilizzato in passato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni relative agli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione riservati a Renato Soru ed a Rigensis Bank AS;
- la scelta degli Amministratori di optare per un orizzonte temporale di 12 mesi per la determinazione di un prezzo medio ponderato, 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;
- rileviamo che la scelta degli Amministratori di utilizzare come parametro valutativo di riferimento un multiplo EV/EBITDA mediano, ricavato da un campione di società quotate operative nel settore dell'*internet access e wireless communication*, comprensivo anche di Telecom, *incumbent* nazionale del mercato TLC, è allineata alla normale prassi applicativa del metodo, alla luce dell'appartenenza di Tiscali al settore sopra citato;

- segnaliamo che la Società ha inoltre utilizzato il multiplo settoriale EV/EBITDA mediano di fine 2017, in quanto allineato alla data di primo esercizio dell'opzione di conversione dei diritti in Azioni riservata ai Beneficiari del Piano di Stock Option (24 dicembre 2017). Per coerenza temporale tale multiplo è stato applicato al dato di EBITDA 2017 di Tiscali come riportato nel Piano 2016-2021 della Società, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 25 marzo 2016;
- per la determinazione dei multipli EV/EBITDA delle società comparabili, la Società ha utilizzato una capitalizzazione di borsa media su un orizzonte temporale di 12 mesi 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.

Inoltre, si consideri che la capitalizzazione di borsa media su un orizzonte temporale di 6 mesi anteriori al 11 maggio 2016 determina un valore inferiore rispetto al prezzo di emissione delle azioni che, pertanto, risulta cautelativo per gli Azionisti di minoranza.

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.

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. e sull'assunto che ricorrano i presupposti indicati al paragrafo 3.3. 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 0,070 per un numero di azioni pari a 188.716.915, Euro 0,0886 per un numero di azioni pari a 62.905.637 ed Euro 0,1019 per un numero di azioni pari a 62.905.637 di Tiscali nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato ai Beneficiari.

Milano, 25 maggio 2016

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Alberto Codia
(Socio)