

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

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

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, qui di seguito descritta, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Tiscali S.p.A. (di seguito, anche "Tiscali ", ovvero la "Società") la relazione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile datata 13 novembre 2017 (di seguito la "Relazione degli Amministratori" o "Relazione"), 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.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto la modifica di alcuni termini e condizioni del prestito obbligazionario convertibile e convertendo non garantito "Tiscali conv 2016-2020", approvato dall'assemblea degli Azionisti del 5 settembre 2016 (il "Prestito Obbligazionario") a seguito della quale si rende necessario incrementare il numero di azioni ordinarie da emettersi a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario dall'importo originariamente previsto di massime 308.333.333 azioni ad un importo di massime n. 530.000.000 azioni ordinarie. Tale aumento è riservato ai possessori dei titoli obbligazionari e, nello specifico, a Rigensis Bank AS ("Rigensis") e ad Otkritie Capital International Limited ("OCIL") (insieme i "Bondholders" che gli Amministratori indicano non essere parti correlate della Società al momento della Operazione).

La proposta del suddetto aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società, fissata in data 14 dicembre 2017.

In riferimento all'operazione descritta ("Operazione"), il Consiglio di Amministrazione della Società ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto e sesto comma, 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 S.p.A. da emettere a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato, come di seguito definito.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, attraverso l'Operazione, gli Amministratori propongono alcune modifiche ai termini e condizioni del regolamento del Prestito Obbligazionario (Regolamento) che comportano, inter alia, una modifica del numero di azioni ordinarie da emettersi a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario dall'importo originale di massime 308.333.333 azioni ad un importo di massime n. 530.000.000 azioni. Nello specifico, tali modifiche prevedono:

- A) l'estensione dal 31 gennaio 2017 al 31 gennaio 2018 del Periodo di Sottoscrizione (come definito nel Regolamento), per la sottoscrizione dell'importo residuo delle obbligazioni non sottoscritte pari ad Euro 1,5 milioni;
- B) la modifica del Prezzo di Conversione (come definito nel Regolamento) da Euro 0,06 al Nuovo Prezzo di Conversione (come definito nella Relazione degli Amministratori);
- C) l'aumento del numero di azioni ordinarie da emettersi per la conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato (il Prestito Obbligazionario ristrutturato a seguito delle modifiche dei termini e condizioni del Regolamento), fino ad un massimo di n. 221.666.667 azioni ordinarie, cosicché il numero totale di azioni disponibili per la conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato passerà, come anticipato, da n. 308.333.333 ad un massimo di n. 530.000.000 azioni ordinarie;
- D) l'introduzione di ogni eventuale ulteriore modifica al Regolamento che si renda necessaria alla luce delle modifiche da A) a C) di cui sopra.

Con riferimento all'Operazione, gli Amministratori riportano nella propria relazione le seguenti motivazioni a supporto della necessità e dell'urgenza della stessa e, in particolare, che:

1. Alla data della Relazione, la Società non aveva adempiuto alla previsione contrattuale inclusa tra i termini e le condizioni del Prestito Obbligazionario che prevedevano, in data 30 settembre 2017, il pagamento degli interessi maturati nel semestre chiuso alla stessa data, ammontanti a circa Euro 595 migliaia. I termini e le condizioni del Prestito Obbligazionario prevedono che, qualora su richiesta dei Bondholders la Società non dovesse essere in grado di eseguire il predetto pagamento entro cinque giorni dalla data di richiesta dello stesso, i Bondholders potrebbero mettere in default la Società obbligandola a procedere al rimborso anticipato per cassa dell'intero ammontare del Prestito Obbligazionario (il "Default") che, al 31 ottobre 2017, è pari a circa Euro 17.700 migliaia. In data 13 ottobre 2017, i Bondholders hanno risposto alla richiesta dell'Emittente di accettare una dilazione massima al 28 novembre per il pagamento degli interessi semestrali scaduti al 30 settembre, accettando la dilazione ma confermando che tale accettazione non pregiudica i diritti loro riservati dal contratto. Nelle more delle altre trattative in corso con il ceto bancario e il Pool Leasing, per i dettagli delle quali si rimanda al paragrafo 1.2 della Relazione, gli Amministratori ritengono di non poter procedere al pagamento di tali interessi senza pregiudicare il buon esito delle suddette trattative. Pertanto, al fine di evitare che i Bondholders procedano alla richiesta di esecuzione del pagamento dell'intero debito e degli interessi - che nel contesto precedentemente indicato potrebbe non avvenire, con rischio di cross-default sui restanti finanziamenti ed aggravamento delle rilevanti incertezze sulla continuità aziendale richiamate nella Relazione - gli Amministratori hanno avviato il processo di rinegoziazione dei termini e delle condizioni del Prestito Obbligazionario. L'Operazione rappresenta l'esito del processo di negoziazione che prevede la modifica dei termini e delle condizioni del Prestito Obbligazionario secondo quanto precedentemente indicato.

2. Da tale negoziazione, gli Amministratori comunicano che sarebbe emersa la volontà da parte dei Bondholders di procedere alla conversione in capitale del Prestito Obbligazionario. Alla luce delle attuali quotazioni di borsa, tuttavia, gli Amministratori indicano di ritenere improbabile che i Bondholders esercitino l'opzione prevista dal Regolamento, il cui esercizio non risulterebbe ad oggi economicamente conveniente.
3. In particolare, gli Amministratori indicano che i termini e le condizioni del Prestito Obbligazionario prevedono la conversione obbligatoria dello stesso in capitale alla scadenza fissata nel 30 settembre 2020. Con riferimento a tale fattispecie, gli Amministratori indicano di ritenere che lo stato di criticità sulla ricorrenza del presupposto della continuità aziendale conseguente alla non possibilità di onorare il pagamento degli interessi entro il 28 novembre precedentemente descritto, e la conseguente necessità di ottenere la conversione del Prestito Obbligazionario prima della sua naturale scadenza, rende improbabile l'ipotesi di conversione del prestito obbligazionario alla sua naturale scadenza.
4. Gli Amministratori indicano quindi di ritenere necessario superare la bassa probabilità di realizzazione delle ipotesi di conversione alla luce delle considerazioni precedentemente riportate, che inducono a ritenere che i vantaggi emergenti dall'ipotetica ristrutturazione del Prestito Obbligazionario siano irrinunciabili ai fini del raggiungimento degli obiettivi del piano industriale e ai fini della riconferma del presupposto della continuità aziendale nell'arco temporale dei prossimi 12 mesi; tali vantaggi sono in particolare rappresentati i) dall'eliminazione del rischio di Default, ii) dal miglioramento del *leverage* finanziario attraverso la riduzione della Posizione Finanziaria Netta e l'incremento del patrimonio netto e iii) dall'eliminazione dell'obbligo al pagamento degli interessi sul Prestito Obbligazionario con rischio di irrigidimento del ceto bancario e del Pool Leasing nella finalizzazione delle negoziazioni richiamate precedentemente.

Alla luce di tali considerazioni, gli Amministratori indicano di ritenere necessaria la modifica delle condizioni originarie del Prestito Obbligazionario al fine di incrementare le probabilità di esercizio del diritto di conversione in capo ai Bondholders anticipato rispetto alla scadenza del Prestito Obbligazionario stesso.

Per valutare la convenienza economica della proposta di modifica del Prestito Obbligazionario, nel contesto del suddetto processo negoziale, gli Amministratori comunicano di avere considerato gli effetti negativi del potenziale Default, quali (i) le riduzioni del valore della capitalizzazione di borsa di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo negli ultimi dieci anni verificatesi successivamente alla comunicazione di mancato rispetto dei *covenants* in prestiti obbligazionari da parte degli emittenti stessi, nonché ii) il costo finanziario del Default, calcolato quale costo di finanziamento incrementale a seguito del peggioramento del merito creditizio della Società, che determinerebbe, pur nelle more dell'incertezza della possibilità di avere accesso al mercato del credito, un aumento degli oneri finanziari non compatibile con le previsioni di piano industriale. A fronte dei citati effetti negativi, gli Amministratori informano di avere considerato i potenziali benefici derivanti dalla Operazione di Ristrutturazione, quali l'aumento della probabilità di esercizio anticipato del diritto di conversione da parte dei Bondholders ed il conseguente venir meno dell'onere per interessi da corrispondere in futuro sul Prestito Obbligazionario Ristrutturato, oltre che il venir meno dei costi finanziari associati alla possibile situazione di Default.

Gli Amministratori - considerate le analisi precedentemente effettuate, che hanno evidenziato, in sintesi (i) il possibile rischio di compromissione della continuità aziendale, ii) la possibile significativa perdita di capitalizzazione a seguito della comunicazione di Default, iii) i già citati costi incrementali del rifinanziamento, iv) la possibile, riduzione degli oneri finanziari futuri, in caso di conversione anticipata - indicano di ritenere che l'Operazione presenti indubbi vantaggi per il Gruppo e per gli azionisti esclusi della Società, tali da far ricorrere, ai sensi dell'art. 2441 quinto comma, i presupposti previsti per l'esclusione del diritto di opzione alla sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale a servizio della conversione del prestito obbligazionario da parte degli azionisti esclusi.

E' da rilevare infine come, nella Relazione degli Amministratori sia indicato che l'incremento del numero delle azioni ordinarie Tiscali in circolazione, all'esito della predetta conversione, comporterà per gli azionisti della Società una diluizione della propria partecipazione, calcolata sul capitale ordinario in circolazione alla data di redazione della Relazione, pari al 13,3% circa. L'ammontare della diluizione risulterebbe pertanto superiore del 5,1% rispetto alla diluizione inizialmente prevista dal Prestito Obbligazionario. Gli Amministratori riportano infine, a titolo informativo, che sulla base del valore medio di borsa riscontrato nei due mesi precedenti l'emissione della relazione stessa, la diluizione totale per gli azionisti di Tiscali sarebbe pari a 11,3%, ovvero superiore del 3,1% della diluizione inizialmente prevista dal Prestito Obbligazionario.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deve corrispondere al valore di mercato delle azioni stesse, e ciò deve essere confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale.

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 non già la determinazione di un prezzo puntuale e "finale" di emissione delle azioni, corrispondente al valore di mercato delle stesse, quanto piuttosto la determinazione di un criterio cui il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'aumento di capitale a servizio del Prestito Obbligazionario e, quindi, all'atto della conversione del Prestito Obbligazionario.

Pertanto, in considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'Operazione sopra delineate, così come riferite nella Relazione degli Amministratori e nel seguito riportate, il nostro parere viene espresso - al fine di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione in ordine alla proposta di aumento di capitale - esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio utilizzato dagli Amministratori per individuare un prezzo di emissione delle azioni che corrisponda al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale stesso.

La presente relazione indica pertanto il criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituita dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza di tale criterio, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato i) una valutazione economica della Società, ii) una valutazione dell'opportunità dell'Operazione per gli azionisti, o iii) una valutazione della ricorrenza del presupposto della continuità aziendale alla data della presente Relazione, che esulano dalle finalità dell'attività a noi richiesta nelle circostanze. In merito alle considerazioni sulla continuità aziendale e sulla valenza dell'Operazione per favorirne i presupposti, gli Amministratori dedicano specifiche considerazioni nella Relazione degli Amministratori che abbiamo precedentemente richiamato e che integrano quelle fornite in merito alla medesima fattispecie nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2017.

4. 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.

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- bozza e versione finale della Relazione degli Amministratori per la proposta di aumento di capitale sociale della Società redatta ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, come successivamente modificato e integrato;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2017 che ha approvato la Relazione degli Amministratori;
- conferma dell'avvenuta cessione da parte di OCIL delle azioni da essa detenute in Tiscali S.p.A.;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Tiscali registrate nel mercato MTA della borsa nei dodici mesi antecedenti la Relazione ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (fonte: Bloomberg);
- andamento dei prezzi di mercato di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo negli ultimi dieci anni verificatesi successivamente alla comunicazione di mancato rispetto dei *covenants* in prestiti obbligazionari da parte degli emittenti stessi (fonte: Bloomberg);
- statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
- bilancio d'esercizio e consolidato della Società al 31 dicembre 2016, assoggettati a revisione contabile dalla società di revisione EY S.p.A. e relative relazioni di revisione emesse in data 8 maggio 2017 che contengono un richiamo d'informativa relativo a dubbi significativi sulla continuità aziendale;
- relazione finanziaria semestrale di Tiscali al 30 giugno 2017, che include un richiamo d'informativa relativo a dubbi significativi sulla continuità aziendale, da noi assoggettata a revisione contabile limitata sulla quale abbiamo emesso la nostra relazione in data 30 settembre 2017;
- informativa al mercato ai sensi dell'Art. 114 comma 5 D.Lgs N. 58/98 sulla situazione al 30 settembre 2017;
- comunicato stampa relativo all'Aumento di Capitale pubblicato il 13 novembre;
- stima effettuata dal management degli oneri finanziari incrementali in ipotesi di Default;
- valutazione del Gruppo effettuata dalla Società con il metodo del Unlevered Discounted Cash Flow ("UDCF") in situazione di continuità aziendale come previsto dal Piano 2017-21;
- analisi di sensitività rispetto al predetto UDCF in ipotesi di peggioramento delle variabili utilizzate ai fini del calcolo dell'Equity Value, conseguenti alcune ipotesi di Default.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 21 novembre 2017 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Tiscali, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

5.1 Premessa

Come sopra anticipato, nell'Operazione il Consiglio di Amministrazione ha proposto agli azionisti di pronunciarsi in ordine ad un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, cui il Consiglio di Amministrazione dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato, e non di stabilire in via definitiva e deliberativa, il relativo prezzo di emissione in modo puntuale e finale.

5.2 Il criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione

Come anticipato nei precedenti paragrafi, l'Operazione comporta alcune modifiche al regolamento del Prestito Obbligazionario, tra cui la modifica del Prezzo di Conversione (come definito nel Regolamento) da Euro 0.06 al Nuovo Prezzo di Conversione (così come definito nella Relazione degli Amministratori). Tale variazione comporta una modifica implicita del prezzo di emissione delle nuove azioni in sede di aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato.

Nell'illustrare la metodologia prescelta per la determinazione del Nuovo Prezzo di Conversione, gli Amministratori hanno preliminarmente rilevato che la formulazione dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma del Codice Civile definisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre".

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione, seguendo quanto richiamato dal Codice Civile, ha fatto riferimento al prezzo delle azioni della Società espresso nei relativi mercati regolamentati di quotazione, citando nella propria relazione quanto indicato dai Principi Italiani di Valutazione ("PIV") in merito all'utilizzo della capitalizzazione di borsa "in presenza di un mercato di borsa efficiente e privo di perturbazioni, ed in assenza di competizione per acquisire il controllo di una società" come migliore approssimazione del valore (di mercato ed intrinseco) di un'azienda.

Nella fattispecie, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di poter individuare il prezzo di emissione delle nuove azioni nella media ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni Tiscali S.p.A. registrati nei due mesi di negoziazioni in borsa, antecedenti la data di esecuzione dell'aumento di capitale.

Al fine di verificare e corroborare le risultanze del metodo dei prezzi di borsa, gli Amministratori hanno proceduto all'applicazione del metodo UDCF in ipotesi di continuità aziendale come previsto dal Piano 2017-21, concludendo che l'Equity Value che ne deriva è sostanzialmente in linea con le attuali quotazioni di mercato.

In aggiunta, come meglio indicato nella Relazione, gli Amministratori hanno verificato la ragionevolezza delle considerazioni effettuate in merito alle significative riduzioni di valore della capitalizzazione di borsa di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo negli ultimi dieci anni verificatesi successivamente alla comunicazione di mancato rispetto di *covenants* in prestiti obbligazionari, sviluppando anche una analisi di sensitività sul tasso di sconto utilizzato nell'ambito del metodo UDCF precedentemente richiamato.

Gli Amministratori hanno inoltre ritenuto che il loro processo valutativo potesse prescindere dall'applicazione di un premio per l'opzione di conversione in considerazione del fatto che l'ingresso nel capitale sociale degli obbligazionisti, tramite un più favorevole prezzo di conversione, rappresenta una condizione essenziale per la salvaguardia del presupposto di continuità aziendale, considerando prevalente l'interesse sotteso all'evitare il Default.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il prezzo di borsa degli ultimi due mesi, proposto agli Azionisti per la loro deliberazione assembleare, risulti (i) adeguato, date le caratteristiche di Tiscali, le caratteristiche specifiche del Prestito Obbligazionario Ristrutturato e la tipologia di Operazione che il Consiglio di Amministrazione intende deliberare e (ii) tale da individuare un prezzo minimo di emissione corrispondente al valore di mercato.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCOstrate DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio dagli stessi proposto, di cui al precedente paragrafo 5.

7. LAVORO SVOLTO

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

- esaminato la documentazione riportata al precedente punto 4.;
- svolto un esame critico del criterio adottato 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 tale criterio fosse tecnicamente idoneo, 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 a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del predetto criterio;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società nei periodi precedenti la delibera e fino alla data di emissione del presente parere e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- effettuato verifiche sulla riduzione della capitalizzazione di mercato di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo riscontrate negli ultimi dieci anni successivamente alla comunicazione di mancato rispetto di *covenants* in prestiti obbligazionari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta del metodo UDCF in ipotesi di continuità aziendale come previsto dal Piano 2017-21 come metodo di controllo utilizzato al fine di verificare e corroborare le risultanze del metodo dei prezzi di borsa;

- verificato la correttezza metodologica della analisi di sensitività sul tasso di sconto utilizzato nell'ambito del metodo UDCF, effettuata dagli Amministratori per verificare la ragionevolezza delle considerazioni effettuate in merito alle significative riduzioni di valore della capitalizzazione di borsa di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo negli ultimi dieci anni, verificatesi successivamente alla comunicazione di mancato rispetto di *covenants* in prestiti obbligazionari;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

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

In primo luogo, con riferimento alla scelta degli Amministratori di sottoporre all'approvazione degli azionisti non già la decisione in ordine ad un prezzo di emissione puntuale, quanto la determinazione di un criterio per la fissazione del prezzo medesimo, come rilevato anche dagli Amministratori, essa risulta in linea con la prassi di mercato ed anche con la dottrina che si è espressa sul punto.

In secondo luogo, nelle circostanze, il riferimento ai corsi di borsa del titolo 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, tale criterio è stato già utilizzato in passato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione di nuove azioni nell'ambito di analoghe operazioni di aumento di capitale.

In particolare, la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata.

Con riguardo all'ampiezza temporale dei prezzi di Borsa da utilizzare come base per il calcolo della media, la scelta degli Amministratori di un periodo di tempo di due mesi di borsa aperta in prossimità dell'esecuzione dell'aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato, appare coerente, anche in questo caso, a quanto consentito dalla dottrina, ed in linea con le recenti prassi adottate in operazioni simili. Inoltre, i prezzi registrati in prossimità dell'esecuzione del citato aumento di capitale, risultano sostanzialmente coerenti anche con le medie ponderate registrate in intervalli temporali più ampi, indicati dalla prassi in tre mesi, oltre che sostanzialmente coerenti con le variazioni dell'ultimo anno. Pertanto, per società caratterizzate da una situazione di mercato analoga a quella di Tiscali, tale scelta può ritenersi ragionevole e non arbitraria al fine di rappresentare il valore di mercato delle azioni.

L'analisi effettuata dagli Amministratori in merito alle significative riduzioni di valore della capitalizzazione di borsa di altri emittenti quotati sia in Italia che nel resto del mondo negli ultimi dieci anni verificatesi successivamente alla comunicazione di mancato rispetto di *covenants* in prestiti obbligazionari, appare coerente con la necessità di individuare un riferimento in relazione alla simulazione del possibile impatto sul prezzo delle azioni Tiscali in presenza di una situazione di default.

La scelta del metodo di controllo dell'Unlevered Discounted Cash Flow (sia nello scenario di continuità che in quello di una possibile situazione di Default) applicato al fine per verificare le risultanze ottenute con il metodo dei prezzi di borsa, conferma che le attività svolte e i criteri utilizzati dagli Amministratori nelle circostanze, risultano in linea con quanto applicato dalla prassi professionale.

Si richiama l'attenzione, infine, sul fatto che l'esecuzione dell'aumento di capitale sarà demandata, all'Amministratore Delegato ed al Presidente del Consiglio di Amministrazione, che avranno il compito di dare esecuzione al mandato conferito loro, individuando il prezzo di emissione delle azioni. Pertanto resta inteso che gli stessi dovranno verificare che il prezzo di riferimento al momento dell'esecuzione non risenta di un andamento anomalo rispetto ai livelli di prezzo medio ponderato recentemente osservati.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI 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:
- la proposta di aumento di capitale sociale formulata dal Consiglio di Amministrazione definisce il numero massimo di azioni che saranno emesse, ma non indica il prezzo di emissione delle suddette azioni, bensì il criterio per la determinazione dello stesso. Pertanto, la presente relazione non ha ad oggetto la corrispondenza del prezzo di emissione delle azioni, ad oggi non ancora definito, al valore di mercato delle stesse, ma l'adeguatezza, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale a servizio del Prestito Obbligazionario Ristrutturato.
 - l'incremento del numero delle azioni ordinarie Tiscali in circolazione, all'esito della predetta conversione, comporterà per gli azionisti dell'Emittente una diluizione della propria partecipazione, calcolata sul capitale ordinario in circolazione alla data di redazione della Relazione degli Amministratori, pari al 13,3% circa (superiore del 5,1% della diluizione inizialmente prevista dal Prestito Obbligazionario). Gli Amministratori riportano altresì che, sulla base del valore medio di borsa riscontrato nei due mesi precedenti l'emissione della relazione stessa, la diluizione totale sarebbe pari a 11,3% (superiore del 3,1% della diluizione inizialmente prevista dal Prestito Obbligazionario). Con riferimento alle percentuali di diluizione e all'indicazione del numero massimo di azioni emettibili, va peraltro rimarcato che, a causa della mancata identificazione di un valore minimo del Nuovo Prezzo di Conversione, nel caso in cui si manifestasse in futuro un'oscillazione del titolo al ribasso tale da portare la media ponderata del valore delle azioni nei due mesi precedenti la data di conversione ad un valore tale da rendere necessaria l'emissione di un numero di azioni maggiore di quello massimo attualmente previsto, pari a 530.000.000 di azioni, gli Amministratori dovranno convocare un'ulteriore Assemblea degli azionisti al fine di proporre all'approvazione degli azionisti l'eventuale emissione di un numero maggiore di azioni.

- occorre rilevare che le valutazioni basate sulle quotazioni di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo, soprattutto in relazione al quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. Tale elemento esogeno risulta particolarmente attuale in un contesto di mercato che è caratterizzato da elevati livelli di incertezza e volatilità, nonché da fenomeni di forte turbolenza. Pertanto, considerato che il prezzo di emissione delle azioni verrà determinato successivamente alla data della presente relazione, non si può escludere che possano intervenire circostanze non prevedibili, con eventuali effetti sul prezzo di emissione, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- ii) Si richiama inoltre l'attenzione sul fatto che gli Amministratori dedicano specifiche considerazioni nella Relazione in merito alle considerazioni sulla continuità aziendale e sulla valenza dell'aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario Ristrutturato. Come già evidenziato, non rientrano nell'oggetto del presente parere nostre valutazioni in ordine alla ragionevolezza delle considerazioni degli Amministratori sul presupposto della continuità aziendale.

10. 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 e, in particolare, al precedente paragrafo 9., riteniamo che le modalità di applicazione del criterio individuato dall'art. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile, siano adeguate, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrarie, ai fini della determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore di mercato delle stesse al momento dell'esecuzione dell'aumento di capitale.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Ernesto Lanzillo
Socio

Milano, 22 novembre 2017