

TESSELLIS

TESSELLIS S.p.A.

Sede legale in Cagliari, località Sa Illetta, S.S. 195 km. 2,3

Capitale Sociale Versato Euro 132.200.000,00

Codice Fiscale, Partita IVA ed iscrizione al Registro delle Imprese di Cagliari n. 02375280928

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI AMMINISTRATORI DI TESSELLIS S.P.A. IN MERITO ALL'OPERAZIONE DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DA DELIBERARE IN ESERCIZIO DELLA DELEGA CONFERITA AI SENSI DELL'ART. 2443 DEL CODICE CIVILE, REDATTA AI SENSI DELL'ART. 72 DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999 E SUCCESSIVE MODIFICHE E INTEGRAZIONI E, CON RIFERIMENTO ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE, AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMA 5, DEL CODICE CIVILE.

Signori Azionisti,

la presente relazione viene resa dal Consiglio di Amministrazione di Tessellis S.p.A. (la '**Società**' o '**Tessellis**') ai sensi dell'art. 72 del Regolamento adottato con delibera della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (il '**Regolamento Emittenti**'), conformemente alle indicazioni contenute nello Schema n. 2 dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti, in relazione all'operazione oggetto dell'esercizio della delega ai sensi dell'art. 2443 cod. civ. conferita allo stesso Consiglio dall'Assemblea Straordinaria di Tessellis riunitasi in data 10 gennaio 2023, nonché, con riferimento all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione di seguito descritto, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ.

PREMESSA

In data 10 gennaio 2023 l'Assemblea dei soci di Tessellis ha deliberato il conferimento di una delega al Consiglio di Amministrazione *"da esercitarsi in una o più volte entro 30 mesi dalla data della delibera assembleare, per massimi Euro 60.000.000,00 comprensivi di sovrapprezzo: (i) ad aumentare il capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, anche con esclusione o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4, 5 e 8 del Codice Civile, anche tramite l'emissione di azioni da riservare a servizio di programmi di incentivazione basati sull'assegnazione di strumenti finanziari a favore di amministratori, dipendenti e collaboratori della Società, individuati dal Consiglio di Amministrazione a fronte di specifici impegni di lock up da parte di questi ultimi; e (ii) ad emettere obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della società ai sensi dell'art. 2420-ter del Codice Civile, unitamente alla facoltà di deliberare il relativo aumento di capitale a servizio della conversione, anche con esclusione o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile"* (di seguito, la "**Delega**")

In data 11 maggio 2023 e 19 giugno 2023, Il Consiglio di Amministrazione, in parziale esecuzione della Delega, ha deliberato un aumento del capitale sociale a pagamento, in denaro e in via scindibile, per un importo massimo di Euro 24.716.036,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 61.790.090 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), ad un prezzo di emissione per azione di Euro 0,4000, da imputarsi integralmente a capitale, da offrire in opzione agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, primo comma, del Codice Civile, nonché ai possessori di obbligazioni convertibili emesse ai sensi dell'art. 2441, comma primo, secondo periodo, del Codice Civile, entro il 31 luglio 2023, nel rapporto di 1 azione Tessellis di nuova emissione ogni 3 diritti di opzione di cui alle azioni / obbligazioni convertibili Tessellis possedute. Alla data del 31 luglio 2023, il suddetto aumento di capitale in opzione è risultato sottoscritto per Euro 19.478.764,80, pari a numero 48.696.912 azioni ordinarie Tessellis.

Con riferimento a quanto precede, il Consiglio di Amministrazione ha intenzione di esercitare una porzione ulteriore della Delega residua, per un importo pari a Euro 15.000.000,00 milioni, al fine di deliberare un aumento del capitale sociale di Tessellis, articolato nei termini e con le modalità indicate di seguito.

L'operazione oggetto della presente relazione si inserisce nel contesto di una iniziativa di rafforzamento patrimoniale basata sulla proposta ricevuta in data 16 dicembre 2024 Shellnet S.p.A. ("**Shellnet**"), attuale azionista di controllo della Società e del gruppo Tessellis (il "**Gruppo**"), nei confronti del quale, alla data della presente Relazione, la Società espone debiti di natura commerciale e finanziaria per un ammontare complessivo di circa Euro 61 milioni, originatisi nel corso degli ultimi due esercizi, anche quale conseguenza delle tensioni finanziarie manifestatesi in capo al Gruppo.

In particolare, con la proposta Shellnet ha manifestato la disponibilità a convertire in *equity* una quota del suddetto indebitamento, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato da eseguirsi, in due *tranche*, entro il 31

marzo 2025, ad un prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna *tranche*.

In considerazione della natura di parte correlata del proponente, la proposta è stata sottoposta all'esame del Comitato Parti Correlate di Tessellis in data 16 dicembre 2024. A seguito della necessaria istruttoria, il Comitato ha rilasciato in pari data il proprio parere positivo in merito al sussistente interesse della Società al compimento dell'operazione, nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Acquisito il parere del Comitato Parti Correlate, il Consiglio di Amministrazione di Tessellis ha deliberato in data 17 dicembre 2024 di accettare la proposta di Shellnet (l'accordo perfezionato, di seguito, l'**Accordo di Sottoscrizione**"), avendone valutato il prevalente interesse per la Società e il Gruppo e, per l'effetto, ha deliberato di procedere con la strutturazione dell'operazione di aumento di capitale oggetto della presente Relazione. Trattandosi di operazione con parti correlate "*di maggiore rilevanza*", entro il 24 dicembre 2024 la Società provvederà alla pubblicazione del Documento Informativo richiesto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento CONSOB 2010/17221, redatto in conformità all'Allegato 4 dello stesso Regolamento.

Nello specifico, l'operazione consiste in un aumento di capitale scindibile e progressivo, con esclusione del diritto di opzione e riservato a Shellnet, per un importo pari a Euro 15 milioni, da sottoscrivere in due *tranche* tramite conversione di parte dei crediti vantati da quest'ultimo nei confronti della Società, secondo un rapporto di conversione di 1:1. L'Accordo di Sottoscrizione prevede l'impegno di Shellnet a sottoscrivere la prima *tranche* dell'Aumento di Capitale per Conversione (come di seguito definito) alla data di esecuzione della Delega (che dovrà avvenire entro il 31 dicembre 2024), mentre la seconda *tranche* entro il 28 febbraio 2025. L'impegno di sottoscrizione relativo alla seconda *tranche* è condizionato alla circostanza che la Società sia in grado di ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan le azioni rivenienti dall'esecuzione di entrambe le *tranche* entro il 28 febbraio 2025. Shellnet ha espressamente consentito a ricevere azioni non quotate, a fronte della sottoscrizione della prima *tranche*, con l'impegno della Società a fare quanto in proprio potere per ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan tali azioni entro il 28 febbraio 2025. Resta inteso che anche successivamente al 28 febbraio 2025 e fino alla scadenza del termine del 31 marzo 2025, Shellnet potrà sottoscrivere, a sua discrezione, la seconda *tranche* dell'Aumento di Capitale per Conversione.

Aumento di capitale

Nel contesto sopra descritto e ai fini dell'esecuzione dell'operazione, il Consiglio di Amministrazione di Tessellis ha deciso di esercitare parzialmente la Delega, deliberando un aumento di capitale sociale a pagamento, in via scindibile e progressiva, per un importo complessivo di massimi Euro 15.000.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da offrire, in due *tranche* e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., a Shellnet S.p.A., ad prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna *tranche* ("**Prezzo di Emissione**"), da liberarsi mediante compensazione volontaria di crediti certi, liquidi ed esigibili fino ad un massimo di Euro 15.000.000,00 e secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, per cui, a titolo esemplificativo, a fronte della conversione di crediti pari a Euro 1,00 saranno sottoscritte azioni di nuova emissione per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) pari a Euro 1,00, con facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere agli eventuali arrotondamenti usuali per operazioni di questa natura (l'**Aumento di Capitale per Conversione**").

Si precisa, inoltre, che l'esecuzione della delibera di Aumento di Capitale per Conversione non è subordinata all'avveramento di alcuna condizione sospensiva.

1. MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN RAPPORTO ANCHE ALL'ANDAMENTO GESTIONALE DELLA SOCIETÀ.

L'operazione di Aumento di Capitale per Conversione costituisce un'importante opportunità per la Società di estinguere una porzione dei debiti in essere nei confronti di Shellnet a fronte della loro

conversione in capitale.

L'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale per Conversione comporterà infatti un aumento del patrimonio netto dell'Emittente per Euro 15 milioni, quale aumento del capitale sociale e delle riserve, e una corrispondente riduzione dell'indebitamento corrente e non corrente per pari importo.

L'esecuzione dell'Aumento di Capitale per Conversione non comporterà pertanto l'afflusso di nuove risorse per la Società, ma consentirà un miglioramento della posizione finanziaria netta e delle posizioni debitorie in generale.

Si riporta di seguito una panoramica dell'andamento del mercato in cui opera il Gruppo nel primo semestre 2024 e una descrizione dell'andamento gestionale di quest'ultimo nell'esercizio 2024.

Il settore delle comunicazioni elettroniche (fonte Osservatorio AGCOM sulle Comunicazioni n 2/2024) sta registrando nel corso dell'anno 2024 un leggero incremento (+0,8%) in termini di risorse complessive (-3,3% nel 2023). Il valore complessivo del settore risulta di poco superiore ai 27 miliardi di Euro del 2023, arrestando così il *trend* di riduzione dell'ultimo quinquennio (2019-2023). Tale andamento è ascrivibile unicamente alla crescita delle risorse della rete fissa (+4,4% su base annua nel 2023), oggi pari a circa 16 miliardi di Euro. La rete mobile, il cui valore è pari a circa 11 miliardi di Euro, segna infatti una flessione del 4,1% rispetto al 2023. Tali dinamiche si inseriscono in un contesto caratterizzato da un lato da una forte crescita dei consumi (del traffico dati in particolare) e, dall'altro, da una costante riduzione dei prezzi dei servizi e terminali per telecomunicazioni, in controtendenza rispetto al *trend* descritto dall'indice nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività.

Per quanto concerne l'evoluzione del *Mercato Banda Larga Banda Fisso*, gli accessi *Broadband e Ultrabroadband* di Rete Fissa, principale mercato di riferimento per Tessellis, a marzo 2024 hanno raggiunto 19,12 milioni di accessi, in crescita di 112 mila accessi su base annua (0,6%) quasi interamente registrati nel corso dell'ultimo trimestre. Crescono gli accessi *Ultrabroadband* (in tecnologia *Fiber to the Home - FTTH*, *Fiber to the Cabinet* e *FWA - Fixed Wireless Access*) che si attestano a marzo 2024 a 16,87 milioni con una crescita del 4,5% su base annua. Nello stesso periodo, risulta diminuita in modo significativo la componente DSL tradizionale con una perdita di 615 mila unità (-21,4%), che con 2,26 milioni di linee rappresenta ormai meno del 12% del mercato.

Sul segmento FTTH, che presenta il più elevato tasso di crescita, a marzo 2024 la quota di mercato Tessellis si è attestata al 3%, mentre sul segmento FWA si assesta al 17,8% posizionandosi come il terzo operatore nello specifico segmento.

Il mercato dei servizi mobile a marzo 2024 registra un incremento nel numero totale di linee di circa 1,29 milioni di unità su base annua: delle 108,9 milioni di SIM a marzo 2024, 30,5 milioni sono SIM "M2M" (*Machine To Machine*), pari a circa il 28% del totale, con una crescita di circa 1,24 milioni su base annua, mentre 78,5 milioni sono SIM "human", in crescita su base annua di 58 mila unità.

Tim risulta *market leader* con una quota di mercato pari al 27,5%, seguita da Vodafone con il 26,8% e da Wind Tre con il 23,8%, mentre Iliad rappresenta il 10,1% del mercato. Tessellis opera nel mercato degli MVNO che conta circa 12,74 milioni di SIM (pari all'11,7% del totale e al 16,3% del mercato *human*). Leader del mercato MVNO è Poste con una quota pari al 4% sul mercato complessivo e al 5,4% delle SIM *human*. Il portafoglio dei clienti di Tessellis si attesta a circa 349 mila unità al 30 giugno 2024. Il traffico dati complessivo del mercato, rilevato a marzo 2024 continua a crescere (+16,9%) con un tasso in flessione rispetto alla crescita dell'anno precedente (+24,2%). L'offerta mobile Tessellis, su rete TIM, è disponibile in 7.825 Comuni italiani e copre il 99% della popolazione nazionale. A maggio è stata lanciata l'offerta in 5G presente in 4.143 comuni.

Il mercato della pubblicità *online* ha registrato nel primo semestre del 2024 un aumento del 5,4%, per un valore complessivo di circa 260 milioni di Euro. Osservando il dettaglio per *device* (dispositivo) si nota che, nel semestre appena concluso, la voce *smartphone* segna una crescita del 6% rispetto allo stesso periodo del 2023, anche il *desktop* (comprensivo del *tablet*) cresce del 4,9%. La fruizione dei contenuti tramite App cresce in modo significativo (+16%), ed anche la fruizione *browsing* cresce (+4,4%). Tra i

principali driver, l'andamento dei formati video, lo sviluppo di iniziative speciali e le attività sui social media sono ormai diventati strumenti indispensabili nella strategia di comunicazione degli inserzionisti. Rispetto al 2023, l'*audience* media giornaliera online a giugno 2024 cresce del 3,6%, arrivando a 37,5 milioni di individui (maggiori di 2 anni), questa crescita è il risultato della maggiore fruizione quotidiana sia da pc (+2,8%), che da mobile (+4,4%). Su mobile nel giorno medio navigano invece 35,4 milioni di individui (tra i 18 e i 74 anni) che corrispondono all'83% della popolazione. Nel primo semestre del 2024, Vevisible ha ottimizzato l'infrastruttura tecnologica per massimizzare le *revenue* della pubblicità in RTB (*Real Time Bidding*) e ha stipulato accordi con i primari operatori del *digital advertising* in Italia.

Nel primo semestre 2024 il Gruppo ha continuato il suo percorso di focalizzazione nelle attività dedicate al segmento B2B – con l'acquisizione del Gruppo Go Internet – Xstream - ed al mobile, oltre che ai progetti innovativi, che presentano migliori marginalità ed un più consistente ritorno degli investimenti e più basso *churn* rispetto ai servizi dedicati al mercato *telco consumer* fisso. In questa importante fase di ri-orientamento del *business*, al fine di migliorare la capacità di generare nuovi flussi di ricavi e margini e, contestualmente, compensare la progressiva riduzione dell'attività *telco consumer*, è stata operata una significativa riduzione dei costi fissi del 6% rispetto al primo semestre 2023 ed una politica di efficientamento nell'acquisizione dei clienti B2C. L'esito del mix di azioni correttive e di mitigazione implementate ha fatto registrare nel periodo un rapporto EBITDA meno investimenti pari a circa Euro - 2,5 milioni, valore che ci si attende possa arrivare al pareggio entro la fine dell'esercizio.

Ulteriore volano propulsivo è la formalizzazione della concessione degli aiuti di stato nell'ambito del progetto Villanova, selezionato dalla Commissione Europea quale Progetto Comune di Interesse Europeo (IPCEI-CIS), dedicato al settore del *Cloud*. Il Progetto Villanova di Tiscali Italia prevede, infatti, il riconoscimento di un contributo (Unione europea – NextGenerationEU e PNRR), che sarà destinato alla realizzazione di un percorso di ricerca, sviluppo ed applicazione industriale nell'ambito dell'Intelligenza Artificiale Generativa Multimodale (GenAI).

In tale contesto operativo, nel primo semestre 2024 si sono registrati risultati del Gruppo sostanzialmente stabili, con ricavi e altri proventi per Euro 110,2 milioni e un EBITDA pari ad Euro 14,8 milioni. Il risultato netto consolidato è negativo per Euro 26,1 milioni. L'indebitamento Finanziario Netto al 30 giugno 2024 è pari ad Euro 84,3 milioni, rispetto ai Euro 85,1 milioni al 30 giugno 2023, tale valore sconta il ripagamento di Euro 7 milioni di debiti verso i *senior lenders* (Euro 14 milioni ad ottobre 2024) oltre parzialmente compensato dagli effetti del consolidamento del Gruppo Go Internet.

Le stime di chiusura dell'esercizio prevedono un analogo andamento rispetto a quanto riportato nella situazione finanziaria del primo semestre 2024 ed in linea con i trend di settore. In relazione a quanto precedentemente riportato, gli amministratori ritengono opportuno effettuare un aggiornamento del piano industriale, al fine di incorporare i risultati preconsuntivi 2024 ed aggiornare le stime future sulla base delle dinamiche di mercato riscontrate e prevedibili.

2. ANALISI DELLA COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO.

Le tabelle che seguono riportano la composizione dell'indebitamento finanziario netto consolidato della Società e del Gruppo Tessellis, a breve e a medio-lungo termine, alla data del 31 ottobre 2024.

Indebitamento Finanziario Netto	Note	GRUPPO 31 ottobre 2024	Di cui: Tessellis S.p.A. 31 ottobre 2024
<i>(Migliaia di Euro)</i>			
A. Disponibilità liquide		5.701	50
B. Mezzi equivalenti a disponibilità liquide		-	
C. Altre attività finanziarie correnti		-	
D. Liquidità (A + B + C)		5.701	50
E. Debito finanziario corrente	(1)	15.788	1.600
F. Parte corrente del debito finanziario non corrente	(2)	17.474	0
G. Indebitamento finanziario corrente (E + F)		33.262	1.600
H. Indebitamento finanziario corrente netto (G - D)		27.561	1.550
I. Debito finanziario non corrente	(3)	67.154	0
J. Strumenti di debito	(4)	3.881	
K. Debiti commerciali e altri debiti non correnti	(5)	12.971	4.091
L. Indebitamento finanziario non corrente (I + J + K)		84.005	4.091
M. Totale indebitamento finanziario (H + L)		111.566	5.642

Note:

- (1) *Include: (i) la quota a breve dei debiti per leasing finanziari relativi a investimenti per l'infrastruttura di rete e contratti di locazione capitalizzati in applicazione del principio IFRS 16 per Euro 4,1 milioni; (ii) altri debiti bancari per Euro 7,1 milioni; (iii) altri debiti finanziari per Euro 3 milioni di Euro; (iv) la componente a breve del prestito obbligazionario convertibile e convertendo N&G (il "POC") per 1,6 milioni di Euro. Si specifica che il debito POC è costituito dal valore nominale di 16 tranches sottoscritte e non ancora convertite alla data del 31 ottobre 2024.*
- (2) *Include la quota a breve termine del senior loan e di altri finanziamenti bancari a lungo termine;*
- (3) *Include i seguenti elementi: (i) la quota a lungo del senior loan e di altri finanziamenti bancari a lungo termine, rispettivamente per Euro 34,6 milioni ed Euro 2,7 milioni, oltre a debiti bancari a lungo iscritti nelle partecipate 3Pitalia Spa, Aetherna e Gruppo Go Internet per Euro 5 milioni; (ii) la quota a lungo dei debiti per leasing finanziari relativi a investimenti per l'infrastruttura di rete e contratti di locazione capitalizzati in applicazione del principio IFRS 16 per Euro 8,1 milioni, (iii) altri debiti finanziari per 1,8 milioni di Euro; (iv) il debito verso Shellnet S.p.A per finanziamento soci per 15 milioni di Euro sorto in data 8 ottobre 2024, in seguito all'accollo di debiti verso Shellnet S.p.A da Tiscali Italia Sp.A. a Tessellis S.p.A.*
- (4) *Include il debito finanziario relativo all'iscrizione del debito per la put option di 3Pitalia ed Aetherna per 3,9 milioni di Euro.*
- (5) *Include la componente a lungo dei debiti verso fornitori e debiti per cartelle esattoriali a lungo rateizzate per Euro 13 milioni.*

3. ELEMENTI DI INFORMAZIONE IN RELAZIONE ALLA PREVEDIBILE CHIUSURA DELL'ESERCIZIO IN CORSO.

In data 8 ottobre 2024 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2024.

Alla data della presente Relazione e alla luce delle informazioni disponibili all'Emittente, sono attesi per l'anno 2024 un andamento dei ricavi, dell'EBITDA e del risultato netto dell'esercizio in linea con quanto consuntivato nel corso del primo semestre.

Si evidenzia, tuttavia, che le previsioni del Gruppo potrebbero essere influenzate da fattori esogeni non prevedibili e non rientranti nella sfera di controllo degli Amministratori, che potrebbero modificare i risultati delle previsioni.

Per ulteriori informazioni sull'andamento gestionale e sulla prevedibile evoluzione della gestione si rinvia al comunicato stampa emesso dalla Società in data 8 ottobre 2024, a disposizione sul sito internet www.tessellis.it.

4. RAGIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE E CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE CON RIFERIMENTO ALL'AUMENTO DI CAPITALE PER CONVERSIONE.

a) RAGIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

Come sopra indicato, l'Aumento di Capitale per Conversione costituisce un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., riservato in sottoscrizione a Shellnet nei termini e secondo le condizioni previste nell'Accordo di Sottoscrizione, che sarà liberato da questa mediante compensazione volontaria di parte dei crediti dalla stessa vantati nei confronti della Società, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1.

L'Aumento di Capitale per Conversione comporterà un aumento del patrimonio netto dell'Emittente, di massimi Euro 15 milioni quale aumento del capitale sociale e delle riserve e una corrispondente riduzione dell'indebitamento finanziario non corrente.

L'esecuzione dell'Aumento di Capitale per Conversione non comporterà pertanto l'afflusso di nuove risorse per la Società, ma consentirà un significativo miglioramento della posizione finanziaria netta, con evidenti immediati benefici per la situazione finanziaria e patrimoniale di Tessellis.

Richiamato, quindi, quanto già in precedenza illustrato, l'elemento preminente che giustifica l'esclusione del diritto di opzione si sostanzia nell'interesse prevalente della Società a convertire in capitale, a condizioni eque e ritenute congrue, una parte dei propri debiti nei confronti di Shellnet, ottenendo di conseguenza un rafforzamento della propria struttura patrimoniale.

b) ASPETTI METODOLOGICI DELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE NEL CASO DI ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

Prima di valutare il criterio di determinazione del prezzo contenuto nell'Accordo di Sottoscrizione e proposto in relazione all'Aumento di Capitale per Conversione, il Consiglio di Amministrazione ha effettuato un'analisi del quadro normativo di riferimento e delle metodologie valutative di generale accettazione nella dottrina e nella prassi per il contesto specifico.

La norma in questione pone come riferimento principale, sulla base del quale va determinato il prezzo di emissione, il "*valore del patrimonio netto*", ma non chiarisce la definizione di patrimonio netto da assumere quale criterio. Si deve ritenere che la disposizione non detti alcun criterio rigido e vincolante, ma si limiti a dare un primo punto di riferimento fondamentale (il valore del patrimonio netto) per la determinazione del prezzo. Il primo passaggio, invitando gli amministratori a motivare le ragioni della esclusione o della limitazione, tra le quali anche quelle economiche, suggerisce la possibilità di formulare ragionamenti di tipo differenziale, idonei cioè a osservare se l'effetto netto dell'operazione (tenendo conto del prezzo di emissione e delle ragioni che hanno suggerito di procedere ad un aumento con esclusione del diritto di opzione) sia positivo o negativo per gli azionisti attuali. Nel secondo passaggio la norma richiede di basare il processo di determinazione del prezzo sui driver economici che spiegano il valore della società emittente ed orienta ad osservare due riferimenti di valore. Per quanto riguarda il "*valore del patrimonio netto*" il problema interpretativo principale è se si tratti del valore contabile del patrimonio netto, desumibile dalla macro-classe A del passivo dello stato patrimoniale, ovvero del "*valore corrente di mercato*" del patrimonio netto, molto più soggettivo ed ottenibile soltanto tramite la stima del "*capitale economico*" dell'azienda (o "*valore economico del capitale*"). Dal punto di vista aziendalistico, il riferimento deve senza dubbio essere al valore effettivo o corrente del patrimonio netto, corrispondente alla configurazione del "*valore economico del capitale*". L'interpretazione prevalente della norma identifica infatti quale riferimento fondamentale la configurazione di valore del c.d. "*capitale economico*" dell'azienda (secondo la giurisprudenza talvolta anche "*patrimonio netto effettivo*"), che è un valore che deriva dall'apprezzamento non solo delle consistenze patrimoniali, ma anche delle prospettive reddituali, cioè della capacità del patrimonio sociale di generare benefici economici futuri per gli azionisti. Quindi, per la determinazione del prezzo di emissione occorre fare prioritario riferimento ai criteri di valutazione delle aziende, sviluppati dalla dottrina aziendalistica e di generale accettazione nella migliore prassi valutativa.

Il riferimento normativo al “*valore del patrimonio netto*” di cui all’articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, deve peraltro essere letto in modo coordinato con quello di cui all’art. 2441, quarto comma, del Codice Civile, che richiede che il prezzo di emissione “*corrisponda al valore di mercato*”, con ciò riferendosi alla valutazione economica del patrimonio netto (tenendo anche conto dell’andamento del mercato). Tale impostazione è intesa a controbilanciare, dal punto di vista della tutela patrimoniale, il parziale sacrificio della posizione amministrativa dei soci pretermessi nell’esercizio del diritto di opzione. In relazione all’espressione “*valore del patrimonio netto*”, la prassi e la dottrina sono pertanto concordi nel ritenere che non ci si debba riferire al patrimonio netto contabile, e nemmeno che per stimare tale valore debbano utilizzarsi esclusivamente metodi di valutazione cosiddetti “*patrimoniali*”. Occorre invece riferirsi al valore del capitale economico dell’impresa (o più precisamente, al suo valore di mercato).

La seconda parte del sesto comma dell’articolo 2441 del Codice Civile afferma che si deve determinare il prezzo di emissione delle azioni “*tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre*”. Il riferimento all’“*andamento*” non impone una media delle quotazioni azionarie del semestre. A seconda delle circostanze del mercato e della società, gli amministratori possono, infatti, impiegare un più circoscritto arco temporale di riferimento per la rilevazione dei valori azionari. Inoltre, di essi dovranno “*tenere conto*” nella decisione, senza che s’imponga alcuna automatica relazione tra le quotazioni e il prezzo di emissione. La norma in questione consente ampi margini di discrezionalità agli amministratori, salva la doverosa motivazione delle decisioni, nell’utilizzo delle quotazioni di mercato. A tale proposito, la dottrina e la giurisprudenza sono unanimi nel sostenere che vi è un obbligo di tenerne conto in maniera critica, ma non vi è alcun obbligo di ancorare la fissazione del prezzo ad una determinata media delle quotazioni. Al limite se, dopo aver considerato ed esaminato attentamente l’andamento delle quotazioni, esse fossero ritenute non espressive del reale valore dell’azienda, sarebbe corretto non impiegarle affatto nella fissazione del prezzo di emissione. Le quotazioni borsistiche forniscono indicazioni circa il valore attribuito dal mercato alle azioni scambiate su di esso (il c.d. flottante). Il valore di borsa assume però rilevanza e significatività economica in funzione del grado di efficienza del mercato. Nei mercati azionari caratterizzati da un alto grado di efficienza, i prezzi che si determinano per azioni dotate di un alto grado di liquidità, di corposi volumi scambiati e di una bassa volatilità tendono a convergere verso il valore economico determinabile attraverso le metodologie di valutazione basate sui fondamentali delle società. In assenza di tali condizioni di efficienza, anche a causa di fenomeni di volatilità e instabilità tipicamente connessi a fattori di natura speculativa sui titoli, talvolta avulsi dall’effettivo valore delle azioni, il valore di borsa potrebbe discostarsi, anche significativamente, dal valore economico dell’azienda.

L’andamento delle quotazioni deve pertanto essere considerato dagli amministratori previa valutazione delle condizioni di efficienza del mercato e soprattutto in relazione alla sua capacità di esprimere prezzi coerenti con il valore economico del capitale della società, che rimane il criterio fondamentale per la determinazione del prezzo di emissione.

Oltre alle indicazioni codicistiche, assumono rilievo le previsioni dei Principi Italiani di Valutazione (“PIV”) con riguardo alle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. I PIV, in particolare, statuiscono che, ai fini delle valutazioni nell’ambito delle citate operazioni:

- la stima del prezzo deve essere compiuta in una prospettiva *pre money*, cioè in una prospettiva che consideri il valore dell’emittente senza incorporare la creazione di nuovo valore resa possibile dall’aumento di capitale. Ciò consente di esperire l’equilibrio di cui si è detto tra la posizione degli attuali azionisti e quella dei nuovi investitori;
- la configurazione di valore è sempre un congruo prezzo di mercato, in quanto il prezzo di emissione è un prezzo proposto al mercato sulla base non solo del contenuto intrinseco del titolo, ma anche dei fattori che possono generare un disallineamento tra valore intrinseco e quello di mercato. In tal senso, il contesto di ambiente e di impresa potrebbe determinare uno scostamento tra quotazione di mercato e valore intrinseco della Società.

A tal riguardo, si segnala che nella grande maggioranza dei casi mappabili sul mercato italiano e sui mercati esteri, anche tramite analisi condotte in letteratura, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione incorpora uno "sconto" rispetto al valore di mercato (per i titoli quotati, inteso come quotazione di borsa).

c) IL CRITERIO DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE

Sulla base di quanto previsto dall'Accordo di Sottoscrizione, concordato tra le parti, il Prezzo di Emissione non viene indicato in modo puntuale, bensì viene stabilito un criterio di determinazione dello stesso. In particolare, il Prezzo di Emissione dovrà essere coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna delle due *tranche* nelle quali è suddiviso l'Aumento di Capitale per Conversione, senza applicazione di alcuno sconto.

Come anticipato, la determinazione di tale prezzo è stata frutto di un processo nel quale si è tenuto conto dell'effettiva situazione patrimoniale e finanziaria della Società, della necessità di eseguire l'operazione di rafforzamento patrimoniale in oggetto, nonché delle interlocuzioni intercorse tra la Società e Shellnet.

d) VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLA RAGIONEVOLEZZA DEL CRITERIO DI DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE

Come indicato nei precedenti paragrafi, la definizione del criterio per la determinazione del Prezzo di Emissione è intervenuta all'esito di un processo negoziale tra le parti, quale conseguenza delle interlocuzioni in corso da tempo tra la Società e Shellnet relative alla gestione del debito accumulato dalla Società nei confronti di Shellnet e alla possibilità di trovare soluzioni per il suo ripagamento. In considerazione dell'importo consistente dell'indebitamento accumulato nei confronti di Shellnet e dell'impossibilità, almeno nel breve periodo, di procedere al suo rimborso, le parti hanno concordato l'operazione in oggetto finalizzata, da una parte, a ridurre l'esposizione di Tessellis, e dall'altra a rafforzare la struttura patrimoniale di quest'ultima.

Con specifico riguardo alla definizione del criterio di determinazione del Prezzo di Emissione, l'esito del percorso negoziale è stato inoltre caratterizzato e condizionato, inevitabilmente, da taluni spazi di discrezionalità, dal contesto di mercato, dall'andamento gestionale del Gruppo e dal recente corso di borsa dell'azione Tessellis.

Come già indicato, tale prezzo viene sottoscritto, nella prospettiva di Shellnet, convertendo crediti finanziari e commerciali in un rapporto di 1 a 1 o, nella prospettiva della Società e dei suoi azionisti attuali e futuri, consentendo una riduzione dell'indebitamento finanziario e di quello commerciale pari a Euro 15 milioni. Tale beneficio – ossia la riduzione dei debiti finanziari e commerciali - andrebbe a beneficio di tutte le azioni, distribuendosi cioè su tutte le azioni che sarebbero in circolazione *post* aumento di capitale.

Ciò posto, ai fini della valutazione richiesta ai sensi dell'art 2441, il Consiglio di Amministrazione ha dovuto verificare la ragionevolezza del criterio di determinazione del Prezzo di Emissione. Nell'effettuazione delle valutazioni effettuate, che vengono illustrate nel proseguito, l'organo amministrativo è stato supportato dall'esperto indipendente Audirevi Transaction & Advisory S.r.l., che ha rilasciato a suo beneficio una apposita relazione.

(i) Metodi di valutazione utilizzati nella prassi

Come noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende e/o di parti di esse. Tuttavia, la dottrina e la prassi professionale hanno sviluppato metodologie e criteri che riscontrano generale accettazione presso gli operatori ed il mercato. Tali criteri si differenziano tra di loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda o dell'*asset* da valutare.

Pertanto, tale pluralità di metodi deve essere declinata dal valutatore in funzione dei seguenti fattori:

- la finalità dell'analisi;
- l'entità oggetto della valutazione;
- i *driver* che, meglio di altri, consentono di apprezzarne il valore.

Detti criteri, inoltre, seppure ugualmente corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti. I metodi di valutazione più frequentemente utilizzati si distinguono fra metodi analitici ed empirici, brevemente illustrati nel seguito.

Metodi di valutazione analitici

I metodi di valutazione analitici si basano sull'ipotesi che il valore di un'azienda dipenda da fattori che caratterizzano la stessa in un determinato momento e/o in relazione alle sue prospettive in termini di redditi o di flussi di cassa futuri (attesi). Tali metodi consistono nel:

- metodo reddituale, basato sull'assunto che il valore di un'azienda deriva dalla somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri attesi della stessa (considerati lungo un orizzonte temporale limitato o illimitato) opportunamente normalizzati, vale a dire realizzati in condizioni 'normali' di mercato (senza considerare eventi eccezionali), attualizzati ad un tasso basato sul rendimento del capitale di rischio.
- metodi patrimoniali, che individuano il valore di un'azienda come sommatoria dei singoli componenti del patrimonio aziendale, espressi a valore correnti. Con tale metodologia, pertanto, il valore dell'azienda è il risultato della stima (a valori di mercato e in ipotesi di continuità aziendale) di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui siano determinabili singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali metodi, a loro volta, si articolano come segue:

- metodo patrimoniale semplice - basato sulla somma algebrica delle attività e passività esistenti, definite analiticamente, così come risultanti dalla situazione contabile più recente dell'entità oggetto della valutazione, rettificata in aumento e/o in diminuzione per considerare, rispettivamente, eventuali plusvalori e/o minusvalori, inespressi contabilmente, connessi alle poste attive e/o passive (al netto delle relative conseguenze fiscali);
- metodo patrimoniale complesso - analogo al precedente, con la variante che si tengono in considerazione anche gli eventuali beni intangibili, ancorché non valorizzati nel patrimonio contabile, che possono essere valorizzati tramite diversi approcci (ad esempio, metodo del costo storico residuale o del costo di riproduzione, metodo di attualizzazione dei risultati differenziali, metodo dei tassi di *royalty* o metodo dei moltiplicatori);
- metodo misto patrimoniale-reddituale - più articolato dei precedenti giacché risponde alla finalità di conciliare l'obiettività tipica del metodo patrimoniale con la considerazione delle prospettive reddituali future dell'entità oggetto di valutazione; secondo tale metodo, il valore dell'azienda dipende sia dal valore del patrimonio sia dalle sue prospettive reddituali (con stima autonoma del *goodwill* o con metodi reddituali/finanziari) e considera, dunque, il valore del patrimonio netto rettificato e la redditività aggiuntiva della specifica del *business* (sopra o sotto reddito) oggetto di valutazione rispetto al reddito cd. "normale" dello stesso.
- metodo finanziario o dell'Unlevered Discounted Cash Flow (UDCF), attraverso cui il valore dell'azienda è dato dalla somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati al costo medio ponderato del capitale. Tale metodologia si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa *unlevered*, generati alla data di riferimento, calcolati analiticamente su un arco temporale limitato. Nella prospettiva cd. "*asset side*", tale metodo stima

il valore del capitale economico di un'azienda attraverso la somma algebrica (i) del valore delle sue attività operative, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (inclusivo del *terminal value*, calcolato come valore attuale di un numero limitato dei flussi di cassa *unlevered* o come valore attuale di una rendita illimitata degli stessi), (ii) la posizione finanziaria netta dell'azienda, espressa a valori di mercato, determinata con riferimento alla data di valutazione, e (iii) il valore di mercato di eventuali attività accessorie, non afferenti la gestione caratteristica dell'azienda o comunque non considerati, per ragioni metodologiche, all'interno dei flussi di cassa operativi.

Metodi di valutazione empirici

I metodi di valutazione empirici, invece, si basano sull'assunto che sia possibile determinare il valore di un'azienda attraverso l'osservazione del prezzo individuato nell'ambito degli scambi di aziende simili, analoghe o comparabili, realizzati nel recente passato. L'assunzione generale alla base di tali metodologie consiste nel fatto che i prezzi di mercato possono rappresentare un'approssimazione affidabile del valore dell'impresa: il riferimento al mercato consente di identificare, sul fondamento del grado di "comparabilità" del campione di riferimento, parametri medi (o mediani) ragionevolmente impiegabili per procedere ad una valutazione "per relazione", dell'azienda oggetto della valutazione. La stima del valore è quindi determinata senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (reddituali o finanziari) prospettici dell'azienda in questione.

Nella prassi professionale maggiormente diffusa, tali metodi consistono nelle seguenti metodologie:

- metodo delle quotazioni di Borsa, che esprime il valore economico dell'azienda (o di una o più delle sue parti) sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati in borsa;
- metodo dei multipli di società comparabili, che stima il valore di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili a quella oggetto dell'indagine estimativa;
- metodi dei multipli di transazioni comparabili, che individua il valore dell'azienda facendo ricorso ai prezzi determinati sulla base dei valori osservati in occasione di recenti transazioni di M&A (acquisizioni, fusioni), aventi ad oggetto imprese simili o analoghe a quella oggetto di analisi.

(ii) Fattori suscettibili di avere influenza nell'analisi condotta dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione ha valutato che la sua analisi in merito al criterio di determinazione del Prezzo di Emissione previsto dall'Aumento di Capitale per Conversione possa ritenersi ragionevolmente influenzato da diversi fattori, fra cui principalmente:

- il peggioramento delle *performance* del Gruppo nel recente passato, che ha comportato il progressivo deterioramento della consistenza patrimoniale dello stesso, fino a far registrare un patrimonio netto negativo. Tale circostanza fa sì che i metodi patrimoniali non possano essere considerati un *benchmark* affidabile ai fini della stima del *fair market value* dell'azione Tessellis. L'applicazione di tali metodologie, difatti, avrebbe comportato una valutazione negativa, dunque nulla, del capitale economico della Società. Tale circostanza è difficilmente argomentabile in ragione del contesto di continuità aziendale nel quale attualmente opera la Società e il Gruppo;
- l'assenza di proiezioni economico-finanziarie aggiornate, che recepiscano l'attuale indirizzo strategico del *management* di Tessellis rispetto a quello sottostante al Piano Industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 11 maggio 2023, successivamente aggiornato, nel mese di maggio del 2024, relativamente alla sola 'spalla', sulla base dei dati consuntivi realizzati nell'esercizio 2023. Tale circostanza non consente di ottenere dei risultati affidabili attraverso l'applicazione dell'UDCF allo scopo di individuare una stima affidabile circa il più probabile valore attribuibile al capitale economico della Società. Per le ragioni precedentemente illustrate, tale

TESELLIS

metodo renderebbe dei riferimenti di valore scarsamente attendibili ed è quindi stato ritenuto inutilizzabile per le finalità di valutazione effettuate dal Consiglio di Amministrazione;

- l'assenza di *coverage* di Tessellis, da cui sia possibile ottenere un *outlook* circa le prospettive future del Gruppo o delle raccomandazioni sul relativo titolo, e lo scarso numero di transazioni comparabili riguardanti aumenti di capitale analoghi a quello della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 5 e 6, del Codice civile, riservati all'azionista di riferimento e da sottoscrivere tramite la conversione dei crediti dello stesso nei confronti della Società. Tale circostanza non permette di ottenere dei riferimenti di valore affidabili, da utilizzare allo scopo di valutare la congruità, dal punto di vista finanziario, del criterio di determinazione del Prezzo di Emissione;
- la difficoltà nell'utilizzo dei moltiplicatori di società quotate comparabili (quale ad esempio l'EV/EBIT, ritenuto maggiormente significativo per società operanti nel settore delle telecomunicazioni e dei media in ragione dell'elevata intensità di capitale che caratterizza il *business model* delle stesse), ciò non tanto in ragione del limitato numero di società quotate realmente comparabili sulla base di un set di caratteristiche delle stesse (ad esempio, fattori dimensionali, modello di *business*, posizionamento di mercato, tassi di crescita e di maturità, esposizione geografica, struttura finanziaria, ecc.), quanto, piuttosto, in considerazione dei risultati economici più recenti della Società. Sulla base delle informazioni contenute nella situazione economico-patrimoniale consolidata del Gruppo al 30 settembre 2024, difatti, il Risultato Operativo (EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*) era pari a negativi Euro 33,4 milioni.

(iii) Metodologia di valutazione utilizzata dal Consiglio di Amministrazione

Come precedentemente indicato, l'Accordo di Sottoscrizione prevede che il Prezzo di Emissione sia coincidente con la media dei VWAP registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna delle due *tranche* nelle quali è suddiviso l'Aumento di Capitale per Conversione.

Alla luce di quanto sopra, quindi, il Prezzo di Emissione sarà determinato tramite l'applicazione della metodologia dei prezzi di borsa, che consiste nella stima del valore economico delle azioni Tessellis attraverso l'osservazione dell'andamento delle quotazioni dell'azione Tessellis lungo un orizzonte temporale di dieci giorni.

In primo luogo, con riferimento alla scelta di determinare non già un prezzo puntuale quanto un criterio per la determinazione del Prezzo di Emissione e, nella circostanza, il riferimento ai corsi di borsa del titolo di Tessellis, risulta in linea con la prassi di mercato per operazioni assimilabili a quella in esame, tenuto conto delle modalità di esecuzione dell'Aumento di Capitale per Conversione e del periodo intercorrente tra la delibera di esecuzione del medesimo e il momento di conversione dei crediti vantati da Shellnet, ed appare, nel complesso, ragionevole, coerente e non arbitrario, anche in considerazione dei seguenti elementi:

- la normativa di riferimento: al riguardo, l'art. 2441, comma 6, del Codice civile indica espressamente che, nel caso di specie, il prezzo di emissione delle azioni ai fini dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione debba essere determinato *"tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*;
- la scelta adottata è inoltre suffragata dalla più autorevole teoria valutativa: i Principi Italiani di Valutazione (PIV), a titolo esemplificativo, stabiliscono *"in presenza di un mercato di borsa efficiente e privo di perturbazioni, ed in assenza di competizione per acquisire il controllo di una società, la capitalizzazione di borsa (quotazione del titolo azionario per numero di titoli in circolazione) di una società dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del valore (di mercato ed intrinseco) di un'azienda"*;

- la prassi di mercato prevalente che, nel caso di società quotate in borsa, suggerisce di considerare i prezzi di mercato *undistributed* quali informazioni rilevanti per la stima del valore economico della società oggetto di analisi, utilizzando le capitalizzazioni di borsa calcolate sulla base delle quotazioni dei prezzi (di chiusura) registrati in intervalli temporali ritenuti significativi;
- l'ampiezza del periodo temporale entro cui Shellnet ha facoltà/obbligo di eseguire la sottoscrizione in forza dell'Accordo di Sottoscrizione, in virtù del quale l'adozione di un prezzo d'emissione stabilito *ab origine*, nell'ipotesi in cui le quotazioni di borsa delle azioni della Società subissero variazioni significative, potrebbe penalizzare gli attuali azionisti. L'adozione di un criterio basato sull'andamento delle azioni in una finestra temporale ben delimitata e stabilita consente, per contro, di emettere titoli a un prezzo che segue l'andamento del valore dei titoli stessi, esplicitamente riconosciuto anche dal mercato dei capitali nel periodo di osservazione;
- I criteri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione di nuove azioni nell'ambito di analoghe operazioni di aumento di capitale, come illustrato nel seguito.

In secondo luogo, il riferimento a valori medi di mercato per la stima del Prezzo di Emissione consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa e appare, inoltre, conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata.

Riguardo all'orizzonte temporale dei prezzi di borsa da utilizzare come base per il calcolo dei VWAP, la scelta di un periodo di tempo di dieci giorni di borsa aperta in prossimità dell'esecuzione delle due *tranche* in cui è suddiviso l'Aumento di Capitale per Conversione appare ragionevole in considerazione dei seguenti elementi:

- il peggioramento del contesto macroeconomico e del mercato in cui opera la Società, che potrebbe aver contribuito alla progressiva contrazione del corso delle azioni Tessellis nel corso degli ultimi mesi;
- il progressivo deterioramento delle *performance* economiche e finanziarie del Gruppo, con il conseguente peggioramento dell'integrità patrimoniale della Società, ulteriormente aggravate dalla perdita realizzata nei primi mesi del 2024;
- gli effetti causati dalla vendita delle azioni Tessellis ad esito della conversione delle obbligazioni sottoscritte da N&G, a cui ha fatto seguito un'ulteriore riduzione del corso del titolo nel periodo di conversione del POC, compreso fra il 22 luglio 2024 e il 12 dicembre 2024. Al riguardo, appare altresì evidente, da un punto di vista empirico, la correlazione esistente tra il *trend* evidenziato dal valore delle azioni scambiate e le richieste di conversione, in *tranche*, realizzate da N&G, come peraltro frequentemente osservabile nella prassi in operazioni analoghe, dove la conversione delle obbligazioni e la successiva immediata vendita delle azioni rivenienti tendono a deprimere velocemente il valore unitario delle azioni in circolazione;

Al riguardo, si evidenzia, infine, che l'orizzonte temporale di breve termine da utilizzare per il calcolo del VWAP così come previsto nell'Accordo di Sottoscrizione, risulta coerente con alcune recenti transazioni realizzate sul mercato, illustrate nella tabella che segue, precisando che:

- le transazioni identificate riguardano aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, eseguite mediante la conversione di crediti;
- il prezzo di emissione delle nuove azioni è stato determinato tramite l'applicazione della metodologia dei prezzi di borsa;
- l'Intervallo di osservazione selezionato per la stima del prezzo di emissione è incluso in un *range* compreso fra 1 e 10 giorni;
- le transazioni hanno previsto degli sconti compresi fra il 10% e il 35% del prezzo di borsa del titolo.

Tessellis - Transazioni recenti				
N.	Anno	Società	Intervallo di Osservazione	Sconto applicato*
1	2023	Go Internet S.p.A.	Prezzo di chiusura rilevato il giorno antecedente la sottoscrizione dell'accordo con l'investitore	10%
2	2022	Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.	Media degli ultimi 5 giorni di mercato aperto antecedenti alla data di esecuzione dell'aumento di capitale	35%
3	2019	Tiscali S.p.A.	Media degli ultimi 10 giorni di mercato aperto antecedenti la data di esecuzione dell'aumento di capitale	15%

* Rispetto al prezzo di Borsa del titolo

Si segnala che, sebbene le transazioni identificate siano state caratterizzate dall'applicazione di sconti (in taluni casi anche di entità significativa) rispetto al prezzo di borsa del titolo rilevato nei giorni immediatamente precedenti l'operazione, nel caso dell'assegnazione delle azioni Tessellis in favore di Shellnet non si prevede l'applicazione di alcuno sconto rispetto al VWAP del titolo rilevato nei 10 giorni antecedenti all'esecuzione delle due *tranche* in cui è suddiviso l'Aumento di Capitale per Conversione.

(iv) Conclusioni

Sulla base di quanto sopra illustrato, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il criterio di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni Tessellis, offerte in sottoscrizione a Shellnet nell'ambito dell'Aumento di Capitale per Conversione, risulti, alla data odierna e sulla base delle informazioni attualmente disponibili, congruo e ragionevole da un punto di vista finanziario e conforme a quanto richiesto dall'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile.

(v) AZIONISTI CHE HANNO MANIFESTATO LA DISPONIBILITÀ A SOTTOSCRIVERE LE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE NONCHÉ GLI EVENTUALI DIRITTI DI OPZIONE NON ESERCITATI.

Non applicabile. L'Aumento di Capitale per Conversione sarà effettuato con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, e riservato in sottoscrizione a Shellnet.

(vi) PERIODO PREVISTO PER L'ESECUZIONE DELL'OPERAZIONE.

Si prevede che l'Aumento di Capitale per Conversione sia effettuato, per quanto riguarda l'esecuzione della prima *tranche*, nei più brevi tempi tecnici possibili e comunque entro il 31 dicembre 2024, mentre per quanto riguarda la successiva *tranche* entro i termini di esecuzione previsti dalla delibera assembleare.

(vii) DATA DI GODIMENTO DELLE AZIONI DI NUOVA EMISSIONE.

Le azioni Tessellis di nuova emissione nell'ambito dell'Aumento di Capitale per Conversione avranno godimento regolare e attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni ordinarie della Società in circolazione al momento della loro emissione.

Si precisa che, in assenza di una esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, le azioni rivenienti dall'esecuzione della prima *tranche* dell'Aumento di Capitale per Conversione non saranno ammesse automaticamente alle negoziazioni su Euronext Milan. L'Accordo di Sottoscrizione prevede che l'impegno di Shellnet a sottoscrivere la seconda *tranche* entro il 28 febbraio 2025 sia condizionato alla circostanza che la Società sia in grado di ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan le azioni rivenienti dall'esecuzione di entrambe le *tranche*. Shellnet ha espressamente consentito a ricevere, a fronte della sottoscrizione della prima *tranche*, azioni non ammesse alle negoziazioni su Euronext Milan, con l'impegno della Società a fare quanto possibile per ottenere l'ammissione alle negoziazioni di tali azioni entro il 31 marzo 2025.

(viii) EFFETTI ECONOMICO-PATRIMONIALI E FINANZIARI DELL'OPERAZIONE, EFFETTI SUL VALORE UNITARIO DELLE AZIONI E DILUIZIONE.

Si forniscono di seguito alcune informazioni pro-forma in merito agli effetti, sulla situazione patrimoniale e finanziaria della Società al 30 giugno 2024, dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale per Conversione.

Stato Patrimoniale Consolidato (in forma sintetica)	30 giugno 2024	Effetti proforma aumento di capitale	Situazione patrimoniale proforma al 30 giugno 2024
<i>(Milioni di Euro)</i>			
Attività non correnti	256,5	0,0	256,5
Attività correnti	51,2	0,0	51,2
Totale Attivo	307,7	0,0	307,7
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	(3,2)	15,0	11,8
Patrimonio netto di pertinenza di terzi	2,4	0,0	2,4
Totale Patrimonio netto	(0,8)	15,0	14,2
Passività non correnti	109,2	(2,7)	106,6
Passività correnti	199,2	(12,3)	186,9
Totale Patrimonio netto e Passivo	307,7	0,0	307,7

Effetti diluitivi

Alla data della presente Relazione, avendo il Consiglio di Amministrazione determinato esclusivamente il criterio di determinazione del Prezzo di Emissione – e non un prezzo puntuale – non è possibile determinare il numero di azioni Tessellis che saranno emesse in esecuzione dell’Aumento di Capitale per Conversione e, di conseguenza, la connessa diluizione in termini di partecipazione per gli attuali azionisti della Società.

(ix) MODIFICHE STATUTARIE.

Le deliberazioni del Consiglio di Amministrazione relative all’Aumento di Capitale per Conversione in esercizio della Delega comportano la corrispondente modifica dell’art. 5 dello Statuto, mediante inserimento di un ultimo comma nel testo che segue:

“Il Consiglio di Amministrazione del giorno 19 dicembre 2024, in parziale esecuzione della delega conferitagli in data 10 gennaio 2023, ha (i) deliberato un aumento di capitale sociale a pagamento, in via scindibile e progressiva per un importo complessivo massimo di Euro 15.000.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da offrire, in due tranche e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 5, cod. civ., a Shellnet S.p.A., ad prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall’azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all’esecuzione di ciascuna tranche, da liberarsi mediante compensazione volontaria di crediti certi, liquidi ed esigibili, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, per cui, a titolo esemplificativo, a fronte della conversione di crediti pari a Euro 1,00 saranno sottoscritte azioni di nuova emissione per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) pari a Euro 1,00, con conseguente stralcio della residua corrispondente porzione di debito, con facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere agli eventuali arrotondamenti usuali per operazioni di questa natura e strettamente necessari in sede di esecuzione della presente delibera di aumento di capitale; e (ii) stabilito, ai sensi del secondo comma dell’art. 2439 del Codice Civile, che l’aumento di capitale di cui al precedente punto si intenderà limitato all’importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro il termine finale del 31 marzo 2025, fermo restando che: (a) la prima tranche di massimi Euro 7.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 dicembre 2024; (b) la seconda tranche di massimi Euro 8.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 marzo 2025; precisandosi per tutte le due suddette tranche che la qualità di socio ed i diritti ad essa connessi potranno essere esercitati senza attendere la scadenza del termine finale dell’aumento, dovendo l’organo amministrativo provvedere agli adempimenti di legge sulla base delle sottoscrizioni di volta in volta effettivamente raccolte.”

Fermo ed invariato restando detto Articolo 5 in ogni altra sua parte.

(x) DELIBERA.

Si riporta di seguito il testo delle delibere assunte dal Consiglio di Amministrazione di Tessellis in esercizio della Delega in data 19 dicembre 2024:

“Il Consiglio di Amministrazione:

- *preso atto di quanto comunicato dall'Amministratore Delegato;*
- *preso atto del parere rilasciato dal Comitato Parti Correlate della Società;*
- *preso atto dell'attestazione del Presidente del Collegio Sindacale che il capitale risulta interamente sottoscritto e versato per Euro 131.900.000,00;*
- *richiamata la, e in esercizio della, delega ai sensi dell'art. 2443 cod. civ. conferita dall'assemblea straordinaria della Società del 10 gennaio 2023;*
- *vista e approvata la relazione illustrativa inerente all'esecuzione della predetta delega;*
- *preso atto della relazione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni redatta dalla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.;*

Delibera

- 1.) *di aumentare il capitale sociale a pagamento, in via scindibile e progressiva per un importo complessivo massimo di Euro 15.000.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da offrire, in due tranche e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., a Shellnet S.p.A., ad prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna tranche, da liberarsi mediante compensazione volontaria di crediti certi, liquidi ed esigibili, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, per cui, a titolo esemplificativo, a fronte della conversione di crediti pari a Euro 1,00 saranno sottoscritte azioni di nuova emissione per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) pari a Euro 1,00, con conseguente stralcio della residua corrispondente porzione di debito, con facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere agli eventuali arrotondamenti usuali per operazioni di questa natura e strettamente necessari in sede di esecuzione della presente delibera di aumento di capitale; e*
- 2.) *di stabilire, ai sensi del secondo comma dell'art. 2439 del Codice Civile, che l'aumento di capitale di cui al precedente punto si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro il termine finale del 31 marzo 2025, fermo restando che:*
 - (a) *la prima tranche di massimi Euro 7.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 dicembre 2024;*
 - (b) *la seconda tranche di massimi Euro 8.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 marzo 2025;*

precisandosi per tutte le due suddette tranche che la qualità di socio ed i diritti ad essa connessi potranno essere esercitati senza attendere la scadenza del termine finale dell'aumento, dovendo l'organo amministrativo provvedere agli adempimenti di legge sulla base delle sottoscrizioni di volta in volta effettivamente raccolte.

- 3.) *di conseguentemente modificare, stante quanto sopra deliberato, l'attuale Articolo 5 (cinque) dello Statuto Sociale vigente aggiungendovi un nuovo ultimo comma del seguente tenore:*

“Il Consiglio di Amministrazione del giorno 19 dicembre 2024, in parziale esecuzione della delega conferitagli in data 10 gennaio 2023, ha (i) deliberato un aumento di capitale sociale a pagamento, in via scindibile e progressiva per un importo complessivo massimo di Euro 15.000.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da offrire, in due tranche e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., a Shellnet S.p.A., ad prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna tranche, da liberarsi mediante compensazione volontaria di crediti certi, liquidi ed esigibili, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, per cui, a titolo esemplificativo, a fronte della conversione di crediti pari a Euro 1,00 saranno sottoscritte azioni di nuova emissione per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) pari a Euro 1,00, con conseguente stralcio della residua corrispondente porzione di debito, con facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere agli eventuali arrotondamenti usuali per operazioni di questa natura e strettamente necessari in sede di esecuzione della presente delibera di aumento di capitale; e (ii) stabilito, ai sensi del secondo comma dell'art. 2439 del Codice Civile, che l'aumento di capitale di cui al precedente punto si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro il termine finale del 31 marzo 2025, fermo restando che: (a) la prima tranche di massimi Euro 7.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 dicembre 2024; (b) la seconda tranche di massimi Euro 8.000.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, dovrà essere sottoscritta entro il 31 marzo 2025; precisandosi per tutte le due suddette tranche che la qualità di socio ed i diritti ad essa connessi potranno essere esercitati senza attendere la scadenza del termine finale dell'aumento, dovendo l'organo amministrativo provvedere agli adempimenti di legge sulla base delle sottoscrizioni di volta in volta effettivamente raccolte”

fermo ed invariato restando detto Articolo 5 (cinque) in ogni altra sua parte;

- 4.) *di conferire all'Amministratore Delegato con facoltà di nominare procuratori speciali, ogni più ampio potere per:*

a) nei limiti di legge e regolamentari, dare esecuzione al sopra deliberato aumento di capitale sociale, nonché procedere alla sottoscrizione di ogni documento utile o necessario, anche di natura contrattuale, inerente l'operazione complessivamente e unitariamente considerata e altresì porre in essere tutte le attività necessarie per l'esecuzione dell'operazione stessa (incluso, a titolo meramente esemplificativo, il potere di predisporre e presentare alle competenti autorità ogni documento, prospetto, istanza o domanda necessari od opportuni per procedere all'ammissione a quotazione delle nuove azioni) con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato, compreso quello di apportare alle intervenute deliberazioni quelle modificazioni, rettifiche o aggiunte di carattere non sostanziale che fossero ritenute necessarie e/o opportune per l'iscrizione nel Registro delle Imprese, anche in relazione alle eventuali indicazioni di qualsiasi Autorità di Vigilanza nonché di predisporre e disporre la pubblicazione degli avvisi e comunicati stampa nei modi e nei termini previsti dalla normativa vigente;

b) apportare all'Articolo 5 (cinque) dello Statuto Sociale le necessarie variazioni dell'entità numerica del capitale sociale e le ulteriori modifiche conseguenti all'esecuzione di detto aumento di capitale tenuto conto delle condizioni definitive dello stesso, a tal fine eseguendo tutti gli adempimenti e le pubblicità previste dall'ordinamento, curando pertanto anche il deposito presso il Registro delle Imprese competente dell'attestazione dell'esecuzione di detto aumento di capitale ai sensi dell'art. 2444 del Codice Civile e dello Statuto conseguentemente aggiornato ad aumento di capitale completamente eseguito;

TESSELLIS

d) apportare al testo del presente verbale ed infra allegato Statuto ogni modificazione eventualmente richiesta anche in sede di iscrizione al Registro delle Imprese.

Cagliari, 19 dicembre 2024

Per il Consiglio di Amministrazione



Il Presidente

Davide ROTA

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

Al Consiglio di Amministrazione di
Tessellis S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In data 10 gennaio 2023, l'Assemblea dei soci di Tessellis S.p.A. ("**Tessellis**" ovvero la "**Società**" e insieme alle altre società del gruppo il "**Gruppo**") ha deliberato il conferimento di una delega al Consiglio di Amministrazione "*da esercitarsi in una o più volte entro 30 mesi dalla data della delibera assembleare, per massimi Euro 60.000.000,00 comprensivi di sovrapprezzo: (i) ad aumentare il capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, anche con esclusione o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4, 5 e 8 del Codice Civile, anche tramite l'emissione di azioni da riservare a servizio di programmi di incentivazione basati sull'assegnazione di strumenti finanziari a favore di amministratori, dipendenti e collaboratori della Società, individuati dal Consiglio di Amministrazione a fronte di specifici impegni di lock up da parte di questi ultimi; e (ii) ad emettere obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della società ai sensi dell'art. 2420-ter del Codice Civile, unitamente alla facoltà di deliberare il relativo aumento di capitale a servizio della conversione, anche con esclusione o limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile*" (di seguito, la "**Delega**").

In data 11 maggio 2023 e 19 giugno 2023, Il Consiglio di Amministrazione, in parziale esecuzione della Delega, ha deliberato un aumento del capitale sociale a pagamento, in denaro e in via scindibile, per un importo massimo di Euro 24.716.036,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 61.790.090 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), ad un prezzo di emissione per azione di Euro 0,4000, da imputarsi integralmente a capitale, da offrire in opzione agli azionisti ai sensi dell'art. 2441, primo comma, del Codice Civile, nonché ai possessori di obbligazioni convertibili emesse ai sensi dell'art. 2441, primo comma, secondo periodo, del Codice Civile, entro il 31 luglio 2023, nel rapporto di 1 azione Tessellis di nuova emissione ogni 3 diritti di opzione di cui alle azioni / obbligazioni convertibili Tessellis possedute. Alla data del 31 luglio 2023, il suddetto aumento di capitale in opzione è stato sottoscritto per Euro 19.478.764,80, pari a numero 48.696.912 azioni ordinarie Tessellis.

Con riferimento a quanto precede, il Consiglio di Amministrazione riferisce l'intenzione di esercitare una porzione ulteriore della Delega residua, per un importo pari a Euro 15.000.000,00 milioni, al fine di deliberare un aumento del capitale sociale di Tessellis, articolato nei termini e con le modalità indicate di seguito (**I" Aumento di Capitale" o I" Operazione"**).

Nello specifico, gli Amministratori riferiscono che l'Operazione consiste in un aumento di capitale scindibile e progressivo, con esclusione del diritto di opzione e riservato a Shellnet S.p.A. ("**Shellnet**"), per un importo pari a circa Euro 15 milioni, da sottoscrivere in due *tranche* tramite conversione di parte dei crediti vantati da quest'ultima nei confronti della Società, secondo un rapporto di conversione di 1:1. L'accordo di sottoscrizione (l'"**Accordo di Sottoscrizione**") prevede l'impegno di Shellnet a sottoscrivere la prima *tranche* dell'Aumento di Capitale (come di seguito definito) entro il 31 dicembre 2024, mentre la seconda *tranche* entro il 28 febbraio 2025. L'impegno di sottoscrizione relativo alla seconda *tranche* è condizionato alla circostanza che la Società sia in grado di ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan le azioni rivenienti dall'esecuzione di entrambe le *tranche* entro il 28 febbraio 2025. Shellnet ha espressamente consentito a ricevere azioni non quotate, a fronte della sottoscrizione della prima *tranche*, con l'impegno della Società a fare quanto in proprio potere per ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan tali azioni entro il 28 febbraio 2025. Gli Amministratori specificano che anche successivamente al 28 febbraio 2025 e fino alla scadenza del termine del 31 marzo 2025, Shellnet potrà sottoscrivere, a sua discrezione, la seconda *tranche* dell'Aumento di Capitale.

Nell'ambito dell'Operazione sopra indicata, e in relazione all'Aumento di Capitale, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società la relazione ai sensi degli artt. 2441, sesto comma, del Codice Civile datata 19 dicembre 2024 (la "**Relazione degli Amministratori**" o la "**Relazione**"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando il criterio prescelto dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di Tessellis si è avvalso dell'attività di supporto di Audirevi Transaction & Advisory S.r.l., in qualità di Advisor esterno (di seguito, l'"**Advisor**" o il "**Consulente**"). L'Advisor ha provveduto ad emettere, in data 19 dicembre 2024, una sua relazione finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella verifica della ragionevolezza del criterio di determinazione del prezzo di emissione come di seguito definito, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione.

In riferimento all'Aumento di Capitale a servizio della conversione di parte dei crediti Shellnet sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione della Società ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, D.Lgs. 58/1998, il nostro parere sull'adeguatezza del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della definizione del metodo di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Tessellis a servizio della conversione di parte dei crediti Shellnet.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Gli Amministratori riferiscono che l'Operazione oggetto della Relazione degli Amministratori si inserisce nel contesto di una iniziativa di rafforzamento patrimoniale basata sulla proposta ricevuta in data 16 dicembre 2024 da Shellnet, attuale azionista di controllo della Società e del Gruppo nei confronti del quale, gli Amministratori informano che la Società, alla data della Relazione degli Amministratori, espone debiti di natura commerciale e finanziaria per un ammontare complessivo di circa Euro 61 milioni, originatisi nel corso degli ultimi due esercizi, anche quale conseguenza delle tensioni finanziarie manifestatesi in capo al Gruppo.

In particolare, gli Amministratori riferiscono che, con la sopra menzionata proposta, Shellnet ha manifestato la disponibilità a convertire in *equity* una quota del suddetto indebitamento, secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato da eseguirsi, in due *tranche*, entro il 31 marzo 2025, ad un prezzo di emissione coincidente con la media dei *Volume-Weighted Average Price* ("VWAP") giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna *tranche*.

Gli Amministratori prevedono che l'Aumento di Capitale sia effettuato, per quanto riguarda l'esecuzione della prima *tranche*, nei più brevi tempi tecnici possibili e comunque entro il 31 dicembre 2024, mentre per quanto riguarda la successiva *tranche* entro i termini di esecuzione previsti dalla delibera assembleare.

Gli Amministratori precisano che, in assenza di una esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, le azioni rivenienti dall'esecuzione della prima *tranche* dell'Aumento di Capitale non saranno ammesse automaticamente alle negoziazioni su Euronext Milan. Come già evidenziato, l'Accordo di Sottoscrizione prevede che la seconda *tranche* dell'Aumento di Capitale possa essere sottoscritta a condizione che la Società sia in grado di ammettere alle negoziazioni su Euronext Milan le azioni rivenienti dall'esecuzione di entrambe le *tranche*. Shellnet ha espressamente consentito a ricevere, a fronte della sottoscrizione della prima *tranche*, azioni non ammesse alle negoziazioni su Euronext Milan.

In considerazione della natura di parte correlata del proponente, gli Amministratori riferiscono che la proposta è stata sottoposta all'esame del Comitato Parti Correlate di Tessellis in data 16 dicembre 2024. A seguito della necessaria istruttoria, gli Amministratori riportano che il Comitato ha rilasciato in pari data il proprio parere positivo in merito al sussistente interesse della Società al compimento dell'operazione, nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Acquisito il parere del Comitato Parti Correlate, il Consiglio di Amministrazione di Tessellis ha deliberato in data 17 dicembre 2024 di accettare l'Accordo di Sottoscrizione proposto da Shellnet, avendone valutato il prevalente interesse per la Società e il Gruppo e, per l'effetto, ha deliberato di procedere con la strutturazione dell'operazione di aumento di capitale oggetto della Relazione degli Amministratori. Trattandosi di operazione con parti correlate "di maggiore rilevanza", come riportato dagli Amministratori, entro il 24 dicembre 2024 la Società dovrà provvedere alla pubblicazione del Documento Informativo richiesto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento CONSOB 2010/17221, da redigere in conformità all'Allegato 4 dello stesso Regolamento.

Nel contesto sopra descritto e ai fini dell'esecuzione dell'operazione, il Consiglio di Amministrazione di Tessellis ha deciso di esercitare parzialmente la Delega, deliberando un aumento di capitale sociale a pagamento, in via scindibile e progressiva, per un importo complessivo di massimi Euro 15.000.000,00, comprensivo di sovrapprezzo, mediante emissione di massime azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi le medesime caratteristiche di quelle in circolazione (da emettersi con godimento regolare), da offrire, in due *tranche* e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, cod. civ., a Shellnet S.p.A., ad un prezzo di emissione coincidente con la media dei VWAP giornalieri registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna *tranche* ("**prezzo di emissione**"), da liberarsi mediante compensazione volontaria di crediti certi, liquidi ed esigibili fino ad un massimo di Euro 15.000.000,00 e secondo un rapporto di conversione del credito in capitale di 1 a 1, per cui, a titolo esemplificativo, a fronte della conversione di crediti pari a Euro 1,00 saranno sottoscritte azioni di nuova emissione per un controvalore (inclusivo di sovrapprezzo) pari a Euro 1,00, con facoltà del Consiglio di Amministrazione di procedere agli eventuali arrotondamenti usuali per operazioni di questa natura.

Gli Amministratori precisano, inoltre, che l'esecuzione della delibera di Aumento di Capitale non è subordinata all'avveramento di alcuna condizione sospensiva.

Gli Amministratori riferiscono che l'Operazione costituisce un'importante opportunità per la Società di estinguere una porzione dei debiti in essere nei confronti di Shellnet a fronte della loro conversione in capitale.

L'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale comporterà infatti un aumento del patrimonio netto dell'Emittente, per massimi Euro 15 milioni, a seguito dell'aumento del capitale sociale e delle riserve, e una corrispondente riduzione dell'indebitamento corrente e non corrente.

Gli Amministratori riferiscono che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale non comporterà pertanto l'afflusso di nuove risorse per la Società ma consentirà un miglioramento della posizione finanziaria netta e della posizione debitoria in generale della Società.

Richiamato, quindi, quanto già in precedenza illustrato, gli Amministratori evidenziano che l'elemento preminente che giustifica l'esclusione del diritto di opzione si sostanzia nell'interesse prevalente della Società a convertire in capitale, a condizioni eque e ritenute dagli Amministratori congrue, una parte dei propri debiti nei confronti di Shellnet, ottenendo di conseguenza un rafforzamento della propria struttura patrimoniale.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione al momento della eventuale emissione di ciascuna *tranche* e, quindi, successivamente alla data di emissione della presente relazione, sulla base della metodologia individuata dagli Amministratori medesimi e descritta al successivo paragrafo 5 del presente parere di congruità.

Nelle circostanze, il Consiglio di Amministrazione ha pertanto ritenuto di proporre non già la determinazione di un prezzo puntuale e "finale" di emissione delle azioni, quanto piuttosto la determinazione di un criterio cui il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale all'atto della conversione di parte dei crediti vantati da Shellnet.

In tale contesto, il presente parere, emesso ai sensi degli articoli 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alla metodologia adottata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'Operazione sopra delineate, così come riferite nella Relazione degli Amministratori, il presente parere di congruità indica pertanto il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni definito dagli Amministratori e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate in tale determinazione, ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale criterio.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione:

- i. bozza e versione finale della Relazione degli Amministratori datata 19 dicembre 2024 e redatta ai sensi dell'art. 72 del Regolamento CONSOB n. 11971/99, come successivamente modificato e integrato;
- ii. parere del Consulente in merito alla modalità di definizione del criterio di determinazione del prezzo di emissione datato 19 dicembre 2024;
- iii. andamento dei prezzi di mercato delle azioni Tessellis registrate nel mercato Euronext Milan della borsa nei sei mesi antecedenti la Relazione degli Amministratori ed altre informazioni circa la volatilità del titolo e i volumi medi giornalieri scambiati (fonte: S&P Capital IQ);
- iv. statuto vigente della Società, per le finalità di cui al presente lavoro;
 - v. Accordo di Sottoscrizione perfezionato tra Shellnet S.p.A. e Tessellis in data 19 dicembre 2024;
 - vi. Parere rilasciato dal Comitato Parti Correlate in data 16 dicembre 2024;
 - vii. Bilancio consolidato del Gruppo al 31 dicembre 2023, da noi sottoposto a revisione legale;
- viii. Relazione semestrale consolidata della Società al 30 giugno 2024, da noi sottoposto a revisione legale limitata;
- ix. Verbale dell'Assemblea degli Azionisti del 10 gennaio 2023, che ha conferito la Delega;
- x. analisi effettuate dal Consiglio di Amministrazione della Società, elaborate con il supporto del Consulente, sulle operazioni comparabili;
- xi. Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 19 dicembre 2024, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Tessellis, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. CRITERIO ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come sopra anticipato, con riferimento all'Operazione, il Consiglio di Amministrazione ha optato per l'individuazione di un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, cui lo stesso dovrà attenersi in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale, da effettuarsi in due *tranche* successive entro il 31 marzo 2025, di alcuni crediti Shellnet e non di stabilire in via definitiva il relativo prezzo di emissione in modo puntuale e finale.

Con riferimento agli aspetti metodologici, gli Amministratori riferiscono che, nell'ipotesi considerata, l'art. 2441, sesto comma, Codice Civile, dispone anzitutto che proposte di aumento di capitale con

esclusione o limitazione del diritto di opzione debbano essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione dalla quale devono risultare le ragioni di tale esclusione, e, in secondo luogo, che il prezzo di emissione debba essere determinato 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 relazione all'espressione *"valore del patrimonio netto"*, gli Amministratori riportano che la prassi e la dottrina sono pertanto concordi nel ritenere che non ci si debba riferire al patrimonio netto contabile, e nemmeno che per stimare tale valore debbano utilizzarsi esclusivamente metodi di valutazione cosiddetti *"patrimoniali"*. Occorre invece riferirsi al valore del capitale economico dell'impresa (o più precisamente, al suo valore di mercato).

La seconda parte del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile afferma che si deve determinare il prezzo di emissione delle azioni *"tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Per gli Amministratori il riferimento all'*"andamento"* non impone una media delle quotazioni azionarie del semestre. A seconda delle circostanze del mercato e della società, gli amministratori possono, infatti, impiegare un più circoscritto arco temporale di riferimento per la rilevazione dei valori azionari. Inoltre, di essi dovranno *"tenere conto"* nella decisione, senza che s'imponga alcuna automatica relazione tra le quotazioni e il prezzo di emissione.

Gli Amministratori riportano che le quotazioni borsistiche forniscono indicazioni circa il valore attribuito dal mercato alle azioni scambiate su di esso (il c.d. flottante). Il valore di borsa assume però rilevanza e significatività economica in funzione del grado di efficienza del mercato. Nei mercati azionari caratterizzati da un alto grado di efficienza, i prezzi che si determinano per azioni dotate di un alto grado di liquidità, di corposi volumi scambiati e di una bassa volatilità tendono a convergere verso il valore economico determinabile attraverso le metodologie di valutazione basate sui fondamentali delle società. In assenza di tali condizioni di efficienza, anche a causa di fenomeni di volatilità e instabilità tipicamente connessi a fattori di natura speculativa sui titoli, talvolta avulsi dall'effettivo valore delle azioni, il valore di borsa potrebbe discostarsi, anche significativamente, dal valore economico dell'azienda.

L'andamento delle quotazioni deve pertanto essere considerato dagli amministratori previa valutazione delle condizioni di efficienza del mercato e soprattutto in relazione alla sua capacità di esprimere prezzi coerenti con il valore economico del capitale della società, che rimane il criterio fondamentale per la determinazione del prezzo di emissione.

Oltre alle indicazioni codicistiche, assumono rilievo le previsioni dei Principi Italiani di Valutazione ("PIV") con riguardo alle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. I PIV, in particolare, statuiscono che, ai fini delle valutazioni nell'ambito delle citate operazioni:

- la stima del prezzo deve essere compiuta in una prospettiva *pre money*, cioè in una prospettiva che consideri il valore dell'emittente senza incorporare la creazione di nuovo valore resa possibile dall'aumento di capitale. Ciò consente di esperire l'equilibrio di cui si è detto tra la posizione degli attuali azionisti e quella dei nuovi investitori;
- la configurazione di valore è sempre un congruo prezzo di mercato, in quanto il prezzo di emissione è un prezzo proposto al mercato sulla base non solo del contenuto intrinseco del titolo, ma anche dei fattori che possono generare un disallineamento tra valore intrinseco e quello di mercato.

In tal senso, il contesto di ambiente e di impresa potrebbe determinare uno scostamento tra quotazione di mercato e valore intrinseco della Società.

A tal riguardo, gli Amministratori segnalano che nella grande maggioranza dei casi mappabili sul mercato italiano e sui mercati esteri, anche tramite analisi condotte in letteratura, il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione incorpora uno "sconto" rispetto al valore di mercato (per i titoli quotati, inteso come quotazione di borsa).

Gli Amministratori riferiscono che la determinazione del criterio per l'effettuazione dell'Aumento di Capitale è stata frutto di un processo nel quale si è tenuto conto dell'effettiva situazione patrimoniale e finanziaria della Società, della necessità di eseguire l'operazione di rafforzamento patrimoniale in oggetto, nonché delle interlocuzioni intercorse tra la Società e Shellnet relative alla gestione del debito accumulato dalla Società nei confronti di Shellnet stessa e alla possibilità di trovare soluzioni per il suo ripagamento.

In considerazione dell'importo consistente dell'indebitamento accumulato nei confronti di Shellnet e dell'impossibilità, almeno nel breve periodo, di procedere al suo rimborso, gli Amministratori riferiscono che le parti hanno concordato i termini dell'operazione in oggetto finalizzata, da una parte, a ridurre l'esposizione di Tessellis, e dall'altra a rafforzare la struttura patrimoniale di quest'ultima.

Come già indicato, tale prezzo viene sottoscritto, nella prospettiva di Shellnet, convertendo crediti finanziari e commerciali in un rapporto di 1 a 1 o, nella prospettiva della Società e dei suoi azionisti attuali e futuri, consentendo una riduzione dell'indebitamento finanziario e di quello commerciale pari a Euro 15 milioni. Tale beneficio – ossia la riduzione dei debiti finanziari e commerciali – a parere degli Amministratori andrebbe a beneficio di tutte le azioni, distribuendosi cioè su tutte le azioni che sarebbero in circolazione post aumento di capitale.

Ciò posto, ai fini della valutazione richiesta ai sensi dell'art 2441, il Consiglio di Amministrazione ha dovuto verificare la ragionevolezza del criterio di determinazione del prezzo di emissione. Nello svolgimento delle valutazioni effettuate, che vengono illustrate nel proseguo, il Consiglio di Amministrazione, come già evidenziato, è stato supportato dall'Advisor, che ha rilasciato a suo beneficio una apposita relazione.

Il Consiglio di Amministrazione ha valutato che la sua analisi in merito al criterio di determinazione del prezzo di emissione previsto dall'Aumento di Capitale possa ritenersi ragionevolmente influenzato da diversi fattori, fra cui principalmente:

- il peggioramento delle performance del Gruppo nel recente passato, che ha comportato il progressivo deterioramento della consistenza patrimoniale dello stesso, fino a far registrare un patrimonio netto negativo. Tale circostanza fa sì che i metodi patrimoniali non possano essere considerati un benchmark affidabile ai fini della stima del fair market value dell'azione Tessellis.

L'applicazione di tali metodologie, difatti, avrebbe comportato una valutazione negativa, dunque nulla, del capitale economico della Società. Gli Amministratori riferiscono che tale circostanza è difficilmente argomentabile in ragione del contesto di continuità aziendale nel quale attualmente opera il Gruppo;

- l'assenza di proiezioni economico-finanziarie aggiornate, che recepiscano l'attuale indirizzo strategico del management di Tessellis rispetto a quello sottostante al Piano Industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 11 maggio 2023, successivamente aggiornato, nel mese di maggio del 2024, relativamente alla sola "spalla", sulla base dei dati consuntivi realizzati nell'esercizio 2023. Gli Amministratori segnalano che tale circostanza non consente di ottenere dei risultati affidabili attraverso l'applicazione del metodo finanziario UDCF allo scopo di individuare una stima affidabile circa il più probabile valore attribuibile al capitale economico della Società. Per le ragioni precedentemente illustrate, gli Amministratori riportano che tale metodo renderebbe dei riferimenti di valore scarsamente attendibili ed è quindi stato ritenuto inutilizzabile per le finalità di valutazione effettuate dal Consiglio di Amministrazione;
- l'assenza di coverage di Tessellis, da cui sia possibile ottenere un outlook circa le prospettive future del Gruppo o delle raccomandazioni sul relativo titolo, e lo scarso numero di transazioni comparabili riguardanti aumenti di capitale analoghi a quello della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 5 e 6, del Codice civile, riservati all'azionista di riferimento e da sottoscrivere tramite la conversione dei crediti dello stesso nei confronti della Società. Gli Amministratori evidenziano che tale circostanza non permette di ottenere dei riferimenti di valore affidabili, da utilizzare allo scopo di valutare la congruità, dal punto di vista finanziario, del criterio di determinazione del prezzo di emissione;
- la difficoltà nell'utilizzo dei moltiplicatori di società quotate comparabili (quale ad esempio l'EV/EBIT, ritenuto dagli Amministratori maggiormente significativo per società operanti nel settore delle telecomunicazioni e dei media in ragione dell'elevata intensità di capitale che caratterizza il business model delle stesse), ciò non tanto in ragione del limitato numero di società quotate realmente comparabili sulla base di un set di caratteristiche delle stesse (ad esempio, fattori dimensionali, modello di business, posizionamento di mercato, tassi di crescita e di maturità, esposizione geografica, struttura finanziaria, ecc.), quanto, piuttosto, in considerazione dei risultati economici più recenti della Società. Sulla base delle informazioni contenute nella situazione economico-patrimoniale consolidata del Gruppo al 30 settembre 2024, difatti, il Risultato Operativo (EBIT - Earnings Before Interest and Taxes) era negativo per Euro 33,4 milioni.

Come precedentemente indicato, l'Accordo di Sottoscrizione prevede che il prezzo di emissione sia coincidente con la media dei VWAP registrati dall'azione Tessellis nei dieci giorni di mercato aperto precedenti all'esecuzione di ciascuna delle due tranche nelle quali è suddiviso l'Aumento di Capitale.

Alla luce di quanto sopra, quindi, gli Amministratori riferiscono che il prezzo di emissione sarà determinato tramite l'applicazione della metodologia dei prezzi di Borsa, che consiste nella stima del valore economico delle azioni Tessellis attraverso l'osservazione dell'andamento delle quotazioni dell'azione Tessellis lungo un orizzonte temporale di dieci giorni.

In primo luogo, gli Amministratori riferiscono che con riferimento alla scelta di determinare non già un prezzo puntuale quanto un criterio per la determinazione del prezzo di emissione e, nella circostanza, il riferimento ai corsi di borsa del titolo di Tessellis, risulta in linea con la prassi di mercato per operazioni assimilabili a quella in esame, tenuto conto delle modalità di esecuzione dell'Aumento di Capitale e del periodo intercorrente tra la delibera di esecuzione del medesimo e il momento di conversione dei crediti vantati da Shellnet, ed appare, agli Amministratori, nel complesso, ragionevole, coerente e non arbitrario, anche in considerazione dei seguenti elementi:

- la normativa di riferimento: al riguardo, l'art. 2441, comma 6, del Codice civile indica espressamente che, nel caso di specie, il prezzo di emissione delle azioni ai fini dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione debba essere determinato "tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre";
- la scelta adottata è inoltre suffragata dalla più autorevole teoria valutativa: i Principi Italiani di Valutazione (PIV), a titolo esemplificativo, stabiliscono "in presenza di un mercato di borsa efficiente e privo di perturbazioni, ed in assenza di competizione per acquisire il controllo di una società, la capitalizzazione di borsa (quotazione del titolo azionario per numero di titoli in circolazione) di una società dovrebbe di norma costituire la migliore approssimazione del valore (di mercato ed intrinseco) di un'azienda";
- la prassi di mercato prevalente che, nel caso di società quotate in Borsa, suggerisce di considerare i prezzi di mercato undistributed quali informazioni rilevanti per la stima del valore economico della società oggetto di analisi, utilizzando le capitalizzazioni di Borsa calcolate sulla base delle quotazioni dei prezzi (di chiusura) registrati in intervalli temporali ritenuti significativi;
- l'ampiezza del periodo temporale entro cui Shellnet ha facoltà/obbligo di eseguire la sottoscrizione in forza dell'Accordo di Sottoscrizione, in virtù del quale l'adozione di un prezzo d'emissione stabilito ab origine, nell'ipotesi in cui le quotazioni di Borsa delle azioni della Società subissero variazioni significative, potrebbe penalizzare gli attuali azionisti. L'adozione di un criterio basato sull'andamento delle azioni, in una finestra temporale ben delimitata e stabilita, consente, per contro, di emettere titoli a un prezzo che segue l'andamento del valore dei titoli stessi, esplicitamente riconosciuto anche dal mercato dei capitali nel periodo di osservazione;
- i criteri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione di nuove azioni nell'ambito di analoghe operazioni di aumento di capitale, come illustrato nel seguito.

In secondo luogo, gli Amministratori riferiscono che il riferimento a valori medi di mercato per la stima del prezzo di emissione consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa e appare, inoltre, conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata.

Riguardo all'orizzonte temporale dei prezzi di borsa da utilizzare come base per il calcolo dei VWAP, gli Amministratori evidenziano che la scelta di un periodo di tempo di dieci giorni di borsa aperta in prossimità dell'esecuzione delle due tranche in cui è suddiviso l'Aumento di Capitale appare coerente, in considerazione dei seguenti elementi:

- il peggioramento del contesto macroeconomico e del mercato in cui opera la Società, che potrebbe aver contribuito alla progressiva contrazione del corso delle azioni Tessellis nel corso degli ultimi mesi;
- il progressivo deterioramento delle performance economiche e finanziarie del Gruppo, con il conseguente peggioramento dell'integrità patrimoniale della Società, ulteriormente aggravate dalla perdita realizzata nei primi mesi del 2024;
- gli effetti causati dalla vendita delle azioni Tessellis ad esito della conversione delle obbligazioni sottoscritte da N&G, a cui ha fatto seguito un'ulteriore riduzione del corso del titolo nel periodo di conversione del POC, compreso fra il 22 luglio 2024 e il 12 dicembre 2024. Al riguardo, appare altresì evidente, da un punto di vista empirico, la correlazione esistente tra il trend evidenziato dal valore delle azioni scambiate e le richieste di conversione, in tranche, realizzate da N&G, come peraltro frequentemente osservabile nella prassi in operazioni analoghe, dove la conversione delle obbligazioni e la successiva immediata vendita delle azioni rivenienti tendono a deprimere velocemente il valore unitario delle azioni in circolazione.

Al riguardo, gli Amministratori evidenziano, infine, che l'orizzonte temporale di breve termine da utilizzare per il calcolo del VWAP così come previsto nell'Accordo di Sottoscrizione, risulta coerente con alcune recenti transazioni realizzate sul mercato e riportate nella loro Relazione.

Gli Amministratori evidenziano inoltre che le transazioni analizzate hanno previsto degli sconti compresi fra il 10% e il 35% del prezzo di borsa del titolo.

Gli Amministratori segnalano che, sebbene le transazioni identificate siano state caratterizzate dall'applicazione di sconti (in taluni casi anche di entità significativa) rispetto al prezzo di borsa del titolo rilevato nei giorni immediatamente precedenti l'operazione, nel caso dell'assegnazione delle azioni Tessellis in favore di Shellnet non si prevede l'applicazione di alcuno sconto rispetto al VWAP del titolo rilevato nei 10 giorni antecedenti all'esecuzione delle due tranche in cui è suddiviso l'Aumento di Capitale.

Sulla base di quanto sopra illustrato, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Tessellis, offerte in sottoscrizione a Shellnet nell'ambito dell'Aumento di Capitale, risulti, alla data odierna e sulla base delle informazioni attualmente disponibili, congruo e ragionevole da un punto di vista finanziario e conforme a quanto richiesto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

Gli Amministratori riportano che alla data della loro Relazione, avendo il Consiglio di Amministrazione determinato esclusivamente il criterio di determinazione del prezzo di emissione – e non un prezzo puntuale – non è possibile determinare il numero di azioni Tessellis che saranno emesse in esecuzione dell'Aumento di Capitale e, di conseguenza, la connessa diluizione in termini di partecipazione per gli attuali azionisti della Società.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella propria Relazione il Consiglio di Amministrazione non ha evidenziato difficoltà di valutazione.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione del documento nella versione finale;
- esaminato l'Accordo di Sottoscrizione e l'ulteriore documentazione indicata al precedente par. 4;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro dagli stessi svolto per l'individuazione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza in quanto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- analizzato, sotto il profilo della completezza e non contraddittorietà, le motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti il criterio da esso adottato ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente sul titolo Tessellis;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente su operazioni similari;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di Borsa e dei volumi scambiati con riguardo alle azioni Tessellis in diversi orizzonti temporali sino a sei mesi precedenti la data della Relazione;
- analizzato gli sconti applicati in precedenti operazioni similari riscontrate sul mercato italiano;
- preso visione della bozza del nuovo Statuto della Società;
- ricevuto formale attestazione dal legale rappresentante della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL CRITERIO PROPOSTO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

In via preliminare è opportuno ricordare che oggetto della presente relazione è l'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

L'adozione di tale strumento trova giustificazione nell'interesse primario della Società, opportunamente rappresentato nella Relazione, di ottenere un miglioramento della posizione finanziaria netta e delle posizioni debitorie in generale della Società con immediati benefici per la situazione finanziaria e patrimoniale di Tessellis.

In tale contesto, secondo quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori, le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate per la determinazione del criterio e il processo logico seguito sono diretta conseguenza dei termini e delle condizioni individuati nell'Accordo di Sottoscrizione.

Pertanto, le considerazioni che qui seguono in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni tengono complessivamente conto delle specifiche caratteristiche dell'Operazione e della sua struttura:

- La scelta del Consiglio di Amministrazione di determinare non già un prezzo di emissione puntuale, quanto piuttosto un criterio per la fissazione del prezzo medesimo risulta in linea con la prassi di mercato della tipologia di operazioni quali quella in esame, tenuto conto delle modalità di esecuzione dell'Aumento di Capitale e del periodo di tempo intercorrente tra la delibera dell'aumento di capitale medesimo e il differente momento di sottoscrizione delle nuove azioni.
- Ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile il prezzo di emissione delle azioni, nel caso di esclusione del diritto di opzione, deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenuto conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Con riguardo all'espressione "valore del patrimonio netto", si ritiene che tale valore debba intendersi non come valore patrimoniale in senso stretto, quanto piuttosto quale valore corrente della società, individuato sulla base di criteri di valutazione elaborati dalla scienza economica e ritenuti adeguati nelle specifiche circostanze in cui si colloca l'aumento di capitale sociale. Con riguardo poi al riferimento all'"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre", la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento a una media delle quotazioni del semestre, ma sia possibile utilizzare anche più limitati periodi di osservazione, a seconda delle circostanze e delle peculiari caratteristiche del titolo, sempre al fine di individuare il valore corrente della società emittente.
- Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato e utilizzato a livello sia nazionale sia internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Come ricordato all'inizio del presente paragrafo, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.
- L'Operazione si sostanzia del resto nella conversione di parte dei crediti vantati dalla Shellnet al fine di ottenere un miglioramento della posizione debitoria e patrimoniale della Società. In considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

- Nella fattispecie in esame, tenuto conto delle finalità dell'Operazione e dell'ampiezza del periodo temporale in cui potrà avvenire la conversione, la scelta degli Amministratori di individuare il prezzo di emissione delle nuove azioni in prossimità dell'esecuzione delle tranches di Aumento di Capitale consente di determinare un prezzo che, sostanzialmente, esprima un valore corrente della Società aggiornato in un momento più prossimo all'emissione delle nuove azioni. Tale scelta del Consiglio di Amministrazione risulta in linea con la prassi di mercato per tale tipologia di operazioni e appare pertanto, nelle specifiche circostanze, ragionevole e non arbitraria.
- Sotto il profilo dell'ampiezza dell'arco temporale di riferimento, gli Amministratori hanno ritenuto valori medi di mercato su un orizzonte temporale di 10 giorni. Come ampiamente riconosciuto dalla prassi valutativa e dalla dottrina, i valori delle quotazioni di borsa costituiscono un punto di riferimento più o meno significativo anche in considerazione delle specifiche caratteristiche del titolo. In mercati finanziari efficienti, i prezzi che si vengono a formare per azioni dotate in particolare di un buon grado di liquidità, come nel caso di Tessellis, tendono a riflettere il valore economico attribuibile tempo per tempo alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo Tessellis risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate. Le analisi da noi svolte, con specifico riferimento alle caratteristiche del titolo Tessellis (in particolare sotto il profilo della cd. turnover velocity, vale a dire il rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media), giungono dunque a confermare nella sostanza l'adeguatezza dell'orizzonte temporale previsto ai fini della determinazione del prezzo di emissione.
- Inoltre, la scelta effettuata dagli Amministratori di utilizzare, invece di una media aritmetica semplice, una media ponderata per i volumi giornalieri scambiati consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti transazioni, attribuendo un maggiore rilievo a prezzi formati a fronte di un più significativo volume di negoziazioni. La decisione degli Amministratori di utilizzare medie ponderate per i volumi risulta pertanto, nelle circostanze, anch'essa ragionevole e non arbitraria.
- La scelta degli Amministratori di non applicare sconti rispetto alla media delle quotazioni determinata come sopra illustrato, appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria, in considerazione del rapporto di correlazione in essere tra la Società e Shellnet.

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

- i) In merito ai limiti e alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
 - o le valutazioni basate sui corsi di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. 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 all'incertezza del quadro economico generale. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società o connesse ad eventi esogeni anche del tutto imprevedibili.

L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale unica metodologia prescelta dagli Amministratori, può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- o l'applicazione dei metodi di mercato è, inoltre, resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale incertezza del contesto macroeconomico e dei mercati finanziari, che sono stati caratterizzati da inconsueti livelli di volatilità, dovuti anche alle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'est e nel Medioriente;
 - o nell'ambito dell'approccio metodologico complessivo, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, metodologie valutative diverse dal criterio dei corsi di borsa. Nel caso specifico, metodologie diverse da quella di borsa non sono state in effetti ritenute applicabili in considerazione delle peculiari caratteristiche dell'Operazione indicate nella Relazione degli Amministratori. La mancata applicazione di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo, rispetto al metodo di borsa, costituisce un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.
- ii) Si richiama l'attenzione sui seguenti aspetti ritenuti di rilievo:
- o Esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione nel contesto degli obiettivi della Società, i relativi adempimenti, la tempistica di avvio e di esecuzione dell'Operazione stessa e relative considerazioni anche di natura legale o fiscale.
 - o Il criterio di emissione delle nuove azioni fa riferimento a prezzi di borsa rilevati in intervalli temporali anteriori all'esecuzione delle tranche di Aumento di Capitale e, dunque, noti a Shellnet prima di assumere le proprie determinazioni.
 - o L'approccio valutativo adottato dagli Amministratori è finalizzato a individuare la modalità di determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito e per le specifiche finalità connesse alla conversione di alcuni crediti vantati da Shellnet, tenuto conto delle peculiari caratteristiche dell'Operazione. Tale approccio metodologico non può pertanto essere di per sé comparato con quello sottostante processi valutativi intervenuti, o che potranno intervenire, in contesti temporali o per finalità intrinsecamente differenti.
 - o Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale ("lock up") per le nuove azioni, con conseguente piena facoltà di Shellnet, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni, di negoziare i suddetti titoli sul mercato. Secondo quanto emerge dalla Relazione, non sussistono inoltre restrizioni in capo a Shellnet circa l'operatività sul titolo Tessellis in pendenza del periodo di emissione.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che il criterio individuato dagli Amministratori nell'ambito dell'Aumento di Capitale sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della definizione della modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Tessellis S.p.A..

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Andrea Cannavò
Socio

Roma, 19 dicembre 2024