



TELECOM ITALIA SPA

**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 E SESTO COMMA, DEL
CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

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 E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Agli Azionisti di
Telecom Italia SpA

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell' articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile, abbiamo ricevuto dalla società Telecom Italia SpA ("Telecom Italia" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/1999 (la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione. La Relazione degli Amministratori, finalizzata dall'Amministratore Delegato a seguito di delibera del Consiglio di Amministrazione del 7 novembre 2013, è stata comunicata al mercato in data 26 novembre 2013.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto l'aumento del capitale sociale a pagamento, in via scindibile e con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, da liberarsi in una o più volte mediante emissione di azioni ordinarie della Società con godimento regolare (le "Azioni di Compendio") al servizio esclusivo della conversione delle obbligazioni emesse dalla società controllata Telecom Italia Finance SA nell'ambito del prestito obbligazionario subordinato *equity-linked* con garanzia di Telecom Italia denominato "*Guaranteed Subordinated Mandatory Convertible Bonds due 2016 convertible into ordinary shares of Telecom Italia SpA*" (le "Obbligazioni" o il "Prestito Obbligazionario").

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata, in unica convocazione, per il giorno 20 dicembre 2013.

Come da incarico conferitoci dalla Società, ci è stato richiesto di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Telecom Italia.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

2.1 *Premessa*

La proposta operazione di aumento di capitale sociale nei termini descritti nella Relazione degli Amministratori si colloca nell'ambito dell'operazione di emissione del Prestito Obbligazionario, subordinato garantito *equity-linked* a tasso fisso per euro 1.300.000.000, a conversione obbligatoria in azioni ordinarie Telecom Italia, con scadenza novembre 2016, emesso da Telecom Italia Finance SA (l'"Emittente") e garantito da Telecom Italia, riservato a investitori qualificati italiani e internazionali.

La Relazione degli Amministratori riferisce che l'emissione del Prestito Obbligazionario è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società, per quanto di sua competenza, unitamente alla concessione della garanzia da parte della Società stessa, nella riunione del 7 novembre 2013.

I termini e le caratteristiche del Prestito Obbligazionario sono descritti nel documento denominato *Trust Deed* datato 15 novembre 2013, che contiene il regolamento del Prestito Obbligazionario, redatto in lingua inglese (il "Regolamento") e pubblicato sul sito internet della Società.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, il collocamento delle Obbligazioni è stato avviato e concluso presso investitori qualificati in un momento immediatamente successivo al Consiglio di Amministrazione del 7 novembre 2013 e, più precisamente, tramite una modalità c.d. "*overnight execution*", in data 8 novembre 2013, con *pricing* definito lo stesso giorno.

L'aumento di capitale (comprensivo di sovrapprezzo) potrà dunque avvenire per un controvalore massimo complessivo di euro 1.300.000.000 (oltre al controvalore degli interessi eventualmente da regolare in azioni, per un importo massimo di euro 238.875.000), da liberarsi in una o più volte mediante emissione di azioni ordinarie della Società, con godimento regolare, al servizio esclusivo del Prestito Obbligazionario secondo i criteri determinati dal relativo Regolamento.

Come descritto nella Relazione degli Amministratori il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio ai fini dell'aumento di capitale sarà determinato sulla base di quanto contenuto nel Regolamento (come illustrato di seguito nella sezione "Principali caratteristiche del Prestito Obbligazionario") e sarà comunque compreso tra un minimo di euro 0,6801 (pari al prezzo ufficiale di borsa dell'8 novembre 2013: il "*Minimum Conversion Price*") e un massimo di euro 0,8331 (pari al *Minimum Conversion Price* più un premio del 22,5%: il "*Maximum Conversion Price*"), salvo aggiustamenti e fermi gli ulteriori criteri previsti in caso di eventuale regolamento in azioni degli interessi differiti del Prestito Obbligazionario in caso di conversione accelerata, secondo quanto previsto dal Regolamento.

Il Regolamento prevede che, su proposta del Consiglio di Amministrazione, Telecom Italia convochi un'assemblea straordinaria, da tenersi non più tardi del 28 febbraio 2014, a oggi fissata per il 20 dicembre 2013, per proporre agli azionisti l'approvazione dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile da riservare esclusivamente all'emissione di azioni ordinarie al servizio della conversione delle Obbligazioni.

Le Obbligazioni saranno soggette a conversione obbligatoria in azioni ordinarie di Telecom Italia a scadenza, fatta eccezione per i casi di conversione anticipata richiesta dagli obbligazionisti o da Telecom Italia Finance SA o in caso di eventi specifici, come previsto dai termini del Regolamento.

2.2. Principali caratteristiche del Prestito Obbligazionario

Nella Relazione degli Amministratori si legge che il Prestito Obbligazionario presenta le seguenti principali caratteristiche:

- natura: prestito obbligazionario di tipo *equity-linked*, con obbligo a scadenza di conversione in azioni ordinarie di Telecom Italia esistenti o di nuova emissione, subordinata all'approvazione, da parte dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti, di un aumento di capitale a servizio della conversione con esclusione del diritto di opzione dei soci;
- importo: euro 1.300 milioni;
- data di accensione del prestito: 15 novembre 2013;
- durata: triennale, con conversione automatica in Azioni di Compendio a scadenza in data 15 novembre 2016, salvo che le Obbligazioni non siano precedentemente rimborsate e/o convertite ai sensi del Regolamento;
- denominazione: euro;
- taglio unitario delle Obbligazioni: euro 100.000;
- destinatari: investitori qualificati italiani ed esteri;
- prezzo di emissione delle Obbligazioni: 100% del loro valore nominale;
- prezzo di mercato a scadenza delle azioni ordinarie Telecom Italia: calcolato come media dei 20 giorni di trattazione precedenti il terzo giorno di borsa aperta antecedente alla scadenza, come indicato nell'art. 3 del Regolamento del Prestito (il "Prezzo di Mercato");
- prezzo di conversione: l'emissione delle Azioni di Compendio avverrà di regola a un prezzo pari al:
 - (i) *Minimum Conversion Price* inizialmente pari a euro 0,6801 (pari al prezzo ufficiale di borsa delle azioni ordinarie di Telecom Italia nella giornata di venerdì 8 novembre 2013);
 - (ii) *Maximum Conversion Price* fissato inizialmente pari a euro 0,8331 (pari al 122,5% del *Minimum Conversion Price*);
 - (iii) Prezzo di Mercato, là dove il prezzo di mercato sia compreso tra il *Minimum Conversion Price* e il *Maximum Conversion Price*.

Supponendo che l'Obbligazione giunga alla sua naturale scadenza e al netto di eventuali aggiustamenti, il numero delle Azioni di Compendio sarà così calcolato:

- nel caso in cui il Prezzo di Mercato dell'azione ordinaria Telecom Italia a scadenza sia inferiore a euro 0,6801, il numero di Azioni di Compendio sarà pari a 1.911.483.605 equivalenti a euro 0,6801 per azione;
- nel caso in cui il Prezzo di Mercato risulti compreso fra euro 0,6801 ed euro 0,8331, il numero di Azioni di Compendio sarà pari al valore nominale del Prestito Obbligazionario diviso per il Prezzo di Mercato;
- nel caso in cui il Prezzo di Mercato dell'azione ordinaria a scadenza sia superiore a euro 0,8331, il numero di Azioni di Compendio sarà pari a 1.560.436.922, equivalenti a euro 0,8331 per azione.

Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, secondo prassi di mercato, il rapporto di conversione sopra indicato sarà oggetto di aggiustamenti al verificarsi di operazioni o eventi sul capitale della Società, ivi incluso il pagamento di dividendi o la distribuzione di riserve alle azioni ordinarie, individuati all'art. 7 del Regolamento.

- interesse: tasso fisso annuo pari al 6,125% del valore nominale del Prestito Obbligazionario;
- pagamento degli interessi: con scadenza annuale. La prima cedola scadrà il 15 novembre 2014;
- rimborso della quota capitale del Prestito Obbligazionario:
 - Qualora l'Assemblea di Telecom Italia non deliberi l'aumento di capitale entro il 28 febbraio 2014, l'Emittente avrà facoltà di notificare, entro i dieci giorni successivi, il rimborso anticipato delle Obbligazioni da effettuarsi entro i 60 giorni successivi. In detta situazione, il valore di rimborso sarà pari al 102% del valore nominale, maggiorato degli interessi maturati, oltre a un ammontare pari all'85% della differenza, solo se positiva, tra il valore di mercato delle azioni ordinarie di Telecom Italia e il *Minimum Conversion Price* (come sopra riportato pari a euro 0,6801), calcolati come da Regolamento.
 - Nel caso in cui l'Assemblea abbia deliberato l'aumento di capitale a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario, le Obbligazioni non convertite prima del venticinquesimo giorno di negoziazione antecedente al 15 novembre 2016 saranno convertite in Azioni di Compendio sulla base di un rapporto di conversione dettagliato nel Regolamento, variabile in funzione dell'andamento del Prezzo di Mercato, e comunque compreso tra il *Maximum Conversion Ratio* (inizialmente pari a 147.037,2004 Azioni di Compendio per singola Obbligazione, calcolato sulla base del *Minimum Conversion Price* di euro 0,6801 per azione ordinaria) e il *Minimum*

Conversion Ratio (inizialmente pari a 120.033,6094 Azioni di Compendio per singola Obbligazione, calcolato sulla base del *Maximum Conversion Price* di euro 0,8331 per azione ordinaria). Il *Maximum Conversion Ratio* e il *Minimum Conversion Ratio* sono soggetti ad aggiustamenti secondo le previsioni del Regolamento;

- ipotesi di conversione anticipata rispetto alla scadenza del Prestito Obbligazionario:
 - Conversione accelerata: al ricorrere di un evento di conversione accelerata, come stabilito dal Regolamento (ivi incluso il downgrade del merito di credito di Telecom Italia al di sotto di determinate soglie: B1 per Moody's; BB- per Standard & Poor's e Fitch), le Obbligazioni saranno convertite anticipatamente sulla base del *Maximum Conversion Ratio* (con emissione di Azioni di Compendio al *Minimum Conversion Price*), con il pagamento di un importo monetario calcolato in funzione del valore dell'opzione sottostante allo strumento al momento dell'emissione secondo apposita formula contenuta nel Regolamento (c.d. *Make Whole Amount*), degli interessi maturati e delle eventuali cedole differite. In caso di conversione accelerata è inoltre previsto che le cedole differite possano essere regolate, a scelta di Telecom Italia Finance SA, per cassa o in Azioni di Compendio (da consegnarsi da parte di Telecom Italia ed emesse sulla base di una formula indicata nel Regolamento, basata su una media del valore di mercato delle azioni ordinarie per un determinato periodo).
 - Conversione anticipata a opzione dell'Emittente: Telecom Italia Finance SA potrà richiedere la conversione anticipata del Prestito Obbligazionario, sulla base del *Maximum Conversion Ratio* (con emissione di Azioni di Compendio al *Minimum Conversion Price*). In tale ipotesi è previsto il pagamento per contanti del c.d. *Make Whole Amount* (da calcolarsi come indicato nel Regolamento), degli interessi maturati e delle eventuali cedole differite.

I titolari delle Obbligazioni possono convertire anticipatamente in alcuni casi di seguito riportati:

- Conversione volontaria: i titolari delle Obbligazioni potranno esercitare la facoltà di conversione al *Minimum Conversion Ratio* (con emissione di Azioni di Compendio al *Maximum Conversion Price*) in qualsiasi momento successivo al quarantesimo giorno dalla loro emissione ed entro il quarantesimo giorno di negoziazione antecedente alla loro scadenza, fatti salvi specifici periodi connessi, fra l'altro, alla convocazione delle Assemblee della Società. Anteriormente all'approvazione dell'aumento di capitale, la conversione delle Obbligazioni sarà regolata in denaro secondo la formula matematica dettagliata nel Regolamento.
- Conversione volontaria a seguito di specifici eventi: a seguito del verificarsi di specifici eventi (in sintesi: la discesa del flottante della Società sotto un determinato livello e l'acquisizione del controllo della Società da parte di soggetti diversi dai suoi azionisti che alla data di emissione già direttamente o indirettamente dispongano di oltre il 13%

del capitale ordinario di Telecom Italia, del loro socio di maggioranza, delle parti del c.d. patto Telco, pubblicato ai sensi dell'art. 122 del d.lgs. n. 58/1998, datato 29 febbraio 2012 e da ultimo modificato in data 7 novembre 2013), ciascun titolare delle Obbligazioni potrà richiederne la conversione in Azioni di Compendio sulla base di una specifica formula indicata nel Regolamento, basata su una media del valore di mercato delle azioni ordinarie per un periodo di 20 giorni di trattazione, decorrenti dal giorno successivo alla dichiarazione di conversione. Gli Amministratori nella loro Relazione riferiscono che la predetta formula garantisce che il numero massimo delle Azioni di Compendio non potrà comunque eccedere il numero di azioni calcolato in base al *Maximum Conversion Ratio*, salvo aggiustamenti secondo le previsioni del Regolamento.

2.3 Obiettivi dell'operazione e motivi dell'esclusione del diritto di opzione

Nella Relazione degli Amministratori è specificato che l'operazione è funzionale a garantire immediata certezza di rafforzamento patrimoniale congiuntamente ad altre misure presentate in concomitanza con il Piano Industriale 2014-2016.

Al riguardo, gli Amministratori precisano che, nell'ambito delle misure di rafforzamento patrimoniale studiate dalla Società già in occasione dell'approvazione del Piano Industriale 2013-2015, anche volte alla difesa del *rating*, il 18 febbraio 2013 il Consiglio di Amministrazione aveva approvato un programma di emissioni obbligazionarie c.d. ibride, in grado di ottenere un determinato *equity content* da parte delle agenzie di *rating*, per un totale massimo di 3 miliardi di euro, nell'ambito del quale in data 20 marzo 2013 è stata completata un'emissione di 750 milioni di euro. Successivamente, a seguito della revisione al ribasso della *guidance* di *Ebitda* per il 2013 e del *downgrade* della Società da parte di Moody's al livello *sub-investment grade* Ba1 (e a causa di una variazione nel frattempo intervenuta nella metodologia adottata dalla medesima agenzia di *rating*, che di fatto azzerava l'*equity content* delle obbligazioni ibride emesse da società *sub-investment grade*), è apparso evidente al Consiglio di Amministrazione che il proseguimento del programma di emissioni ibride non avrebbe più raggiunto il suo obiettivo.

In questo contesto, gli Amministratori riferiscono di essersi concentrati sulla strutturazione di uno strumento che consenta di:

- incrementare la flessibilità finanziaria del Gruppo, riducendo al contempo le necessità di rifinanziamento e i relativi rischi;
- consentire di fronteggiare con la necessaria prudenza la mutata situazione di *rating* e il passaggio a *sub-investment grade* (*downgrade* della Società da parte di Moody's al livello *sub-investment grade* Ba1), contenendo il *downgrade* a un singolo livello di *rating*;
- garantire l'opportunità di valutare con maggiore tranquillità le opzioni per un'ulteriore riduzione del debito, in funzione anche dell'andamento aziendale.

Gli Amministratori riferiscono che la loro attenzione si è quindi rivolta verso strumenti che presentassero un effettivo contenuto azionario e fra questi lo strumento ritenuto più efficace è stato un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, per le seguenti motivazioni:

- mercato di riferimento, in termini di platea di investitori, compatibile con l'ammontare ipotizzato;
- tempi di esecuzione estremamente rapidi (un giorno, subito a valle dell'approvazione), consentendo la minimizzazione dell'esposizione al rischio di mercato per la Società rispetto a strumenti alternativi, quali ad esempio un aumento di capitale con diritto di opzione, ritenendo che la scelta rispondesse al meglio agli interessi degli azionisti, poiché consente alla Società di emettere al miglior prezzo possibile un numero relativamente contenuto di nuove azioni. Secondo l'impostazione adottata dagli Amministratori, il collocamento immediatamente successivo all'approvazione da parte del Consiglio mitiga il rischio di manovre speculative sulle azioni interessate, anche tali da danneggiare il prezzo di emissione finale;
- possibilità di collocamento di capitale a premio rispetto al prezzo di mercato al momento dell'emissione (premio che varia in funzione dell'andamento futuro dell'azione), là dove un aumento di capitale con diritto d'opzione, come da prassi di mercato, si sarebbe dovuto realizzare a sconto, anche significativo.

Nella Relazione gli Amministratori evidenziano, peraltro, che, a fronte dei sopracitati vantaggi, lo strumento comporta un elevato grado di complessità e sofisticatezza, con un investimento minimo di euro 100.000, in coerenza con operazioni comparabili, che lo rende difficilmente compatibile con un'offerta sul mercato *retail* (e dunque, in opzione), richiedendo invece il collocamento presso investitori qualificati.

L'operazione di aumento di capitale si inserisce pertanto nel contesto di emissione del Prestito Obbligazionario e, secondo l'illustrazione contenuta nella Relazione degli Amministratori, in esso trova giustificazione l'interesse della Società all'esclusione del diritto di opzione.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Per la natura e la finalità del presente parere, la proposta di aumento di capitale di cui al precedente Paragrafo 2, si inquadra nel disposto normativo di cui all'art 2441, quinto comma, del Codice Civile e pertanto nella fattispecie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti, 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.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale metodo, nonché sulla sua corretta applicazione.

Il nostro parere non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'operazione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti ritenuti utili nella fattispecie ed effettuato colloqui con la Direzione della stessa. In particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione del Consiglio di Amministrazione predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione del 7 novembre 2013;
- *"Pricing Term sheet"* del Prestito Obbligazionario datato 8 novembre 2013;
- Regolamento del Prestito Obbligazionario datato 15 novembre 2013;
- comunicati stampa della Società relativi all'operazione;
- bilancio di esercizio e consolidato della Società al 31 dicembre 2012, da noi sottoposti a revisione legale;
- relazione semestrale della Società al 30 giugno 2013, da noi sottoposta a revisione contabile limitata;
- resoconto intermedio di gestione della Società al 30 settembre 2013, da noi sottoposto a revisione contabile limitata;
- andamento dei prezzi delle azioni ordinarie Telecom Italia SpA registrati l'8 novembre 2013 e nell'orizzonte dei 6 mesi precedenti a tale data;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, e ulteriori informazioni ritenute utili ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 29 novembre 2013 che, per quanto a conoscenza della Società, non sono intervenute variazioni

rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate.

5. METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come anticipato, nell'ambito dell'operazione proposta che, come più volte ricordato, si configura giuridicamente come un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione le modalità di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto che, tenuto conto che la Società ha le proprie azioni quotate sul mercato regolamentato e gestito da Borsa Italiana e che le medesime vengono scambiate abitualmente con ottimi livelli di liquidità, l'adozione di una metodologia di determinazione del prezzo di emissione basata su un criterio di mercato, in coerenza con la natura e le caratteristiche dello strumento finanziario, soddisfa l'esigenza disciplinata dal legislatore. In particolare, l'emissione delle Azioni di Compendio avverrà di regola a un prezzo compreso tra (i) il *Minimum Conversion Price* fissato inizialmente in euro 0,6801 e (ii) il *Maximum Conversion Price* fissato inizialmente in euro 0,8331 (pari al 122,5% del *Minimum Conversion Price*). Nell'ambito di tale intervallo, il prezzo di sottoscrizione a scadenza delle Azioni di Compendio sarà pari al:

- *Minimum Conversion Price* qualora il Prezzo di Mercato risulti a esso inferiore;
- *Maximum Conversion Price* qualora il Prezzo di Mercato risulti a esso superiore;
- Prezzo di Mercato, là dove il Prezzo di Mercato cada tra il *Minimum Conversion Price* e il *Maximum Conversion Price*.

Gli Amministratori riferiscono che il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio è stato determinato:

- con riferimento al *Minimum Conversion Price*, prendendo a riferimento il prezzo ufficiale di borsa di venerdì 8 novembre 2013. Nella Relazione degli Amministratori si legge che l'adozione del prezzo ufficiale di mercato della prima giornata di contrattazioni successiva all'annuncio dell'operazione è in linea con la prassi seguita nei collocamenti di questo tipo di strumenti finanziari;
- con riferimento al *Maximum Conversion Price*, applicando al *Minimum Conversion Price* un premio del 22,5%, che è stato determinato in sede di collocamento del Prestito Obbligazionario quale punto di equilibrio fra l'obiettivo dell'emittente, stimato anche sulla base di precedenti operazioni comparabili, e le manifestazioni d'interesse degli investitori. Secondo gli Amministratori, la presenza di un premio rispetto ai correnti corsi di Borsa rappresenta circostanza che ulteriormente testimonia la congruità rispetto alla posizione degli attuali azionisti.

Gli Amministratori evidenziano come il metodo di valutazione utilizzato è dunque strettamente connesso alla natura e alle caratteristiche dello strumento, che peraltro è strutturato in modo da cogliere eventuali prospettive di crescita, oggi non riflesse nei corsi di borsa.

Inoltre gli Amministratori, con riferimento al disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, evidenziano di avere osservato l'andamento dei prezzi di borsa dell'azione ordinaria Telecom Italia nell'ultimo semestre. Al riguardo, come segnalato nella Relazione, il *Minimum Conversion Price* e il *Maximum Conversion Price* rappresentano, rispettivamente, circa il 116% e il 142% del prezzo medio delle azioni ordinarie della Società rilevato sulla base dei prezzi ufficiali registrati su Borsa Italiana nell'ultimo semestre, evidenziando una componente di premio rispetto a tale rilevazione media.

Il *Minimum Conversion Price* viene utilizzato ai fini del calcolo del *Maximum Conversion Ratio*, che rileva nelle ipotesi di conversione accelerata e conversione anticipata a richiesta dell'Emittente. Il *Maximum Conversion Price*, invece, viene utilizzato ai fini del calcolo del *Minimum Conversion Ratio*, che rileva nelle ipotesi di conversione anticipata a richiesta degli obbligazionisti.

Inoltre, il *Minimum Conversion Ratio* e il *Maximum Conversion Ratio* rappresentano, rispettivamente, il limite minimo e il limite massimo del rapporto di conversione applicabile nel caso di conversione obbligatoria a scadenza delle Obbligazioni, al netto di eventuali aggiustamenti.

A parere del Consiglio di Amministrazione e tenuto conto delle caratteristiche dell'operazione descritta (che si sostanzia nella raccolta di nuovo capitale di rischio, che difficilmente potrebbe essere reperito a condizioni diverse da quelle di mercato), il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio risulta congruo e conforme a quanto previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione non sono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e della documentazione ricevuta dalla Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori e con il *management* della Società, il lavoro dagli stessi svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;

- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti il metodo valutativo da esso adottato ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ordinarie di Telecom Italia nei differenti orizzonti temporali di un mese, tre mesi, sei mesi e un anno antecedenti la data dell'8 novembre 2013, nonché verificato l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori per l'individuazione del *Minimum Conversion Price* e del *Maximum Conversion Price*;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché la correttezza matematica dei calcoli sviluppati dal Consiglio di Amministrazione;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo il lancio dell'operazione, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- analizzato la documentazione disponibile pubblicamente sul gruppo Telecom Italia e sul titolo;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è la valutazione dell'adeguatezza della metodologia di valutazione adottata dagli amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale al servizio del Prestito Obbligazionario. L'adozione di tale strumento trova giustificazione nell'interesse primario della Società, opportunamente rappresentato nella Relazione, di reperire, data la sua attuale struttura finanziaria, risorse sul mercato dei capitali da destinare al rafforzamento patrimoniale della stessa. La Relazione degli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti alla scelta dello strumento del Prestito Obbligazionario convertendo anziché di un aumento di capitale con diritto di opzione, sottolineandone i vantaggi in termini di tempi di esecuzione e di prezzo di emissione, e le logiche seguite dagli Amministratori per individuare termini e condizioni delle Obbligazioni e dell'aumento di capitale sottostante.

In tale contesto, secondo quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori, le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale e il processo logico seguito sono diretta conseguenza delle caratteristiche dello strumento prescelto. Pertanto, le considerazioni che qui seguono in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dell'approccio metodologico adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione tengono conto delle specifiche caratteristiche della struttura complessiva dell'operazione nonché delle manifestazioni di interesse degli investitori.

Come anticipato al precedente par. 5, il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di Telecom Italia nell'ambito dell'aumento di capitale al servizio del Prestito Obbligazionario potrà variare in funzione delle specifiche ipotesi di conversione che sono disciplinate nel Regolamento.

Per maggiore chiarezza, e con la finalità di fornire la più ampia informativa agli azionisti, destinatari del presente parere, si riporta di seguito una tabella che riepiloga i criteri individuati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione al verificarsi delle differenti ipotesi di conversione, come definite nella Relazione degli Amministratori e disciplinate nel Regolamento del Prestito Obbligazionario.

Il Regolamento prevede, all'art. 7 (*"Adjustment of conversion price"*), aggiustamenti, applicabili a tutte le ipotesi di conversione, al verificarsi di operazioni o eventi che incidano sulle azioni ordinarie della Società, inclusi, in via esemplificativa, il pagamento di dividendi o la distribuzione di riserve.

IPOTESI DI CONVERSIONE	CRITERI INDIVIDUATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE			
	Criteriono	Periodo di riferimento	Prezzo di emissione	Eventuali meccanismi correttivi
Conversione Obbligatoria a Scadenza Art. 6.1 Reg.	Media dei prezzi ufficiali dell'azione ordinaria Telecom Italia nel periodo di riferimento	20 giorni di trattazione precedenti il terzo giorno di borsa aperta antecedente alla scadenza (15 novembre 2016)	Comunque compreso nell'intervallo tra <i>Minimum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,6801 = prezzo ufficiale di borsa dell'8 novembre 2013) e <i>Maximum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,8331, pari al 122,5% del <i>Minimum Conversion Price</i>)	-
Conversione Accelerata Art. 6.5 Reg.	<i>Minimum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,6801)	1 giorno (8 novembre 2013)	Limite inferiore dell'intervallo	-
Conversione Anticipata a Opzione dell'Emittente Art. 6.2 Reg.	<i>Minimum Conversion Price</i> (Inizialmente pari a € 0,6801)	1 giorno (8 novembre 2013)	Limite inferiore dell'intervallo	-
Conversione Volontaria su Richiesta del Titolare delle Obbligazioni Art. 6.3 Reg.	<i>Maximum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,8331, pari al 122,5% del <i>Minimum Conversion Price</i>)	1 giorno (8 novembre 2013)	Limite superiore dell'intervallo	-
Conversione Volontaria a Seguito di Specifici Eventi indicati nel Regolamento Art. 6.4 Reg.	Media dei prezzi ufficiali dell'azione Telecom Italia nel periodo di riferimento	20 giorni di trattazione decorrenti dal giorno successivo alla dichiarazione di conversione	Comunque compreso nell'intervallo tra <i>Minimum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,6801 = prezzo ufficiale di borsa dell'8 novembre 2013) e <i>Maximum Conversion Price</i> (inizialmente pari a € 0,8331, pari al 122,5% del <i>Minimum Conversion Price</i>)	Meccanismo correttivo del criterio in funzione dei giorni residui fino alla naturale scadenza del prestito, così come disciplinato dal Regolamento

Il prezzo di emissione delle Azioni di Compendio, e conseguentemente il numero di Azioni di Compendio che saranno attribuite ai portatori delle Obbligazioni al momento della conversione, sarà pertanto concretamente determinato in funzione della specifica fattispecie prevista nel Regolamento, sintetizzata nella tabella sopra indicata, che troverà effettiva applicazione in sede di conversione.

Tutto ciò, fermo restando che, nelle diverse ipotesi di conversione, il prezzo di emissione non potrà essere inferiore al *Minimum Conversion Price*, individuato facendo riferimento al prezzo ufficiale di borsa delle azioni ordinarie Telecom Italia nella giornata di venerdì 8 novembre 2013 (data immediatamente successiva a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato l'emissione del Prestito Obbligazionario), e non potrà essere superiore al *Maximum Conversion Price*, determinato sulla base del *Minimum Conversion Price* maggiorato di un premio del 22,5%.

In sostanza, il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di Telecom Italia al servizio del Prestito Obbligazionario risulterà comunque ricompreso tra un minimo di Euro 0,6801 (*Minimum Conversion Price*) e un massimo di euro 0,8331 (*Maximum Conversion Price*), (l'“Intervallo”), fatti salvi i già ricordati aggiustamenti previsti dal Regolamento.

Il sopra indicato meccanismo rende possibile la determinazione del prezzo di emissione definitivo all'interno di un intervallo di prezzi predefinito e consente di tenere conto, secondo quanto riferito dagli Amministratori nella loro Relazione, delle eventuali prospettive di crescita della Società a oggi non riflesse nei corsi di borsa del titolo.

La Relazione degli Amministratori, che illustra e giustifica l'operazione di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, non indica quindi il prezzo finale di emissione delle azioni, bensì (i) il *Minimum Conversion Price* e il *Maximum Conversion Price*, limiti rispettivamente minimo e massimo dell'Intervallo, come risultanti dall'applicazione della metodologia valutativa individuata dal Consiglio di Amministrazione e comunque applicabili nei casi di conversione accelerata e di conversione anticipata a opzione dell'Emittente, il primo, e in caso di conversione volontaria a richiesta del titolare delle obbligazioni, il secondo; nonché (ii) i criteri di determinazione del prezzo di emissione finale all'interno del suddetto Intervallo, in funzione dell'andamento futuro del titolo Telecom Italia, nelle specifiche ipotesi di conversione obbligatoria a scadenza e di conversione volontaria a seguito di specifici eventi.

Pertanto, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione e delle finalità del presente parere, la presente relazione ha per oggetto la congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla data attuale, dell'approccio metodologico complessivo adottato dagli Amministratori per il *pricing* delle Azioni di Compendio e in particolare, nelle presenti circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del *Minimum Conversion Price* delle nuove azioni, nonché sulla sua corretta applicazione.

In effetti, ai sensi del Regolamento del Prestito Obbligazionario, il *Minimum Conversion Price* concorre alla determinazione del *Maximum Conversion Ratio* (inizialmente pari a 147.037,2004 Azioni di Compendio per ciascuna Obbligazione), vale a dire il rapporto di conversione che determina

il massimo effetto diluitivo per gli attuali azionisti di Telecom Italia esclusi dal diritto di opzione, al netto di aggiustamenti ai sensi del Regolamento medesimo.

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, tenendo 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'operazione di 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 sia a livello nazionale che 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 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 ottimi livelli di liquidità e di un ampio flottante, come nel caso di Telecom Italia, tendono a riflettere il valore corrente attribuibile alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo Telecom Italia risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate.

Gli Amministratori sottolineano peraltro come l'operazione si sostanzia nel reperimento di nuovo capitale di rischio che, nell'attuale contesto dei mercati finanziari, non può che tenere conto delle condizioni espresse dal mercato borsistico. 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.

Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare motivata e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

Nel caso di specie, gli Amministratori della Società hanno provveduto a individuare il *Minimum Conversion Price* sulla base del prezzo ufficiale del titolo Telecom Italia rilevato in una singola giornata

di contrattazioni, e precisamente l'8 novembre 2013, data immediatamente successiva a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato l'emissione del Prestito Obbligazionario.

La scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, un criterio basato sull'individuazione di un prezzo ufficiale puntuale alla data immediatamente successiva all'emissione del Prestito Obbligazionario trova supporto nella prassi di mercato riscontrata in tipologie simili di operazioni, nelle modalità previste per il collocamento delle Obbligazioni e nella natura dei destinatari del collocamento stesso, ancorché in altre tipologie di operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione siano di norma utilizzati criteri che fanno riferimento a valori medi misurati su archi temporali più ampi.

L'utilizzo da parte degli Amministratori del prezzo ufficiale delle azioni, vale a dire la media dei prezzi ponderata per i volumi scambiati, nella giornata immediatamente successiva all'approvazione dell'operazione da parte del Consiglio di Amministrazione trae conferma in altre recenti operazioni di mercato per l'emissione di strumenti finanziari *equity* o *equity linked*, come il Prestito Obbligazionario convertendo qui in esame.

Gli Amministratori sottolineano peraltro che il *Minimum Conversion Price* e il *Maximum Conversion Price* rappresentano, rispettivamente, circa il 116% e il 142% del prezzo medio delle azioni ordinarie della Società nell'ultimo semestre, orizzonte temporale in linea con le indicazioni normative dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile. Le ulteriori verifiche da noi condotte su differenti orizzonti temporali antecedenti alla data dell'8 novembre 2013 hanno evidenziato i seguenti valori per azione:

Media aritmetica prezzi ufficiali di borsa dell'azione ordinaria Telecom Italia	Euro per azione
1 mese	0,7067
3 mesi	0,6145
6 mesi	0,5855
12 mesi	0,6095

Pertanto, l'eventuale utilizzo di un arco temporale di un mese antecedente alla data di emissione del Prestito Obbligazionario avrebbe condotto all'individuazione di un *Minimum Conversion Price* sostanzialmente in linea con quello adottato dagli Amministratori sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ordinarie della Società alla data dell'8 novembre 2013. Qualora viceversa il Consiglio di Amministrazione avesse optato per l'utilizzo di medie rilevate in orizzonti temporali più ampi, esso sarebbe giunto alla determinazione di un *Minimum Conversion Price* inferiore a quello effettivamente adottato e quindi, comportando l'emissione di un numero maggiore di azioni, meno favorevole per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione a causa del maggiore effetto diluitivo.

Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei diversi orizzonti temporali, nell'ambito del metodo di valutazione adottato delle quotazioni di borsa, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia utilizzata confermano la ragionevolezza dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

Anche la scelta operata dagli Amministratori di individuare il *Maximum Conversion Price* applicando al *Minimum Conversion Price* un premio del 22,5%, che secondo gli Amministratori rappresenta un punto di equilibrio tra le aspettative dell'emittente e le manifestazioni di interesse degli investitori, risulta in linea con quanto si evince dalla prassi di operazioni analoghe. In particolare, il campione di operazioni similari da noi riscontrato ha evidenziato l'individuazione di prezzi massimi di conversione con l'applicazione di premi ricompresi tra il 20% e il 25% del prezzo minimo di conversione individuato. La scelta effettuata dagli Amministratori risulta pertanto ragionevole e non arbitraria.

Come anticipato, nelle specifiche ipotesi di (i) conversione obbligatoria alla scadenza e (ii) di conversione anticipata a seguito di specifici eventi, l'effettivo prezzo di emissione delle Azioni di Compendio sarà determinato sulla base della media dei prezzi ufficiali dell'azione ordinaria Telecom Italia in un periodo di riferimento costituito da 20 giorni di trattazione prossimi, nel caso *sub* (i), alla data di scadenza del Prestito Obbligazionario e, nel caso *sub* (ii), alla dichiarazione di conversione (in quest'ultimo caso, con l'applicazione di un meccanismo correttivo in funzione dei giorni residui sino alla scadenza del Prestito Obbligazionario, individuato all'art. 6.5 del Regolamento). Come segnalato nella Relazione degli Amministratori l'utilizzo di tali ulteriori criteri, fermo restando che il prezzo di conversione sarà comunque ricompreso nell'Intervallo, consente in prospettiva di tenere conto (fino al raggiungimento del *Maximum Conversion Price*) di eventuali incrementi di valore del titolo e, dunque, di cogliere le possibili prospettive di crescita allo stato non riflesse nei corsi di borsa dell'azione ordinaria Telecom Italia. Tale approccio metodologico complessivo appare adeguato nell'ottica degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, in quanto consente a questi ultimi di beneficiare degli effetti di futuri incrementi delle quotazioni del titolo, con l'individuazione di un prezzo effettivo di emissione superiore a quello minimo oggi individuato e con la conseguente emissione di un numero inferiore di Azioni di Compendio e un più contenuto effetto diluitivo.

In caso di conversione accelerata, gli eventuali interessi differiti possono essere regolati, a scelta dell'Emittente, per cassa o in Azioni di Compendio. Qualora l'Emittente eserciti la facoltà di regolare gli interessi differiti con Azioni di Compendio, queste ultime saranno emesse da parte di Telecom Italia sulla base di una media del valore di mercato delle azioni ordinarie per un determinato periodo, in applicazione della formula indicata all'art. 6.5 (b) del Regolamento, senza l'applicazione dei limiti previsti dall'Intervallo. La scelta degli Amministratori deve essere anzitutto collocata nel contesto degli specifici eventi, menzionati dall'art. 6.5 (a) del Regolamento, che danno luogo alla conversione accelerata. In considerazione della sostanziale funzione di *cash equivalent* attribuita alle Azioni di Compendio sostitutive della corresponsione per cassa degli interessi differiti, l'esclusione dell'applicazione dei limiti previsti dall'Intervallo in tale specifica fattispecie risulta ragionevole e non arbitraria, tenuto anche conto che il prezzo di emissione delle azioni sarà individuato sulla base del valore di mercato delle stesse in un arco temporale prossimo al verificarsi dell'evento di conversione accelerata.

Gli Amministratori non hanno ritenuto di utilizzare ulteriori metodologie valutative diverse dalla metodologia di borsa, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Dalla Relazione degli Amministratori si evince che le motivazioni di tale scelta sono da ricondurre alle caratteristiche dell'operazione, che si sostanzia nella raccolta di nuovo capitale di rischio che difficilmente potrebbe essere reperito a condizioni diverse da quelle che, appunto, il mercato stesso esprime.

Sotto quest'ultimo profilo, anche in considerazione della specifica destinazione dell'aumento di capitale, volto a rendere disponibili le Azioni di Compendio necessarie ai fini della conversione del Prestito Obbligazionario, non pare nel complesso irragionevole la scelta degli Amministratori di fare riferimento esclusivamente a una metodologia "diretta" di mercato, che non risente di fattori soggettivi connessi alla selezione, da parte dell'organo amministrativo, di assunzioni di base e parametri (quali, a titolo esemplificativo, tassi, *comparables*, previsioni di sviluppo), più tipicamente riconducibili ad altre metodologie valutative, coerenti con altre tipologie di operazioni e basate su criteri di analisi fondamentali. Nella fattispecie, tenuto conto della finalità di reperimento di risorse sul mercato per il rafforzamento della struttura patrimoniale della Società, si ritiene pertanto che il criterio prescelto dagli Amministratori consenta di individuare, sempre nelle specifiche circostanze, un prezzo di emissione delle azioni che esprima un valore corrente della Società aggiornato a un momento estremamente prossimo alla data del 7 novembre 2013, data di inizio del collocamento dello strumento finanziario convertendo.

La scelta effettuata dal Consiglio di Amministrazione di Telecom Italia risulta inoltre in linea con l'approccio seguito in talune operazioni similari, che vedono l'utilizzo dei prezzi di borsa quale unico criterio per la determinazione del prezzo di emissione di nuove azioni al servizio di prestiti obbligazionari *mandatory*. Anche alla luce di quanto sopra, la decisione degli Amministratori di fare esclusivo riferimento alla metodologia di borsa, ancorché sinteticamente motivata e non in linea con un approccio, astrattamente preferibile, che tenga anche conto di plurime metodologie, appare, nelle circostanze e nel suo complesso, accettabile.

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:
- 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 a 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;
 - nel caso specifico, metodologie diverse da quella di borsa sono state ritenute dagli Amministratori non applicabili in considerazione delle peculiari caratteristiche e finalità dell'operazione indicate nella loro Relazione. Le ragioni alla base di detta scelta metodologica sono già state oggetto di nostre considerazioni nel precedente

paragrafo 8. La mancata applicazione di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo, rispetto ai risultati ottenuti con il metodo di borsa, costituisce un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.

ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti ritenuti di rilievo:

- come disciplinato nel Regolamento, al ricorrere di un evento di conversione accelerata (ivi incluso il *downgrade* del merito di credito di Telecom Italia al di sotto di determinate soglie) ovvero in ipotesi di conversione anticipata a opzione dell'Emittente, le Obbligazioni verranno convertite anticipatamente sulla base del *Maximum Conversion Ratio*, e quindi con emissione di Azioni di Compendio al *Minimum Conversion Price*. Il Regolamento prevede altresì, nelle due ipotesi di conversione anticipata sopra richiamate, il pagamento da parte dell'Emittente: (i) di un importo monetario predeterminato, decrescente linearmente in funzione del decorso del tempo sino a scadenza del Prestito Obbligazionario, rappresentativo del valore delle opzioni sottostanti allo strumento al momento dell'emissione del Prestito Obbligazionario, secondo apposita formula contenuta nel Regolamento (c.d. *Make Whole Amount*); (ii) degli eventuali interessi maturati; (iii) delle eventuali cedole differite. La corresponsione del c.d. *Make Whole Amount* determinerebbe, nelle circostanze, in occasione della conversione del Prestito Obbligazionario in capitale, un contestuale esborso in contanti, per importo che potrebbe risultare anche significativo, a carico dell'Emittente e a favore dei portatori delle Obbligazioni;
- il Regolamento prevede inoltre che, in caso di conversione accelerata, gli eventuali interessi differiti possano essere regolati, a scelta dell'Emittente, per cassa o in Azioni di Compendio. In tale caso, le Azioni di Compendio sarebbero emesse da parte di Telecom Italia sulla base di una specifica formula indicata all'art. 6.5 (b) del Regolamento, basata su una media del valore di mercato delle azioni ordinarie per un determinato periodo, senza l'applicazione dei limiti previsti dall'Intervallo;
- nella specifica ipotesi di conversione anticipata a seguito di specifici eventi, il Regolamento del Prestito Obbligazionario prevede che, ferma l'applicazione dei limiti previsti dall'Intervallo, l'effettivo prezzo di emissione delle Azioni di Compendio sarà determinato sulla base della media dei prezzi ufficiali dell'azione ordinaria Telecom Italia in un periodo di riferimento costituito da 20 giorni di borsa successivi alla dichiarazione di conversione. In tale specifico caso, peraltro, il Regolamento prevede l'applicazione di un meccanismo correttivo, in funzione dei giorni residui sino alla scadenza del Prestito Obbligazionario, il cui impatto si riduce con il progressivo passare del tempo. Pertanto, quanto più l'ipotetico "specifico evento" che costituisca causa di conversione anticipata si verifichi in epoca prossima alla data di emissione del Prestito Obbligazionario, tanto più il meccanismo correttivo opererà in modo tale da avvicinare l'effettivo prezzo di emissione al *Minimum Conversion Price* (con conseguente emissione di un numero maggiore di Azioni di Compendio destinate ai portatori delle Obbligazioni rispetto a quelle da emettersi in ipotesi di non operatività

del meccanismo correttivo). Viceversa, quanto più l'ipotetico "specifico evento" si verifichi in epoca prossima alla scadenza del Prestito Obbligazionario, tanto più l'impatto del meccanismo in parola è destinato a ridursi. Per completezza informativa si segnala che, anche come richiamato dagli Amministratori nella loro Relazione (art. 6.4 del Regolamento), tra gli "specifici eventi" che legittimano il titolare delle Obbligazioni a richiedere la conversione anticipata (con operatività del sopra richiamato meccanismo correttivo) rientra l'ipotesi di "*acquisizione del controllo della Società da parte di soggetti diversi dai suoi azionisti che alla data di emissione già direttamente o indirettamente dispongano di oltre il 13% del capitale ordinario di Telecom Italia, dal loro socio di maggioranza, dalle parti del c.d. patto Telco, pubblicato ai sensi dell'art. 122 del d.lgs. n. 58/1998, datato 29 febbraio 2012 e da ultimo modificato in data 7 novembre 2013*";

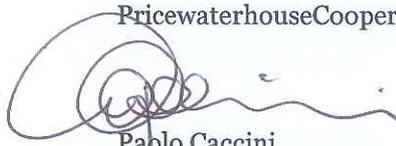
- esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione nel contesto degli obiettivi di rafforzamento patrimoniale della Società, i relativi adempimenti, la tempistica di avvio e di esecuzione dell'operazione stessa e le modalità di allocazione delle Obbligazioni;
- dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei titolari delle Obbligazioni, a seguito della consegna da parte della Società delle Azioni di Compendio, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

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 nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9, riteniamo che l'approccio valutativo adottato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Azioni di Compendio di Telecom Italia nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio della conversione del Prestito Obbligazionario, caratterizzato dall'individuazione di un Intervallo tra *Minimum Conversion Price* e *Maximum Conversion Price*, sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che, in particolare, esso sia stato correttamente applicato per la determinazione del *Minimum Conversion Price* pari a euro 0,6801.

Milano, 29 novembre 2013

PricewaterhouseCoopers SpA



Paolo Caccini
(Revisore legale)