

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, dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/1999 (il "Regolamento Emittenti") e dell'art. 158 del D.Lgs 58/98 (il "TUF"), 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 di emissione delle nuove azioni. La relazione degli Amministratori, finalizzata dall'Amministratore Delegato a seguito di delibera del Consiglio di Amministrazione del 26 marzo 2015, è stata comunicata al mercato in data 17 aprile 2015 (la "Relazione degli Amministratori").

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto l'autorizzazione alla convertibilità in azioni ordinarie della Società del Prestito Obbligazionario Equity-Linked di importo nominale di euro 2.000.000.000, con scadenza 26 marzo 2022, riservato a investitori qualificati, denominato "€ 2,000,000,000 1.125 per cent Equity-Linked Bonds due 2022" emesso in data 26 marzo 2015 ("Prestito Obbligazionario" o il "Prestito") e, di conseguenza, la proposta di aumento del capitale sociale, a servizio del Prestito Obbligazionario, a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, per massimi euro 2.000.000.000 comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, da liberarsi in una o più volte mediante emissione di massime n. 1.082.485.386 azioni ordinarie della Società con godimento regolare, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, salvi gli aggiustamenti previsti e richiamati nel seguito della presente relazione (l'"Aumento di Capitale"; l'Aumento di Capitale insieme con il Prestito, l'"Operazione").

L'autorizzazione alla convertibilità del Prestito e, conseguentemente, la proposta dell'Aumento di Capitale saranno sottoposte all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il prossimo 20 maggio 2015.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: **Milano** 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 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** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 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



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, del 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.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

2.1 Premessa

L'Aumento di Capitale proposto, descritto nella Relazione degli Amministratori, si colloca nell'ambito dell'Operazione di emissione del Prestito Obbligazionario, riservato a investitori qualificati, italiani ed esteri, con esclusione di Stati Uniti d'America e US person (come definite ai sensi della Regulation S del Securities Act del 1933), Australia, Canada, Giappone e Sudafrica o altre giurisdizioni in cui l'offerta o il collocamento delle obbligazioni sarebbero soggette a specifiche autorizzazioni (gli "Investitori Istituzionali") e con l'esclusione in ogni caso di qualunque offerta al pubblico.

I termini e le caratteristiche del Prestito Obbligazionario sono descritti nel documento denominato Trust Deed, inclusivo del documento Terms & Conditions, datato 26 marzo 2015 (il "Regolamento"), che è pubblicato sul sito internet della Società.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, il collocamento delle obbligazioni (le "Obbligazioni") è stato avviato e concluso presso Investitori Istituzionali in un momento immediatamente successivo al Consiglio di Amministrazione del 19 marzo 2015 che ha approvato l'Operazione e, più precisamente, tramite una modalità c.d. "overnight execution", conclusasi in data 20 marzo 2015, con pricing definito lo stesso giorno.

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, il prezzo di conversione iniziale in azioni ordinarie è fissato in euro 1,8476 per azione, soggetto ad aggiustamenti, come da Regolamento, in linea con la prassi di mercato in vigore per questo tipo di strumenti finanziari.

Il Regolamento prevede che, qualora l'Assemblea non approvi l'Aumento di Capitale entro la data del 30 giugno 2015 (la c.d. "Long-Stop Date"), la Società potrebbe essere chiamata a procedere al rimborso anticipato integrale del Prestito Obbligazionario con pagamento in denaro di un importo pari al maggiore tra (i) il 102% della somma capitale del Prestito e (ii) il 102% della media dei prezzi di mercato delle Obbligazioni registrati in un arco temporale successivo all'annuncio del rimborso (oltre, in entrambi i casi, agli interessi maturati). Qualora l'Assemblea deliberi di autorizzare la convertibilità del Prestito e conseguentemente di aumentare il capitale a servizio della sua conversione, la Società sarà tenuta a inviare una specifica comunicazione ai titolari delle Obbligazioni (la "Physical Settlement Notice"), in esito alla cui diffusione sarà attribuita la facoltà di conversione delle Obbligazioni in azioni ordinarie della Società di nuova emissione ai termini e alle condizioni convenute nel Regolamento.

Fino a che Telecom Italia non abbia comunicato la Physical Settlement Notice, ciascun obbligazionista potrà richiedere alla Società il rimborso in denaro delle Obbligazioni detenute, per un ammontare determinato sulla base della formula matematica illustrata nel Regolamento e ivi definita Cash Alternative Amount ("Settlement Right").

Dal momento in cui Telecom Italia avrà comunicato tale avviso, il Settlement Right non potrà più essere esercitato; ciascun obbligazionista potrà invece convertire le Obbligazioni in azioni ordinarie (“Conversion Right”).

2.2. Principali caratteristiche del Prestito Obbligazionario

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

- importo nominale complessivo dell'emissione: euro 2.000 milioni;
- taglio minimo unitario delle Obbligazioni: euro 100.000;
- data di emissione: 26 marzo 2015;
- durata: 7 anni, con scadenza il 26 marzo 2022;
- prezzo di emissione delle obbligazioni: pari al 100% del loro valore nominale;
- tasso di interesse: tasso fisso, pari al 1,125% annuo, da corrisondersi in via posticipata su base semestrale il 26 settembre e il 26 marzo di ogni anno, a partire dal 26 settembre 2015;
- prezzo di conversione iniziale: euro 1,8476 per azione (il “Prezzo di Conversione Iniziale”), soggetto ad aggiustamenti come da Regolamento, in linea con la prassi di mercato in vigore per questo tipo di strumenti finanziari;
- data di godimento degli interessi: dalla data di emissione;
- facoltà di conversione a scelta dell'obbligazionista: subordinatamente all'approvazione da parte dell'Assemblea degli azionisti dell'Aumento di Capitale entro e non oltre la Long-Stop Date, vale a dire il 30 giugno 2015. Le Obbligazioni saranno convertibili in azioni ordinarie dal momento in cui Telecom Italia abbia comunicato la Physical Settlement Notice e fino a 35 giorni prima della scadenza del prestito;
- rimborso: alla scadenza il capitale dovrà essere rimborsato in un'unica soluzione per un importo pari al 100% del valore nominale, salvi i casi di rimborso anticipato o di conversione da parte dell'obbligazionista;
- facoltà di rimborso anticipato da parte della Società: facoltà di rimborso anticipato in ipotesi di clean-up call, soft call o di redemption for taxation reasons, i cui termini e condizioni sono definiti nel Regolamento in linea con la prassi di mercato;
- facoltà di rimborso anticipato da parte degli obbligazionisti (change of control e free float event): nel caso in cui: (i) si verifichi un cambio di controllo della Società (c.d. change of control), così come definito nel Regolamento, oppure (ii) in caso di c.d. free float event, così come definito nel Regolamento, gli obbligazionisti potranno, alternativamente: (a) richiedere il rimborso anticipato, al valore nominale oltre agli interessi maturati non ancora pagati, oppure (b) richiedere la conversione delle Obbligazioni in azioni ordinarie, secondo un rapporto di conversione specifico ridotto rispetto al Prezzo di Conversione Iniziale, calcolato

sulla base della formula matematica descritta nel Regolamento e illustrata anche nel seguito della presente relazione;

- Share Settlement Election: a scadenza, la Società potrà optare per rimborsare il Prestito, in tutto o in parte, attraverso la consegna di azioni (e comunque nel numero massimo di azioni ordinarie della Società che sarebbero consegnate in caso di conversione al Prezzo di Conversione Iniziale, salvi eventuali aggiustamenti), con eventuale integrazione in denaro al fine di riconoscere un valore equivalente al valore nominale di ciascuna Obbligazione secondo la formula dettagliata nel Regolamento;
- legge applicabile: legge inglese, salvo che per gli aspetti disciplinati inderogabilmente dal diritto italiano.

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 dotare la Società di uno strumento di provvista idoneo a reperire, in tempi brevi e a costi significativamente contenuti, risorse dal mercato dei capitali non bancari. A supporto della propria decisione, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto conto dei principali vantaggi dell'Operazione come strutturata, come descritti di seguito:

- la possibilità di beneficiare tempestivamente di condizioni di mercato positive attraverso un collocamento rapido presso Investitori Istituzionali, con un mercato di riferimento, in termini di platea di investitori, compatibile con l'ammontare ipotizzato;
- i tempi di esecuzione estremamente rapidi che, secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, consentono 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. Nella scelta tra certezza delle condizioni di emissione, da un lato, e riconoscimento del diritto d'opzione, dall'altro lato, gli Amministratori hanno ritenuto di privilegiare il primo aspetto, valutando che la scelta risponda al meglio agli interessi degli azionisti, poiché consente alla Società di emettere al miglior prezzo possibile un numero relativamente contenuto di nuove azioni. Gli Amministratori riferiscono altresì che il collocamento immediatamente successivo all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione, che rappresenta una modalità ("overnight execution") piuttosto comune nel caso di strumenti finanziari equity-linked, mitiga i rischi connessi al tempo intercorrente tra l'annuncio e la fissazione del prezzo di emissione finale;
- il reperimento di fondi a condizioni favorevoli anche in considerazione delle caratteristiche equity-linked delle Obbligazioni;
- il collocamento di capitale a premio rispetto al prezzo di mercato al momento dell'emissione delle Obbligazioni, là dove gli Amministratori osservano che un aumento di capitale con diritto d'opzione, come da prassi di mercato, si sarebbe dovuto realizzare a sconto, anche significativo.

Secondo quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori, l'emissione delle Obbligazioni è dunque funzionale all'ottimizzazione della struttura finanziaria e del costo del capitale della Società, nonché a finanziare l'attività d'impresa.

Nella propria Relazione, gli Amministratori indicano come l'Operazione, attraverso l'eventuale conversione delle Obbligazioni in azioni di nuova emissione, potrà consentire alla Società di rafforzare la propria struttura patrimoniale e diversificare le fonti finanziarie, limitando al contempo il correlato esborso di cassa per oneri finanziari, nonché di eventualmente ampliare la compagine azionaria, con l'ingresso nel capitale di Investitori Istituzionali.

Gli Amministratori indicano che le risorse raccolte tramite l'emissione delle Obbligazioni saranno utilizzate per gli investimenti previsti nel Piano 2015 - 2017 recentemente presentato al mercato.

Per le ragioni sopra esposte, il Consiglio di Amministrazione "ritiene importante che le Obbligazioni possano essere convertite in azioni".

Infine, nella loro relazione, gli Amministratori descrivono l'incidenza delle azioni di compendio sull'ammontare delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Telecom Italia attualmente in circolazione.

Gli Amministratori hanno quindi proceduto a sottoporre all'approvazione dell'Assemblea straordinaria dei soci la proposta di Aumento di Capitale a servizio del Prestito Obbligazionario, con esclusione del diritto di opzione. Il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'esclusione del diritto di opzione sia rispondente all'interesse della Società ai sensi dell'art 2441, commi 5 e 6, del Codice Civile e ciò per le ragioni descritte nella Relazione degli Amministratori, tra le quali:

- la scelta di riservare la sottoscrizione del Prestito Obbligazionario ai soli Investitori Istituzionali, escludendo quindi il diritto di opzione degli azionisti sul successivo Aumento di Capitale, è legata all'elevato grado di complessità e alle caratteristiche degli strumenti finanziari, c.d. equity-linked, che li rendono inadatti a un pubblico retail (e quindi a un'offerta indistinta a tutti gli azionisti della Società). Il ricorso allo strumento equity-linked (e la particolare strutturazione e caratteristiche dell'Obbligazione, offerta tra l'altro in tagli di euro 100.000), rivolto esclusivamente a Investitori Istituzionali, costituisce un mezzo efficace per il reperimento di risorse finanziarie non bancarie a condizioni particolarmente convenienti, che ben si adatta alle attuali necessità della Società e consente un miglioramento della situazione finanziaria e dei relativi costi, non altrimenti ottenibile (e in particolare non ottenibile con strumenti obbligazionari convertibili tradizionali offerti in opzione ai soci);
- l'emissione e il collocamento di strumenti equity-linked presuppone un'offerta sul mercato con modalità e tempistiche molto brevi che impongono l'esclusione del diritto di opzione e l'esclusione della procedura di offerta al pubblico delle Obbligazioni, la quale richiederebbe adempimenti societari più onerosi, tempi di esecuzione più lunghi e maggiori costi;
- l'eventuale conversione delle Obbligazioni in azioni ordinarie Telecom Italia, o comunque l'eventuale emissione delle azioni ai sensi del Prestito, consentirebbe alla Società (i) di rafforzare la propria struttura patrimoniale e diversificare quella finanziaria, limitando al

contempo il correlato esborso di cassa relativo al pagamento degli oneri finanziari e del capitale a scadenza e (ii) di ampliare la propria compagine azionaria.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Per la natura e la finalità del presente parere, la proposta di Aumento di Capitale precedentemente descritto 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 TUF, 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 nuove azioni ai fini dell'Aumento di Capitale al servizio del Prestito Obbligazionario.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché, nell'ipotesi di Prezzo di Conversione Iniziale, sulla corretta applicazione del relativo metodo.

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 degli Amministratori come definita al precedente paragrafo 1;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 19 marzo 2015 in corso di trascrizione;
- "Pricing Term Sheet" del Prestito Obbligazionario datato 20 marzo 2015;
- "Trust Deed" del Prestito Obbligazionario datato 26 marzo 2015;
- comunicati stampa della Società relativi all'Operazione;
- documentazione con il riepilogo delle risultanze del processo di collocamento del Prestito Obbligazionario (c.d. "Book-building");

- andamento dei prezzi delle azioni ordinarie di Telecom Italia, registrati il 20 marzo 2015 e nell'orizzonte di osservazione definito dagli Amministratori (dal 19 settembre 2014 al 18 marzo 2015);
- bilancio separato e consolidato della Società al 31 dicembre 2014, da noi sottoposti a revisione contabile;
- Form 20-F della Società al 31 dicembre 2014, da noi sottoposto a revisione contabile;
- 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 20 aprile 2015 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. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

5.1 Prezzo di Conversione Iniziale

Come anticipato, nell'ambito dell'Operazione proposta che, come più volte ricordato, ricomprende l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile a servizio del Prestito Obbligazionario, gli Amministratori hanno indicato nella propria Relazione le modalità e i termini di conversione del Prestito e di determinazione del prezzo di emissione delle azioni di compendio (nuove azioni ordinarie).

Dalla Relazione degli Amministratori emerge che il prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale corrisponde al prezzo di conversione delle Obbligazioni, fatta salva l'ipotesi di esercizio da parte della Società della Share Settlement Election.

Il prezzo di emissione corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale è pari a euro 1,8476, salvo eventuali aggiustamenti ai sensi del Regolamento.

Il prezzo di emissione verrà imputato per euro 0,55 (o per il minore importo del prezzo di conversione nelle ipotesi previste dal Regolamento) a capitale e per l'eventuale residuo a sovrapprezzo.

Il numero delle azioni da emettere o trasferire a servizio della conversione verrà determinato dividendo l'importo nominale delle Obbligazioni per il prezzo di conversione in vigore alla data di conversione, arrotondando per difetto al numero più vicino di azioni ordinarie. Non verranno emesse o consegnate frazioni di azione e nessun pagamento in contanti o aggiustamento verrà eseguito in luogo di tali frazioni.



Sulla base di tali parametri, a fronte di un Prezzo di Conversione Iniziale di euro 1,8476 verranno emesse massime n. 1.082.485.386 azioni ordinarie, equivalenti a circa l'8% delle azioni ordinarie in circolazione alla data di emissione del Prestito.

Gli Amministratori riportano che le condizioni dell'emissione, data la natura del Prestito Obbligazionario, destinato a diventare convertibile in azioni ordinarie subordinatamente all'approvazione dell'Assemblea straordinaria, sono state determinate, conformemente alla prassi di mercato per tali strumenti finanziari, all'esito del collocamento del Prestito Obbligazionario sulla base del valore di mercato delle azioni ordinarie della Società e della quantità e qualità della domanda espressa nell'ambito del collocamento del Prestito Obbligazionario. In particolare, gli Amministratori hanno preso a riferimento il prezzo ufficiale dell'azione ordinaria registrato sul Mercato Telematico Azionario nel giorno di borsa aperta successivo all'avvio del collocamento del Prestito, pari a euro 1,0868. A tale valore di mercato gli Amministratori hanno quindi applicato un premio di conversione pari al 70% prestabilito sulla base delle indicazioni pervenute dalle banche individuate per lo svolgimento del ruolo di bookrunner e delle condizioni di mercato, dando luogo al Prezzo di Conversione Iniziale pari a euro 1,8476.

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori, il Consiglio di Amministrazione, nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie a servizio della conversione delle Obbligazioni, ha considerato il valore del patrimonio netto per azione di Telecom Italia alla data del 31 dicembre 2014, pari a euro 0,848, nonché la media aritmetica del prezzo delle azioni ordinarie della Società, rilevata sulla base dei prezzi ufficiali registrati su Borsa Italiana nel semestre precedente la data del 19 marzo 2015 (19 settembre 2014 – 18 marzo 2015), pari a euro 0,9322.

Il Regolamento del Prestito Obbligazionario prevede che il Prezzo di Conversione Iniziale sarà soggetto a eventuali aggiustamenti, in linea con le prassi di mercato in vigore per questo tipo di strumenti finanziari, al verificarsi, tra l'altro, dei seguenti eventi disciplinati dal Regolamento stesso e qui riportati a titolo esemplificativo e non esaustivo: raggruppamento o frazionamento delle azioni ordinarie in circolazione; emissione di azioni ordinarie a titolo gratuito (con esclusione di aumenti di capitale a servizio di piani di compensi basati su strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 114-bis del TUF); distribuzione di dividendi in natura o di dividendi in denaro alle azioni ordinarie; attribuzione agli azionisti ordinari e/o emissione di azioni ordinarie, strumenti finanziari convertibili in azioni ordinarie, diritti od opzioni che danno diritto a sottoscrivere azioni ordinarie a un prezzo inferiore al prezzo di mercato, che non siano offerti agli obbligazionisti (con esclusione di aumenti di capitale a servizio di piani di compensi basati su strumenti finanziari ai sensi dell'art. 114-bis del TUF); modifiche ai diritti di strumenti finanziari già emessi che danno facoltà o che comportano obblighi di conversione in azioni ordinarie tali da consentire l'acquisizione delle azioni ordinarie per un prezzo inferiore al prezzo di mercato.

Dalla Relazione degli Amministratori emerge inoltre che nelle ipotesi di change of control e free float event, come definite e disciplinate dal Regolamento ("Relevant Event"), gli obbligazionisti avranno facoltà di convertire le Obbligazioni secondo un rapporto di conversione specifico per un periodo di tempo limitato (60 giorni successivi alla notifica dell'evento rilevante), aggiustato in diminuzione

rispetto al Prezzo di Conversione Iniziale sulla base di una formula matematica che tenga conto del momento in cui dovesse verificarsi l'evento rilevante e della durata complessiva del Prestito, al fine di valorizzare il valore (non goduto) dell'opzione sottostante le Obbligazioni, secondo i termini e le modalità individuati in dettaglio nel Regolamento.

Di seguito si riporta la formula matematica di aggiustamento del Prezzo di Conversione Iniziale, illustrata nel Regolamento:

$$1/(1+(CP*c/t))$$

dove:

CP = premio di conversione iniziale pari al 70%

c = numero dei giorni decorrenti dalla data in cui è avvenuto il Relevant Event compresa, sino alla data di scadenza del Prestito esclusa

t = numero di giorni decorrenti dalla Data di Emissione, vale a dire dal 26 marzo 2015 incluso, sino alla data di scadenza del Prestito esclusa

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, le Obbligazioni offrono una tutela all'investitore rispetto ai dividendi futuri pagati dalla Società. Infatti, gli Amministratori, nella propria relazione, precisano che, laddove la Società decidesse di distribuire dividendi, per qualsiasi ammontare, alle azioni ordinarie durante la vita del Prestito Obbligazionario, il prezzo di conversione delle Obbligazioni sarà aggiustato sulla base delle formule previste dal Regolamento al fine di compensare gli Obbligazionisti dell'ammontare dei dividendi distribuiti.

La Relazione degli Amministratori precisa altresì che l'emissione di nuove azioni a servizio della conversione del prestito obbligazionario denominato "Euro 1,300 million mandatory Convertible Bonds due November 2016", emesso da Telecom Italia Finance SA e garantito dalla Società, non comporta alcun aggiustamento del Prezzo di Conversione Iniziale del Prestito Obbligazionario oggetto della presente relazione. Restano ferme le ipotesi di aggiustamento previste dal regolamento del suddetto prestito denominato "Euro 1,300 million mandatory Convertible Bonds due November 2016" applicabili a tutte le ipotesi di conversione ivi previste 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. Al ricorrere di tali ipotesi gli Amministratori precisano che potrebbero verificarsi aggiustamenti del Prezzo di Conversione Iniziale del Prestito Obbligazionario oggetto della presente relazione.

5.2 Prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di Share Settlement Election

La Relazione degli Amministratori illustra il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni in caso di esercizio da parte della Società della Share Settlement Election e, più in particolare, riporta che detto prezzo di emissione dipenderà dal valore di mercato delle azioni ordinarie Telecom Italia in prossimità dell'esercizio di tale facoltà, così come descritto nel Regolamento. Infatti, in tal caso, il Regolamento attribuisce alla Società la facoltà di regolare in tutto o in parte il rimborso a

scadenza attraverso la consegna delle azioni di compendio (in ogni caso in numero non superiore alle azioni che la Società avrebbe dovuto consegnare in caso di conversione volontaria delle Obbligazioni al Prezzo di Conversione Iniziale salvo gli aggiustamenti sopra ricordati) valorizzate sulla base di una formula matematica richiamata nel Regolamento, che tenga conto della media dei prezzi ufficiali di borsa in un periodo di venti giorni di mercato aperto precedente la scadenza del Prestito, oltre a una eventuale integrazione in denaro affinché il rimborso avvenga nel suo complesso alla pari.

Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che il criterio adottato per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di compendio in ipotesi di Share Settlement Election sia coerente con i criteri stabiliti dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione degli Amministratori non sono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli stessi 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 da loro 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;
- analizzato le risultanze del processo di book-building, tramite il quale è stato definito il tasso d'interesse della cedola sulla base di un premio di conversione pari al 70%;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni di compendio;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle azioni di compendio;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni ordinarie Telecom Italia nei differenti orizzonti temporali di un mese, tre mesi, sei mesi e un anno antecedenti la data del 20 marzo 2015, nonché verificato l'accuratezza dei conteggi effettuati dagli Amministratori per l'individuazione del Prezzo di Conversione Iniziale;

- 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 rappresentato dall'azione ordinaria Telecom Italia;
- 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 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 DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE ADOTTATA DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

8.1 Premessa

In via preliminare è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è la verifica sull'adeguatezza della metodologia di valutazione adottata dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'Aumento di Capitale al servizio del Prestito Obbligazionario.

La Relazione degli Amministratori descrive le motivazioni sottostanti alla scelta dello strumento del Prestito Obbligazionario, con il connesso Aumento di Capitale, anziché di un aumento di capitale con diritto di opzione, evidenziando in particolare la celerità dei tempi di esecuzione del Prestito Obbligazionario, da un lato, e la possibilità di collocare il capitale a premio rispetto al prezzo di mercato al momento dell'emissione delle Obbligazioni, dall'altro lato.

La Relazione degli Amministratori riporta infatti le logiche seguite dagli stessi per l'emissione del Prestito Obbligazionario e per la determinazione dell'Aumento di Capitale. In particolare, gli Amministratori riferiscono che l'Operazione nel suo complesso trova giustificazione nei principali vantaggi descritti nel precedente par. 2.3 della presente relazione.

Sulla base di 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 devono essere inquadrati nel contesto dell'Operazione nel suo complesso.

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 delle azioni a servizio della conversione tengono conto delle specifiche caratteristiche della struttura complessiva dell'Operazione, nonché delle manifestazioni di interesse degli investitori in sede di collocamento del Prestito tramite il meccanismo del book-building. Anzitutto, come anticipato al precedente par. 5.1, gli Amministratori rilevano che il prezzo di emissione delle azioni corrisponderà al Prezzo di Conversione Iniziale delle Obbligazioni, fatta salva l'ipotesi di Share Settlement Election.

Il Prezzo di Conversione Iniziale è pari a euro 1,8476, salvi eventuali aggiustamenti secondo quanto previsto dal Regolamento. Come riportato nella Relazione degli Amministratori, tale prezzo è stato determinato sulla base del prezzo ufficiale di borsa dell'azione ordinaria del giorno di borsa aperta successivo all'avvio del collocamento del Prestito, pari a euro 1,0868. A tale valore di mercato è stato poi applicato un premio di conversione pari al 70%, premio individuato sulla base delle indicazioni pervenute dalle banche che hanno svolto il ruolo di bookrunner tenuto conto delle condizioni di mercato, dando quindi luogo al Prezzo di Conversione Iniziale pari a euro 1,8476.

La Relazione degli Amministratori precisa che il Prezzo di Conversione Iniziale potrà essere soggetto a eventuali aggiustamenti, in linea con le prassi di mercato in vigore per questo tipo di strumenti finanziari, al verificarsi delle ipotesi puntualmente descritte nel Regolamento e riassunte al precedente par. 5.1.

In particolare, l'art. 6(b)(x) del Regolamento del Prestito Obbligazionario prevede che, al verificarsi di un "Relevant Event", rappresentato dalle ipotesi di change of control e free float event (come definite all'art. 3 del Regolamento), il Prezzo di Conversione Iniziale sia aggiustato in diminuzione sulla base della formula matematica descritta al precedente par. 5.1 della presente relazione, che tiene conto del momento in cui si sia verificato il Relevant Event, nonché della durata complessiva del Prestito Obbligazionario.

La Relazione degli Amministratori precisa inoltre che l'emissione di nuove azioni a servizio della conversione del prestito obbligazionario denominato "Eur 1,300 million mandatory Convertible Bonds due November 2016", emesso nel novembre 2013 da Telecom Italia Finance SA e garantito dalla Società, non comporta alcun aggiustamento del Prezzo di Conversione Iniziale del Prestito Obbligazionario, fatte salve le ipotesi di aggiustamento previste dal regolamento del prestito precitato denominato "Eur 1,300 million mandatory Convertible Bonds due November 2016" 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. Al ricorrere di tale ipotesi potrebbero verificarsi aggiustamenti del Prezzo di Conversione Iniziale del Prestito Obbligazionario.

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori, nell'ipotesi di Share Settlement Election di cui all'art. 7(i) del Regolamento, invece, il prezzo di emissione delle azioni a servizio della conversione delle Obbligazioni non corrisponderà al Prezzo di Conversione Iniziale (eventualmente aggiustato in conseguenza degli eventi sopra ricordati), bensì dipenderà dal valore di mercato delle azioni in

prossimità dell'esercizio, da parte della Società, della facoltà di Share Settlement Election. Infatti, in tal caso, le azioni da consegnare in sede di conversione (in ogni caso in numero non superiore alle azioni che l'obbligazionista avrebbe ricevuto in caso di conversione volontaria delle rispettive Obbligazioni al Prezzo di Conversione Iniziale salvo gli aggiustamenti sopra ricordati) saranno valorizzate sulla base di una formula matematica che tenga conto della media dei prezzi ufficiali di borsa dell'azione ordinaria registrati sul Mercato Telematico Azionario alla chiusura di ciascuna giornata di borsa in un periodo di venti giorni di mercato aperto precedente la scadenza del Prestito.

La Società dovrà altresì corrispondere un'eventuale integrazione in denaro (quantificata sulla base della formula matematica descritta all'art. 7(i) del Regolamento e ricordata al precedente par. 5.2) affinché il rimborso avvenga nel suo complesso alla pari.

La Relazione degli Amministratori, che illustra e giustifica l'Aumento di Capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, indica quindi:

- (i) il criterio prescelto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale, la cui applicazione conduce alla determinazione di un prezzo puntuale pari ad Euro 1,8476, salvi eventuali aggiustamenti;
- (ii) il criterio prescelto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di Share Settlement Election.

Pertanto, in considerazione delle caratteristiche dell'Operazione e delle finalità del parere, la presente relazione ha per oggetto la congruità, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle presenti circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale, unitamente alla corretta applicazione di detto criterio, nonché del criterio impiegato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di Share Settlement Election.

8.2 Il prezzo di emissione delle azioni corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale

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.

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 economico attribuibile alla società. In effetti, le sopra richiamate caratteristiche del titolo Telecom Italia risultano confermate dalle analisi da noi sviluppate.

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'utilizzo del metodo delle quotazioni di borsa appare motivato e, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.

Nel caso di specie, gli Amministratori della Società hanno provveduto a individuare il prezzo di emissione delle azioni sulla base del prezzo ufficiale di borsa del titolo Telecom Italia rilevato in una singola giornata di contrattazioni, e precisamente il 20 marzo 2015, data immediatamente successiva a quella dell'avvio del collocamento del Prestito realizzato tramite meccanismo di book-building.

La scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, un criterio basato sull'individuazione del prezzo ufficiale di borsa a una data puntuale, coincidente con la chiusura del collocamento del Prestito Obbligazionario, trova supporto nella prassi di mercato riscontrata in tipologie di operazioni similari, nelle modalità previste per il collocamento delle Obbligazioni (tramite book-building) e nella natura dei destinatari del collocamento stesso (investitori istituzionali). Tale scelta appare pertanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria, ancorché non risulti del tutto in linea con un approccio, più comunemente riscontrabile in altre tipologie di operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (non caratterizzate dal meccanismo del book-building), che prevede l'utilizzo di valori medi in archi temporali più ampi.

Anche l'utilizzo da parte degli Amministratori del prezzo ufficiale di borsa, costituito dal prezzo medio ponderato per i volumi scambiati nell'arco temporale di riferimento, trae conferma in altre recenti operazioni di mercato per l'emissione di strumenti finanziari equity o equity linked, come il Prestito Obbligazionario oggetto della presente relazione. In effetti, come richiamato anche dalla dottrina, tale procedimento di calcolo 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.

Dalla Relazione degli Amministratori emerge che il prezzo ufficiale di borsa delle azioni ordinarie al 20 marzo 2015 pari a euro 1,0868, utilizzato come base per la determinazione del Prezzo di Conversione Iniziale, rappresenta circa il 117% del prezzo medio delle azioni ordinarie dell'ultimo semestre, orizzonte temporale in linea con le indicazioni normative dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile. Le ulteriori verifiche da noi condotte su differenti orizzonti temporali antecedenti alla data del 20 marzo 2015 hanno evidenziato i seguenti valori medi per azione e i relativi rapporti percentuali tra il prezzo ufficiale di borsa delle azioni ordinarie al 20 marzo 2015 e le medie osservate negli intervalli sotto indicati:

Media aritmetica prezzi ufficiali di borsa dell'azione ordinaria Telecom Italia	Euro per azione	Rapporto percentuale tra il prezzo ufficiale di borsa al 20 marzo 2015 e i prezzi medi a fianco indicati
1 mese	1,077	101%
3 mesi	0,993	109%
6 mesi	0,932	117%
12 mesi	0,909	120%

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 e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

Anche la scelta operata dagli Amministratori di incorporare nel prezzo di emissione un premio risulta in linea con quanto si evince dalla prassi per operazioni analoghe. Il campione di operazioni similari da noi riscontrato ha evidenziato prezzi di conversione che normalmente includono premi ricompresi tra il 25% e il 35% del prezzo ufficiale di borsa utilizzato come base per la determinazione del prezzo di conversione. La scelta degli Amministratori di fissare un premio pari al 70%, anche in considerazione della durata complessiva del Prestito e delle condizioni attuali del mercato, risulta pertanto ragionevole e nell'interesse degli azionisti esclusi dal diritto di opzione. Inoltre, gli Amministratori hanno segnalato che la determinazione del premio è stata prestabilita sulla base delle indicazioni pervenute dalle banche che hanno svolto il ruolo di bookrunner, tenuto anche conto delle condizioni di mercato. La Relazione degli Amministratori precisa altresì che "l'applicazione di tale premio è stata possibile anche in virtù di una situazione di mercato positiva".

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 implicitamente che le motivazioni di tale scelta sono da ricondurre alle caratteristiche dell'Operazione, che si sostanzia nel recupero di nuovo capitale di rischio che difficilmente potrebbe essere reperito a condizioni diverse da quelle di mercato. Il Consiglio di

Amministrazione ha ritenuto dunque appropriato, nelle attuali circostanze di mercato, individuare il valore economico di Telecom Italia facendo esclusivo riferimento ai valori che, appunto, il mercato stesso esprime.

Sotto quest'ultimo profilo, anche in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale da emettere a servizio 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 basate su criteri di analisi fondamentali. Nella fattispecie, tenuto conto della finalità di reperimento di risorse sul mercato, 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 di collocamento del Prestito Obbligazionario.

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. Anche alla luce di quanto sopra, la decisione degli Amministratori di fare esclusivo riferimento alla metodologia di borsa, ancorché non in linea con un approccio, astrattamente preferibile, che tenga anche conto di plurime metodologie, appare, nelle circostanze e nel suo complesso, accettabile.

L'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della metodologia di borsa utilizzata e del calcolo del prezzo di emissione delle azioni da emettere a servizio della conversione del Prestito Obbligazionario conferma la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

8.3 Il prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di Share Settlement Election

Come anticipato, nell'ipotesi di Share Settlement Election, il prezzo delle azioni da emettere a servizio della conversione delle Obbligazioni non sarà corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale. In tal caso, infatti, il prezzo di emissione sarà determinato sulla base di una formula matematica che tenga conto della media dei prezzi ufficiali di borsa dell'azione ordinaria Telecom Italia in un periodo di riferimento costituito da 20 giorni di trattazione precedenti la data di scadenza del Prestito Obbligazionario.

Anche in tale ipotesi, quindi, il metodo di determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di Share Settlement Election individuato dal Consiglio di Amministrazione è collegato ai corsi di borsa. Come sopra ricordato, le quotazioni di borsa esprimono, 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.

Il riferimento alle quotazioni di borsa trova altresì conforto nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Il criterio prescelto dagli Amministratori risulta quindi, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.

L'arco temporale di 20 giorni precedenti la data di scadenza del Prestito Obbligazionario appare in linea di principio idoneo a esprimere un prezzo di emissione che rifletta il valore di mercato delle azioni ordinarie Telecom Italia, tenuto conto delle peculiarità di detto titolo, caratterizzato da elevato flottante e significativi volumi di contrattazione a oggi trattati.

L'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi ponderati di mercato, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da oscillazioni delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina a oggi espressasi sul tema, che ne supporta l'applicazione.

Il riferimento a un arco temporale futuro, che si colloca nei 20 giorni di borsa aperta precedenti la data di scadenza del Prestito Obbligazionario, è idoneo a individuare prezzi di emissione delle azioni che esprimano il valore corrente dell'azione ordinaria Telecom Italia al momento in cui verranno eventualmente emesse le azioni a servizio della conversione, nell'ipotesi di Share Settlement Election.

Tale approccio metodologico appare adeguato anche nell'ottica degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, in quanto idoneo a consentire a questi ultimi di beneficiare dei possibili effetti di futuri incrementi delle quotazioni del titolo, ancorché inferiori al premio incorporato nel Prezzo di Conversione Iniziale, salvi eventuali aggiustamenti.

La Società dovrà inoltre corrispondere un'eventuale integrazione in denaro (da determinare sulla base della formula matematica descritta all'art. 7(i) del Regolamento e ricordata al precedente par. 5.2), affinché il rimborso avvenga nel suo complesso alla pari. Tale approccio appare, nelle circostanze, ragionevole e motivato dalla necessità di corrispondere all'obbligazionista un valore sostanzialmente equivalente al valore nominale dell'Obbligazione.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere.

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:

- 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 di borsa. In effetti, nel caso specifico, dalla Relazione degli Amministratori si evince implicitamente che metodologie diverse da quella di borsa sono state ritenute non applicabili in considerazione delle peculiari caratteristiche e finalità dell'Operazione indicate nella Relazione degli Amministratori. 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.
 - 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, non direttamente legate alle 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.
- ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti ritenuti di rilievo:
- il Prezzo di Conversione Iniziale potrà essere soggetto a eventuali aggiustamenti al verificarsi delle ipotesi descritte nel Regolamento e riassunte al precedente par. 5.1. In particolare, l'art. 6(b)(x) del Regolamento prevede che, al verificarsi di un c.d. "Relevant Event", il Prezzo di Conversione Iniziale sia ridotto sulla base della formula matematica già descritta, che tiene conto del momento in cui si sia verificato il Relevant Event, nonché della durata complessiva del Prestito Obbligazionario. In ipotesi di Relevant Event, il prezzo di emissione delle azioni sarà dunque inferiore al Prezzo di Conversione Iniziale, con conseguente maggior potenziale effetto diluitivo in capo agli azionisti esclusi dal diritto di opzione. La Relazione degli Amministratori e il Regolamento individuano ulteriori casi di aggiustamento di cui al precedente par. 5.1, al ricorrere dei quali il Prezzo di Conversione Iniziale potrà subire modifiche in aumento o in diminuzione, sulla base dei criteri e delle formule di volta in volta precisati nel Regolamento. Nella loro Relazione, gli Amministratori fanno salvi gli effetti sul Prezzo di Conversione Iniziale di tali eventuali aggiustamenti futuri.
 - Il Regolamento prevede che, qualora l'Assemblea non approvi l'Aumento di Capitale a servizio della conversione delle Obbligazioni entro la data del 30 giugno 2015, la Società dovrà procedere al rimborso anticipato integrale del Prestito Obbligazionario con pagamento in denaro di un importo pari al più alto tra (i) il 102% della somma capitale del Prestito Obbligazionario e (ii) il 102% della media dei prezzi di mercato

delle obbligazioni registrati in un arco temporale successivo all'annuncio del rimborso (oltre, in ciascun caso, agli interessi maturati).

- Esula dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, 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 dell'eventuale consegna da parte della Società delle azioni di compendio, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

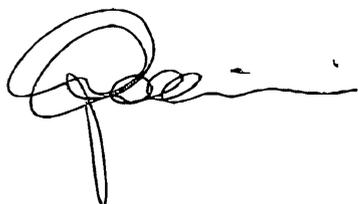
10. CONCLUSIONI

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 e in particolare avuto riguardo a quanto indicato al punto 9.ii), riteniamo che, nell'ambito dell'approccio metodologico complessivo adottato dagli Amministratori:

- (i) il criterio utilizzato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni da emettere nell'ambito dell'Aumento di Capitale a servizio del Prestito Obbligazionario e corrispondente al Prezzo di Conversione Iniziale sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che, in particolare, esso sia stato correttamente applicato per la determinazione del prezzo di emissione puntuale pari a euro 1,8476;
- (ii) il criterio prescelto dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni da emettere nell'ambito dell'Aumento di Capitale a servizio del Prestito Obbligazionario nell'ipotesi in cui la Società decida di esercitare la facoltà di Share Settlement Election sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.

Milano, 20 aprile 2015

PricewaterhouseCoopers SpA



Paolo Caccini
(Revisore legale)