

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE  
di TELECOM ITALIA MEDIA S.p.A.  
in TELECOM ITALIA S.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi  
dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di  
Telecom Italia S.p.A.  
Telecom Italia Media S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione di Telecom Italia Media S.p.A. (nel seguito denominata "TIME", "Telecom Italia Media" o "Società Incorporanda") in Telecom Italia S.p.A. (nel seguito denominata "TI", "Telecom Italia" o "Società Incorporante" e, congiuntamente con TIME, le "Società Partecipanti alla Fusione"), in data 13 marzo 2015 con provvedimento depositato in cancelleria il 16 marzo 2015 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta di TI e TIME, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della Società Incorporante con le azioni della Società Incorporanda (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da Telecom Italia e da Telecom Italia Media il progetto di fusione per incorporazione di TIME in TI (il "Progetto di Fusione") approvato dai consigli di amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione (i "Consigli di Amministrazione") in data 19 marzo 2015, corredato da apposite relazioni degli Amministratori che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, il Rapporto di Cambio, nonché i progetti di bilancio relativi all'esercizio 2014 di TI e di TIME, approvati dai rispettivi consigli di amministrazione in data 19 marzo 2015 e 19 febbraio 2015, che sono oggetto di giudizio da parte della società di revisione legale dei conti PricewaterhouseCoopers S.p.A. e costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di TI e di TIME, convocate nel rispetto della normativa applicabile.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di TI e di TIME, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti (*advisor*), non abbiamo effettuato una valutazione delle società oggetto dell'operazione di fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione e dagli *advisor* da essi incaricati.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle due società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

## 2. Sintesi dell'Operazione

In data 19 febbraio 2015, Telecom Italia e Telecom Italia Media, società controllata e soggetta a direzione e coordinamento di Telecom Italia, che ne detiene direttamente e indirettamente il 77,71% del capitale ordinario e lo 0,95% del capitale di risparmio, hanno comunicato al pubblico la propria decisione di promuovere un percorso di integrazione tramite la fusione per incorporazione di Telecom Italia Media in Telecom Italia (nel seguito la "Fusione" o l'"Operazione").

In data 19 marzo 2015 i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno approvato il Progetto di Fusione che conferma il Rapporto di Cambio preliminarmente indicato dai Consigli di Amministrazione del 19 febbraio 2015.

La Fusione avrà luogo prendendo a riferimento i progetti di bilancio al 31 dicembre 2014 di TI e di TIME, adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione quali situazioni patrimoniali ex art. 2501 *quater* del Codice Civile.

La Fusione determinerà l'annullamento senza concambio della partecipazione detenuta da Telecom Italia in Telecom Italia Media al momento dell'efficacia della Fusione. Agli azionisti titolari di azioni ordinarie e di risparmio TIME, diversi da TI, saranno invece assegnate, rispettivamente, azioni ordinarie e di risparmio Telecom Italia di nuova emissione, sulla base dei rapporti di cambio. L'operazione si realizzerà mediante un aumento del capitale sociale di TI, con emissione, da parte della stessa TI, di nuove azioni ordinarie e di risparmio.

All'esito della Fusione, le azioni ordinarie e di risparmio di Telecom Italia continueranno ad essere quotate sul MTA nonché presso il New York Stock Exchange, sotto forma di ADR (*American Depositary Receipts*, ciascuna rappresentativa di dieci azioni ordinarie e di risparmio).

Ai detentori di azioni ordinarie Telecom Italia Media che non abbiano concorso alla decisione e ai detentori di azioni di risparmio della stessa società spetterà il diritto di recesso, in conseguenza della modifica dell'oggetto sociale derivante dalla fusione; il valore di liquidazione delle azioni per le quali sarà esercitato il diritto di recesso sarà pari a 1,055 Euro per ciascuna azione ordinaria e 0,6032 Euro per ciascuna azione di risparmio.

Le azioni di nuova emissione avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie e di risparmio di TI in circolazione al momento di efficacia della Fusione.

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504 *bis*, comma 2, del Codice Civile, a far data dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto medesimo.

### 3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Telecom Italia e Telecom Italia Media i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione che verranno presentate alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:
- 0,66 azioni ordinarie di Telecom Italia di nuova emissione, aventi data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione ordinaria di Telecom Italia Media;
  - 0,47 azioni di risparmio di Telecom Italia di nuova emissione, aventi data di godimento identica a quella delle azioni di risparmio di Telecom Italia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione di risparmio di Telecom Italia Media.

Non sono previsti conguagli in denaro. Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni degli *advisor* da loro incaricati di cui al successivo punto b). Le Relazioni degli Amministratori espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) le *fairness opinion* predisposte da Citigroup Global Markets Ltd e dallo Studio Tasca per Telecom Italia, e da Equita SIM S.p.A. e dal Professor Stefano Caselli per Telecom Italia Media, a supporto delle valutazioni degli Amministratori, nella definizione del suddetto Rapporto di Cambio;
- c) i progetti di bilancio consolidato e separato di TI e TIME per l'esercizio 2014 e le relative relazioni di revisione contabile della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
- d) il "Preliminary Financials Plan 2015-2017" approvato dal Consiglio di Amministrazione di TI del 19 febbraio 2015;
- e) il "Business Plan 2015-2018" approvato dal Consiglio di Amministrazione di TIME del 19 febbraio 2015;
- f) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.;

- g) lo Statuto vigente di TIME, nonché lo statuto vigente e quello post-fusione di TI, quest'ultimo documento allegato al Progetto di Fusione;
- h) la documentazione di supporto per le riunioni dei Consigli Amministrazione e dei Comitati che hanno esaminato l'operazione;
- i) l'andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli TI e TIME;
- j) le informazioni pubblicamente disponibili su società operanti in settori comparabili e ricerche e analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- k) i comunicati stampa e le informazioni sulla Fusione rese disponibili al pubblico da TI e TIME.

Abbiamo infine ottenuto una attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori di TI e TIME, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### 4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come riportato nelle proprie Relazioni, al fine di determinare il Rapporto di Cambio, gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, anche sulla base delle indicazioni dei propri *advisor*, hanno adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti in questo settore e ritenuti adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione.

##### 4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Nella fusione tra società l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio, cioè della proporzione fra il numero delle azioni della società incorporanda ed il numero delle azioni che l'incorporante assegna agli azionisti dell'incorporanda. Lo scopo principale delle valutazioni delle società interessate da fusioni, quindi, più che la stima dei valori assoluti del capitale economico, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Le società oggetto dell'operazione devono pertanto essere valutate in base a criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Si precisa inoltre che i valori relativi di TI e di TIME sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e prescindendo da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione. Le società partecipanti alla Fusione sono state valutate come entità separate (cosiddetta ottica *stand-alone*), a prescindere da qualsiasi valutazione dei potenziali effetti della Fusione sull'entità risultante (quali, ad esempio, sinergie di costo).

#### 4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale ed internazionale, delle caratteristiche proprie di ciascuna società e della loro peculiarità operativa, la principale metodologia utilizzata è stata quella del Discounted Cash Flow (“DCF”), nella versione “Somma delle Parti”.

Limitatamente a Telecom Italia, stanti l’elevata liquidità del titolo e il numero e la qualità degli analisti finanziari che lo coprono, a supporto del processo valutativo gli Amministratori hanno anche considerato metodologie basate sui multipli di mercato delle società comparabili, sui prezzi di borsa e sui prezzi obiettivo degli analisti finanziari.

Gli Amministratori hanno invece ritenuto che la metodologia dei Prezzi di Borsa, che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati, non fosse applicabile nella fattispecie, a causa della scarsa significatività dei prezzi di mercato di TIME rispetto ai prezzi di mercato di TI, dovuta principalmente a:

- elevata volatilità del prezzo di Borsa del titolo TIME rispetto al titolo TI;
- scarsa liquidità del titolo TIME rispetto al titolo TI;
- scarsa visibilità da parte del mercato finanziario sui fondamentali di TIME.

#### 4.3. Metodologia del Discounted Cash Flow

Come anticipato, riguardo alla valorizzazione di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione, è stata utilizzata la metodologia DCF, applicata attualizzando sia i flussi di cassa operativi sia il valore terminale, determinato sulla base del flusso di cassa normalizzato oltre il periodo esplicito di piano per entrambe le Società Partecipanti alla Fusione. A tal fine gli Amministratori hanno fatto riferimento ai flussi di cassa come risultanti dai documenti “Preliminary Financials Plan 2015-2017” e “Business Plan 2015-2018”, rispettivamente approvati dai Consigli di Amministrazione di TI e di TIME il 19 febbraio 2015.

In base all’approccio per Somma delle Parti il valore della società è stato determinato come somma dei valori delle singole aree di attività delle Società Partecipanti alla Fusione, considerate come entità economiche valorizzabili autonomamente. Tale somma è stata rettificata principalmente per tenere conto della posizione finanziaria e degli interessi di terzi.

Infine, per quanto concerne le azioni di risparmio, il valore è stato desunto sulla base dello sconto medio di mercato a 3 e 6 mesi che questa categoria di azioni ha registrato in passato rispetto alle azioni ordinarie.

#### 5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nel raggiungere i risultati di cui sopra, anche in applicazione dell’art. 2501 *quinquies* del Codice Civile, gli Amministratori non hanno riscontrato particolari difficoltà nell’applicazione delle metodologie di valutazione o nella determinazione del Rapporto di Cambio.

## 6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

La valutazione ottenuta dagli Amministratori di Telecom Italia, anche sulla base delle indicazioni dei propri *advisor*, ha portato alla seguente tabella riassuntiva dei principali dati valutativi, dove i rapporti di cambio di 0,66 azioni ordinarie di Telecom Italia per ogni azione ordinaria di Telecom Italia Media e di 0,47 azioni di risparmio di Telecom Italia per ogni azione di risparmio di Telecom Italia Media ricadono all'interno dell'intervallo desumibile da tale valutazione:

### Telecom Italia

<i>Valori in € per azione</i>	Azioni Ordinarie		Azioni di Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
DCF	0,75	1,54	0,60	1,23
Metodi di controllo				
EV/EBITDA	1,12	1,41	0,89	1,13
Prezzi di mercato ultimi 12 mesi	0,77	1,14	0,61	0,91
Prezzi obiettivo analisti di ricerca	0,60	1,20	0,50	0,96
Intervallo selezionato (DCF)	0,75	1,54	0,60	1,23

### Telecom Italia Media

<i>Valori in € per azione</i>	Azioni Ordinarie		Azioni di Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
Intervallo selezionato (DCF)*	0,44	1,15	0,26	0,63
Intervallo di rapporto di cambio**	0,59x	0,75x	0,43x	0,51x
Rapporto di Cambio	0,66x		0,47x	

\* Con riferimento ai metodi di controllo, si rimanda a quanto segnalato innanzi nel testo al paragrafo 4.2.

\*\* Rapporto tra l'intervallo selezionato per Telecom Italia Media e l'intervallo selezionato per Telecom Italia.

La valutazione ottenuta dagli Amministratori di Telecom Italia Media ha portato alla definizione dei rapporti di 0,66 azioni ordinarie di Telecom Italia per ogni azione ordinaria di Telecom Italia Media e di 0,47 azioni di risparmio di Telecom Italia per ogni azione di risparmio di Telecom Italia Media, anche sulla base dei valori per azione e relativi rapporti di cambio risultanti dall'applicazione da parte dei propri *advisor*, Equita e Prof. Stefano Caselli, della metodologia di riferimento (DCF):

## Telecom Italia Media

Equita	Azioni Ordinarie		Azioni di Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
Valore per azione Telecom Italia (€)	1,20	1,31	0,95	1,05
Valore per azione Telecom Italia Media (€)	0,60	0,85	0,34	0,48
Rapporto di Cambio*	0,46x	0,71x	0,32x	0,51x

  

Prof. Caselli	Azioni Ordinarie		Azioni di Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
Valore per azione Telecom Italia (€)	0,91	1,27	0,72	1,01
Valore per azione Telecom Italia Media (€)	0,68	0,78	0,39	0,44
Rapporto di Cambio*	0,62x	0,74x	0,44x	0,53x

(\*) Rapporto di Cambio calcolato come rapporto Massimo/Massimo e Minimo/Minimo tra i valori per azione di Telecom Italia Media ed i valori per azione di Telecom Italia.

## 7. Lavoro svolto

### 7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3.

I Progetti di Bilancio al 31 dicembre 2014 di TI e di TIME approvati dai Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 19 marzo 2015 e 19 febbraio 2015 e assunti quali situazioni patrimoniali predisposte ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, sono state assoggettate a revisione contabile da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. che ha emesso le proprie relazioni rispettivamente in data 30 marzo 2015 e 24 marzo 2015.

In relazione a questi progetti di bilancio, abbiamo svolto limitate procedure di revisione, che sono principalmente consistite in discussioni con la Direzione di TI e di TIME ed incontri con la società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A., con l'obiettivo di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché in analisi critiche degli ammontari in esse esposti.

Per quanto riguarda le previsioni economico-finanziarie e i flussi di cassa contenuti nei documenti "Preliminary Financials Plan 2015-2017" di Telecom Italia e "Business Plan 2015-2018" di Telecom Italia Media, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di



previsione, abbiamo discusso con le Direzioni di TI e TIME le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di TI e di TIME, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

### *7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio*

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Amministratori di TI e TIME, nonché delle *fairness opinion* dei loro rispettivi *advisor*, per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori e dai loro *advisor* nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3.;
- verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio effettuato mediante applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro *advisor*;
- incontri con le Direzioni di TI e di TIME e con i loro *advisor* per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di TI e di TIME, e ottenuto attestazione, che per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

## 8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione.

Abbiamo quindi svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto dell'Operazione nel suo complesso.

Con riferimento al metodo di valutazione adottato si osserva che:

- è largamente diffuso nella prassi professionale italiana e internazionale, ha consolidate basi dottrinali e si basa su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- appare adeguato nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle società interessate dall'Operazione e della scarsa significatività del prezzo di mercato di TIME rispetto a quello di TI;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, il metodo è stato sviluppato in ottica *stand alone*;
- l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, anche con il supporto dei rispettivi *advisor*, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori;
- limitatamente a TI, l'applicazione di più di un metodo di valutazione ha consentito comunque di allargare il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo della metodologia di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- il metodo DCF nella versione Somma delle Parti è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali complesse, caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico, l'utilizzo di tale metodologia ha consentito di apprezzare le caratteristiche operative delle società coinvolte nella fusione. La scelta del metodo DCF risulta giustificata anche dall'attività svolta dalle Società Partecipanti alla

Fusione, che rende tanto gli aspetti reddituali che quelli finanziari rilevanti ai fini del processo di valutazione;

- in considerazione delle peculiari caratteristiche di TIME, ed in particolare dell'elevata volatilità del titolo, della relativa illiquidità delle azioni TIME rispetto alle azioni TI, della scarsa visibilità da parte del mercato finanziario sui fondamentali di TIME, anche quale conseguenza dell'assenza di comunicazioni finanziarie al mercato e agli analisti da quasi due anni, e dell'assenza di società significativamente comparabili, si ritiene che, al fine del rispetto del principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati, le metodologie dei prezzi di borsa, dei *target price* degli analisti e dei multipli di borsa non fossero applicabili nella fattispecie.

Si ricorda infine che gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione hanno determinato che ricorre un'ipotesi di recesso per i detentori di azioni ordinarie Telecom Italia Media che non abbiano concorso alla decisione e per i detentori di azioni di risparmio della stessa società ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a) del Codice Civile ed hanno pertanto definito ai sensi dello stesso Codice Civile i valori di liquidazione pari a 1,055 Euro per ciascuna azione ordinaria e a 0,6032 Euro per ciascuna azione di risparmio.

#### 9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Telecom Italia e Telecom Italia Media, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime.

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione mediante la metodologia del Discounted Cash Flow si basano su previsioni economico-patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

#### 10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Telecom Italia e di Telecom Italia Media, anche sulla base delle indicazioni dei loro *advisor*, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- 0,66 azioni ordinarie di Telecom Italia di nuova emissione, aventi data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione ordinaria di Telecom Italia Media;
- 0,47 azioni di risparmio di Telecom Italia di nuova emissione, aventi data di godimento identica a quella delle azioni di risparmio di Telecom Italia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione di risparmio di Telecom Italia Media.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Torino, 30 marzo 2015

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Luigi Conti  
(Socio)