

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

**Agli Azionisti di
EI TOWERS S.p.A.**

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società EI TOWERS S.p.A. (di seguito "EI TOWERS" o la "Società" o l'"Offerente") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 24 febbraio 2015 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale (di seguito anche l'"Aumento di Capitale") di EI TOWERS a pagamento e in via scindibile, per un importo massimo di Euro 373.972.800,00 (comprensivo del sovrapprezzo), da eseguirsi in una o più volte, anche in più *tranche*, da perfezionarsi mediante emissione di n. 8.160.000 nuove azioni ordinarie EI TOWERS del valore nominale unitario di Euro 0,10 cadauna, da liberarsi ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way portate in adesione all'offerta pubblica di acquisto e scambio (l'"Offerta" ed unitamente all'Aumento di Capitale l'"Operazione") deliberata dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS del 24 febbraio 2015.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, e come meglio descritto nel successivo paragrafo 2. Sintesi dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS in data 24 febbraio 2015 ha deliberato di promuovere l'Offerta avente ad oggetto n. 272.000.000 azioni ordinarie Rai Way (di seguito "Rai Way"), pari alla totalità del capitale sociale sottoscritto e versato di Rai Way.

Per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta, l'Offerente riconoscerà agli azionisti un corrispettivo rappresentato, come meglio descritto al successivo par. 2, da una componente in contanti, pari a Euro 3,13 e da una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS di nuova emissione (congiuntamente, il "Corrispettivo").

La proposta del suddetto aumento di capitale, ai fini dell'esecuzione dell'Offerta, sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 27 marzo 2015.

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS si è avvalso dell'attività di supporto di un Advisor esterno (di seguito l'"Advisor").

In riferimento all'Aumento di Capitale descritto, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori di EI TOWERS ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni della Società (il "Prezzo di Emissione").

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Al fine di fornire un utile inquadramento del contesto in cui si colloca l'Aumento di Capitale, si riporta di seguito una sintesi delle informazioni contenute nella Relazione degli Amministratori al riguardo.

Gli Amministratori indicano come la proposta di Aumento di Capitale si collochi nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio, deliberata dal Consiglio di Amministrazione stesso in data 24 febbraio 2015, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da Rai Way. Alla data di redazione della Relazione, il capitale sociale di Rai Way risulta detenuto nella misura del 65,07% da Rai - Radiotelevisione Italiana S.p.A. (di seguito anche "RAI") e per il 34,93% dal mercato.

Gli Amministratori indicano che, come già brevemente descritto nel precedente paragrafo, per ciascuna azione ordinaria Rai Way portata in adesione all'Offerta l'Offerente riconoscerà agli azionisti un Corrispettivo rappresentato da (a) una componente in contanti, pari a Euro 3,13 (corrispondente a circa il 69% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way nell'ambito dell'Offerta), e (b) una componente azionaria, costituita da n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS di nuova emissione (corrispondente a circa il 31% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria Rai Way nell'ambito dell'Offerta).

Gli Amministratori riferiscono, nel paragrafo 1.2 della loro Relazione, che l'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni:

- (i) che l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato approvi incondizionatamente, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, l'acquisizione del controllo di Rai Way da parte di EI TOWERS;
- (ii) che l'Assemblea Straordinaria di EI TOWERS convocata per il 27 marzo 2015 approvi la proposta di Aumento di Capitale;
- (iii) che l'Offerente venga a detenere (per effetto dell'Offerta o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta ma nel rispetto delle applicabili disposizioni normative) una partecipazione pari almeno al 66,67% del capitale sociale di Rai Way;
- (iv) che, entro il quinto giorno di borsa aperta antecedente la chiusura del periodo di adesione all'Offerta, come eventualmente prorogato, il Ministero dello sviluppo economico autorizzi RAI a continuare lo svolgimento delle proprie attività inerenti il servizio pubblico avvalendosi di Rai Way anche successivamente all'acquisizione del controllo della stessa da parte di EI TOWERS. A tal fine, l'Offerente si è già impegnato a convenire adeguati strumenti negoziali che assicurino e garantiscano a RAI pieno titolo a disporre dei mezzi e delle risorse strumentali per l'espletamento delle prestazioni di servizio pubblico spettanti alla stessa RAI;
- (v) che alla data di pagamento del Corrispettivo non si siano verificati circostanze o eventi straordinari ovvero gravi mutamenti negativi nella situazione finanziaria, economica, valutaria, normativa o di mercato, a livello nazionale o internazionale, o altri eventi che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta o sulla situazione finanziaria, patrimoniale o reddituale di Rai Way.

Al riguardo, gli Amministratori precisano altresì che l'Offerente potrà rinunciare a una o più condizioni di efficacia dell'Offerta ovvero modificarle, in tutto o in parte come previsto dalla normativa applicabile.

Nell'ambito della Relazione, gli Amministratori indicano altresì il trattamento previsto in sede di quotazione di Rai Way a favore degli azionisti di quest'ultima, destinatari degli incentivi al pubblico indistinto e degli incentivi ai dipendenti. In particolare, nell'ambito dell'offerta rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del Gruppo RAI è stato, infatti, riconosciuto agli assegnatari delle azioni ordinarie Rai Way che manterranno, senza soluzione di continuità, la piena proprietà di tali azioni per dodici mesi dalla data di pagamento (ossia dal 19 novembre 2014), e sempre che le stesse azioni siano rimaste depositate presso un collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti a Monte Titoli (le "Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite"), il diritto a ricevere gratuitamente da RAI una azione ordinaria Rai Way ogni venti azioni assegnate nell'ambito dell'offerta al pubblico indistinto e una azione ordinaria Rai Way ogni dieci azioni assegnate nell'ambito dell'offerta rivolta ai dipendenti (le "Azioni Gratuite").

Nell'ambito dell'Offerta, EI TOWERS intende attribuire a tutti i possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite la facoltà di stipulare con l'Offerente un contratto di vendita a termine per effetto del quale, a una data immediatamente successiva al 19 novembre 2015, tutte le azioni ordinarie Rai Way detenute dagli azionisti che abbiano esercitato tale facoltà, incluse le Azioni Gratuite, saranno trasferite all'Offerente a fronte del pagamento del Corrispettivo.

Nella loro Relazione gli Amministratori precisano che:

- qualora (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci di Rai Way, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di Rai Way e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente ridotto, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente;
- qualora (a) l'Assemblea Ordinaria dei soci dell'Offerente, in sede di approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, deliberi la distribuzione del dividendo eventualmente proposto dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS e (b) il pagamento del dividendo intervenga prima della conclusione del periodo di adesione all'Offerta, il Corrispettivo verrà corrispondentemente incrementato, nei termini e con le modalità previste dalla normativa vigente.

Secondo quanto riportato nella Relazione, gli Amministratori indicano che l'Operazione è finalizzata alla creazione di un grande operatore unico nazionale nel settore delle infrastrutture destinate all'ospitalità degli apparati televisivi e radiofonici, in grado di svolgere un ruolo rilevante anche nel settore delle telecomunicazioni. Gli Amministratori indicano poi che la creazione di un unico operatore consentirà di porre rimedio all'attuale situazione di inefficiente moltiplicazione infrastrutturale dovuta alla presenza di due grandi operatori sul territorio nazionale, ponendo così l'Italia a livello dei principali Paesi Europei industrializzati (Francia, Regno Unito, Spagna) nei quali le infrastrutture vengono gestite a livello nazionale da un unico operatore. Dalla prospettata integrazione EI TOWERS attende altresì di poter conseguire efficienze soprattutto in termini di graduale semplificazione infrastrutturale e di più efficiente approccio alla dimensione tecnologica.

Gli Amministratori indicano che la nuova realtà industriale, che verrebbe eventualmente a crearsi in caso di esito positivo dell'Operazione, potrebbe incrementare notevolmente il valore del servizio offerto ai clienti esistenti e potenziali.

Da un punto di vista finanziario, gli Amministratori sottolineano che all'eventuale esito positivo dell'Operazione il Gruppo EI TOWERS avrà ricavi più diversificati, dato che l'incidenza del Gruppo Mediaset sui ricavi passerebbe dal 77% al 41% (stime basate sui dati al 2013), mentre il Gruppo RAI diverrebbe il secondo cliente con il 39% (stime basate sui dati al 2013).

Inoltre, gli Amministratori indicano che l'Operazione potrà generare significative sinergie in termini di ricavi e costi, efficienze nella spesa per investimenti ed effetti positivi sull'utile per azione e sul Free Cash Flow to equity per azione sin dal primo anno.

Infine, la Relazione sottolinea il fatto che il gruppo post Operazione avrà una struttura del capitale più efficiente ed in linea con gli altri operatori internazionali leader di settore.

Con specifico riferimento alle azioni EI TOWERS di nuova emissione –utilizzate quale parziale fonte di pagamento del Corrispettivo – gli Amministratori ritengono poi che la maggiore liquidità del titolo renderà l'investimento nel gruppo maggiormente appetibile, soprattutto per i grandi investitori istituzionali.

Ai fini dell'Aumento di Capitale, che come anticipato prevede il conferimento in natura delle azioni ordinarie Rai Way, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha deciso, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, cod. civ., di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater cod. civ. per la stima delle azioni ordinarie Rai Way oggetto di conferimento.

Gli Amministratori riferiscono che tale disciplina consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti ad opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione effettuata da un esperto indipendente rispetto a chi effettua il conferimento, alla società e ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, nonché dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-ter, comma 2, lett. b), cod. civ.).

Il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha dunque conferito al Prof. Mauro Bini, quale esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lett. b), cod. civ. (l'“Esperto Indipendente”), l'incarico di emettere, in vista dell'Assemblea che delibererà l'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta, la propria valutazione delle azioni ordinarie Rai Way riferita alla data del 31 dicembre 2014. Gli Amministratori evidenziano nella loro Relazione che tale valutazione verrà messa a disposizione nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

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 esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate 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 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 loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né dei beni oggetto di conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lett. b), dell'Esperto Indipendente nominato dalla Società.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;

- verbale del Consiglio di Amministrazione del 24 febbraio 2015 che ha deliberato di approvare la proposta di Aumento di Capitale e la Relazione di cui sopra;
- statuto della Società, per le finalità di cui al presente incarico;
- documentazione di dettaglio predisposta dall'*Advisor* a supporto del Consiglio di Amministrazione;
- bilanci d' esercizio e consolidato di EI TOWERS al 31 dicembre 2013, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 28 marzo 2014;
- relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 di EI TOWERS, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 28 luglio 2014;
- relazione intermedia di gestione al 30 settembre 2014 di EI TOWERS, non assoggettata a revisione;
- *business plan* del gruppo EI TOWERS relativo al periodo 2014-2018 ("Piano Economico-Finanziario"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS in data 29 settembre 2014;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni EI TOWERS registrate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana negli orizzonti di osservazione definiti dagli Amministratori (6 mesi precedenti, 3 mesi precedenti, 1 mese precedente, 1 settimana precedente la data del 24 febbraio 2015) ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi di scambio giornalieri;
- comunicato stampa del 24 febbraio 2015 relativo all'Operazione;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 6 marzo 2015, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di EI TOWERS, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e 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.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni sia determinato dagli Amministratori "*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*".

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, in considerazione delle caratteristiche dell'Offerta e dell'Aumento di Capitale al servizio della stessa, hanno deliberato di proporre all'Assemblea che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sia pari al prezzo di borsa delle azioni EI TOWERS rilevato nel giorno precedente la Relazione.

Più in particolare gli Amministratori, come rilevato al paragrafo 3.1 della loro Relazione, hanno determinato il Prezzo di Emissione identificando un metodo principale e taluni metodi di controllo secondo il procedimento di seguito descritto.

Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione dell'Aumento di Capitale delle azioni EI TOWERS, il Consiglio di Amministrazione ha adottato quale metodologia principale la quotazione del titolo stesso. In particolare, il Consiglio ha proceduto a un'analisi dell'andamento del titolo EI TOWERS, tenuto conto delle specifiche caratteristiche della Società e, in particolare, del grado di volatilità del titolo.

I risultati forniti dal metodo principale sono stati sottoposti a controllo attraverso l'applicazione di criteri finanziari e di metodologie di mercato alternative al metodo principale.

Al riguardo, gli Amministratori informano che nella scelta di determinazione del Prezzo di Emissione, oltre ad aspetti di natura tecnica fondati sui metodi valutativi, è stata da loro considerata anche la significativa creazione di valore attesa dall'integrazione fra EI TOWERS e Rai Way.

Metodo principale: quotazioni di borsa

Come rilevato dagli Amministratori, il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore del capitale economico. Tale criterio ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in opportuni periodi temporali. Il corso azionario di un titolo può essere infatti considerato un indicatore affidabile del valore del capitale economico, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da (i) un livello significativo di flottante, (ii) un livello significativo di volumi scambiati, e (iii) una ridotta volatilità.

La tabella di seguito riportata evidenzia le medie di prezzo ponderate per i volumi di EI TOWERS in vari periodi di riferimento, presi in considerazione dagli Amministratori:

Prezzo EI TOWERS	
1 giorno (23 febbraio 2015)	€45,83
Media 1 settimana	€45,17
Media 1 mese	€44,42
Media 3 mesi	€42,77
Media 6 mesi	€41,39

Alla luce degli andamenti rilevati ed evidenziati nella precedente tabella, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che il prezzo di borsa dell'azione ordinaria EI TOWERS rilevato il giorno precedente la Relazione sia da considerarsi rappresentativo del valore del capitale economico di EI TOWERS. Lo stesso risulta infatti superiore rispetto alle medie storiche e non influenzato dai potenziali effetti di mercato dell'annuncio dell'Operazione, essendo ad esso antecedente. Esso dunque riflette, a giudizio degli Amministratori, il valore fondamentale di EI TOWERS ai fini dell'Aumento di Capitale.

Metodo di controllo: Flussi di Cassa Operativi Scontati (Discounted Cash Flow)

La metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (*Discounted Cash Flow*) è stata adottata dagli Amministratori come primo metodo di controllo. Tale metodologia si basa sull'apprezzamento dei flussi di cassa operativi futuri della società oggetto di stima. I *cash flows* sono definiti come la cassa generata dalle attività operative e disponibile ai prestatori di capitale (debito e capitale proprio) dopo il reinvestimento nelle attività operative della società oggetto di valutazione.

Nell'applicazione della metodologia *Discounted Cash Flow* sono state utilizzate le proiezioni economico-finanziarie derivate dal Piano Economico-Finanziario di EI TOWERS, come comunicato al mercato in data 29 settembre 2014. Gli Amministratori hanno altresì stimato il *terminal value* che tiene in considerazione ipotesi di crescita di lungo periodo nell'intorno dell'1%, mentre il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC") è stato determinato in un intervallo nell'intorno del 6%. Ai fini della sua determinazione gli Amministratori hanno preso in considerazione il profilo di rischio del settore. È stata inoltre ipotizzata una struttura del capitale coerente con l'indebitamento lordo ultimo riportato dalla Società.

Sulla base dei parametri sopra descritti, gli Amministratori hanno individuato il seguente intervallo di valori:

Valore per Azione EI TOWERS (approssimato al primo decimale su base DCF)
€48 – €61

A fronte di tali valori e dell'ampiezza del *range* identificato, gli Amministratori sottolineano come la componente azionaria dell'Offerta – consistente, come già indicato, nello scambio di n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS per ciascuna azione ordinaria Rai Way – non comporta il trasferimento del controllo di EI TOWERS. Tale circostanza ha quindi portato gli Amministratori all'adozione di criteri in grado di esprimere valori al netto di premi di controllo o di maggioranza in via diretta, ossia senza l'applicazione di rettifiche, quale nella fattispecie il metodo delle quotazioni di borsa. Gli Amministratori evidenziano infatti come, in questa prospettiva, i risultati rivenienti dall'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* necessiterebbero comunque di rettifiche al fine di fornire indicazioni di valore per quote minoritarie. A giudizio degli stessi la determinazione dell'entità di tali rettifiche, non essendo corroborata da dati statistici univoci, avrebbe richiesto un significativo grado di soggettività nel processo valutativo. Essi pertanto hanno ritenuto di non apportare tali rettifiche ed hanno utilizzato il metodo in parola quale strumento di controllo, al fine di valutare l'affidabilità dei risultati ottenuti dal metodo principale.

Al riguardo gli Amministratori rilevano che lo scostamento fra il limite inferiore espresso dal metodo di controllo, come sopra descritto, ed il metodo principale, basato sul valore di borsa, è pari al 5%, che essi ritengono collocarsi in un ambito di ragionevolezza nelle specifiche circostanze.

Metodo di controllo: multipli di operazioni precedenti

In aggiunta a quanto sopra, gli Amministratori hanno utilizzato, quale ulteriore metodo di controllo, quello dei multipli di operazioni precedenti. Detto metodo si basa sull'analisi di un campione di operazioni poste in essere in un determinato periodo temporale nell'ambito dello stesso settore di attività in cui opera l'emittente oggetto di valutazione ("Multipli di Operazioni"). Ai fini dell'applicazione della sopra citata metodologia, per ognuna delle operazioni selezionate sono stati derivati dei multipli, calcolati come il rapporto tra il valore dell'operazione in questione e alcuni indicatori finanziari considerati significativi dagli Amministratori. Una volta selezionati i multipli ritenuti rilevanti sulla base del campione considerato, gli stessi sono stati applicati alle corrispondenti metriche economico-finanziarie di EI TOWERS.

Con riferimento a tale metodologia, gli Amministratori sottolineano come il fattore temporale, le specificità locali e le sinergie di ciascuna operazione precedente possano avere un impatto significativo sui sottostanti multipli. Oltre a ciò, gli Amministratori evidenziano altre variabili che possono portare a valutazioni diverse e non rilevanti per EI TOWERS e per l'Operazione in questione.

In tale prospettiva i Multipli di Operazioni selezionati sono stati valutati dagli Amministratori come indicativi e a solo scopo di riferimento.

Ai fini dell'applicazione di tale metodo, gli Amministratori hanno analizzato le seguenti operazioni precedenti: Brookfield/TDF France, NSZ/Antenna Hungaria, Alinda Capital Partners/Emitel, First State Investments/TDF Digita (Finland), DMT/EI TOWERS, Montagu/Emitel, TDF/TD Media&Broadcast e TDF/Antenna Hungaria, che hanno portato ad identificare i parametri di riferimento ed il corrispondente valore implicito di EI TOWERS, come evidenziato nella tabella di seguito riportata:

Operazioni precedenti	Valore dell'Impresa/EBITDA ultimo riportato	Valore implicito Azione per EI TOWERS
Media	10,3x	€37,0
Massimo	11,9x	€43,2
Minimo	8,9x	€31,5

Ferme restando le precedenti considerazioni, gli Amministratori ritengono che anche tale metodo di controllo sia atto a confermare la ragionevolezza della valutazione riveniente del metodo principale.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori non segnalano difficoltà e limitazioni nell'ambito del processo di valutazione di EI TOWERS.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni EI TOWERS, nell'ambito dell'Aumento di Capitale in oggetto, in:

Euro 45,83 per azione

ossia in misura pari al prezzo di borsa rilevato in data 23 febbraio 2015.

8. LAVORO SVOLTO

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

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 24 febbraio 2015;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione di EI TOWERS adottati dagli Amministratori al fine di riscontrarne l'adeguatezza, nelle circostanze, sotto il profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro svolto dagli Amministratori stessi e dall'*Advisor* per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- utilizzato gli elementi informativi da noi acquisiti nell'ambito del nostro incarico di revisione legale sul bilancio al 31 dicembre 2014 di EI TOWERS con riferimento agli elementi rilevanti anche ai fini della presente relazione;
- 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;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento, ivi compresa la documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 4., nonché verificato la correttezza aritmetica dei calcoli effettuati;

- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni EI TOWERS nei 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo rilevato in data 23 febbraio 2015 e nei diversi intervalli di 1 settimana, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- con riferimento ai corsi di Borsa, analizzato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, periodo temporale di riferimento, significatività dei prezzi considerati, tipologia di media usata, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
 - svolto analisi critiche circa i metodi di controllo al fine di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze;
 - condotto incontri con l'*Advisor*, al fine di approfondire gli aspetti più rilevanti relativi alla valutazione di EI TOWERS ed all'Operazione ed al fine di acquisire ogni altro elemento utile all'espletamento del nostro incarico;
 - discusso con il *management* di EI TOWERS, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, il *budget* e il Piano Economico-Finanziario allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano;
 - svolto autonome analisi di sensibilità nell'ambito del metodo DCF adottato dagli Amministratori per la valutazione di EI TOWERS, anche con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazione nei parametri assunti;
 - raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione del Piano Economico-Finanziario, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni del piano stesso, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
 - 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.

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

In via preliminare, è opportuno ricordare che oggetto del presente parere di congruità è l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione al servizio dell'Offerta.

La Relazione degli Amministratori illustra al par. 3.1 l'Aumento di Capitale in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio del suddetto Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'Operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle azioni, come riportati nel paragrafo 3.1 della Relazione, nonché sulla loro corretta applicazione.

- Gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo in primo luogo riferimento, quale metodologia principale, alle quotazioni di borsa del titolo EI TOWERS.
- 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 al riferimento all'*“andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”*, la prassi e la dottrina sono concordi nel ritenere che non debba farsi necessariamente riferimento ad 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 criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione è comunemente accettato ed 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 di indiscusso rilievo 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 delle azioni che si vengono a formare per società dotate di caratteristiche, in termini di livelli di scambi, volatilità e flottante, analoghe a quelle di EI TOWERS, tendono a rifletterne il valore economico.
- Nel caso in oggetto, anche in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale, volto a rendere disponibili le azioni necessarie ai fini dell'Offerta, appare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di fare in primo luogo riferimento ad una metodologia *“diretta”* di mercato, quale quella delle quotazioni di borsa.
- Nell'ambito della metodologia di borsa prescelta come principale, gli Amministratori hanno ritenuto di identificare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni sulla base del prezzo di borsa del titolo EI TOWERS rilevato in una singola giornata di contrattazioni, e precisamente il 23 febbraio 2015, data immediatamente antecedente a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato l'Offerta.
- Gli Amministratori, nell'ambito delle valutazioni di loro pertinenza, hanno inoltre svolto ulteriori analisi delle quotazioni del titolo azionario EI TOWERS in diversi periodi di osservazione, calcolando la media dei corsi di borsa del titolo in diversi orizzonti temporali (una settimana, un mese, tre mesi e sei mesi) antecedenti rispetto alla data del 24 febbraio 2015. L'analisi ha evidenziato valori rispettivamente pari a Euro 45,17, Euro 44,42, Euro 42,77 ed Euro 41,39 e dunque, in tutti i casi, inferiori rispetto al prezzo di borsa rilevato il giorno precedente la data di deliberazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società, pari a Euro 45,83. Pertanto, l'eventuale utilizzo di archi temporali più ampi antecedenti alla data di approvazione dell'Offerta avrebbe condotto all'individuazione di prezzi di emissione inferiori rispetto a quello

effettivamente adottato e quindi meno favorevoli per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione a causa del maggiore effetto diluitivo.

- La scelta degli Amministratori di determinare un prezzo puntuale basato sulle quotazioni di borsa riferite ad una data specifica risponde quindi, nel caso concreto, all'esigenza di massimizzare la valorizzazione delle azioni della Società nell'ottica della tutela degli interessi patrimoniali degli azionisti di EI TOWERS esclusi dal diritto di opzione. Tale scelta trova inoltre giustificazione nelle specifiche caratteristiche dell'Offerta promossa dalla Società e risulta coerente con la circostanza che le nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sono destinate a costituire parte del Corrispettivo che verrà corrisposto agli aderenti all'Offerta, assumendo quindi una sostanziale funzione di *cash equivalent*.
- Le analisi di sensibilità 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 di borsa utilizzata e del calcolo del Prezzo di Emissione confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.
- Sotto un ulteriore profilo, la scelta degli Amministratori di effettuare le loro analisi su diversi orizzonti temporali cd. *unaffected*, vale a dire anteriori all'annuncio dell'Operazione e dunque non influenzati dalla diffusione al mercato di notizie in ordine alla stessa, appare in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa ed è pertanto da ritenersi ragionevole e non arbitraria.
- In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi, sviluppando metodologie valutative di controllo al fine di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione, pari a Euro 45,83 sulla base della metodologia di borsa. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati della metodologia prescelta con le risultanze dell'applicazione di ulteriori criteri fondamentali (Flussi di Cassa Operativi Scontati) e di mercato (transazioni comparabili), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.
- In particolare, sotto un primo profilo, gli Amministratori hanno sviluppato la metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati (DCF) al fine di riscontrare che il Prezzo di Emissione fosse coerente anche con le risultanze di metodologie valutative fondamentali. Il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. La scelta effettuata dagli Amministratori nell'ambito della metodologia di raffronto è pertanto da ritenersi, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. A tale proposito, nella Relazione vengono sintetizzati il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad un costo medio ponderato del capitale ("WACC") stimato in un intervallo intorno al 6%, sulla base della metodologia del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Con riferimento al valore operativo, la Società ha inoltre considerato per la stima del *terminal value* un tasso di crescita nell'intorno dell'1%. Gli approcci utilizzati dagli Amministratori sia per la determinazione del WACC, sia per la scelta del tasso di crescita, sono da ritenersi ragionevoli e in linea con la prassi professionale.

- Gli Amministratori hanno sottolineato che il valore di EI TOWERS riveniente dalle quotazioni di mercato si colloca, pur in maniera non significativa, al di sotto del limite inferiore del *range* risultante dall'applicazione della metodologia dei Flussi di Cassa Operativi Scontati. Al riguardo, gli stessi Amministratori hanno fornito, nella loro Relazione, le motivazioni che li hanno indotti a ritenere comunque accettabile detto scostamento, pari a circa il 5%, nell'ambito del complessivo approccio metodologico utilizzato. In effetti, è stato rilevato che la componente azionaria dell'Offerta – consistente, come già indicato, nello scambio di n. 0,03 azioni ordinarie EI TOWERS per ciascuna azione ordinaria Rai Way – non comporta il trasferimento del controllo di EI TOWERS. Il criterio di borsa utilizzato quale metodologia principale, in quanto basato su scambi relativi a quote di minoranza, già esprime valori delle azioni EI TOWERS al netto di premi di controllo o di maggioranza. Il metodo dei Flussi di Cassa Operativi Scontati esprime viceversa un valore fondamentale dell'azione che, nel caso specifico e in considerazione delle caratteristiche dell'Aumento di Capitale e dell'Offerta nell'ambito della quale si inserisce, rimane assoggettabile a conseguenti rettifiche al fine di tenere conto di uno sconto di minoranza, in quanto gli azionisti di Rai Way, a seguito dell'Offerta in esame, verrebbero in ogni caso a detenere una partecipazione complessivamente minoritaria in EI TOWERS. A tale riguardo, gli Amministratori sottolineano inoltre come l'entità di tali rettifiche non possa essere corroborata da dati statistici univoci, circostanza che introduce in genere elementi di soggettività nel processo valutativo. Sul punto, si rileva come non esistano in dottrina modelli teorici di riferimento per la stima di sconti e la dimostrabilità di questi ultimi poggia in massima parte su evidenze empiriche non univoche. Pertanto, nelle specifiche circostanze, appare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di privilegiare i risultati di una metodologia "diretta" di mercato rispetto a quelli rivenienti da metodologie basate su criteri di analisi fondamentali che più tipicamente risentono di fattori soggettivi.
- Nella fattispecie, sulla base delle motivazioni fornite dagli Amministratori e in considerazione della specifica destinazione dell'Aumento di Capitale, volto a rendere disponibili le azioni necessarie ai fini dell'Offerta, appare nel complesso accettabile lo scostamento – che peraltro, in termini percentuali, si presenta sostanzialmente contenuto e dunque collocabile in un ambito di ragionevolezza – tra le risultanze della metodologia principale di borsa e la parte bassa del *range* riveniente dalla metodologia DCF.
- D'altra parte, le analisi di sensibilità che abbiamo autonomamente elaborato per apprezzare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti dagli Amministratori nell'ambito della metodologia DCF evidenziano un *range* di risultati nell'ambito del quale si posiziona anche il Prezzo di Emissione. Pertanto, in considerazione del contesto sopra richiamato, pare nel complesso ragionevole la scelta degli Amministratori di ritenere che il prezzo di emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi conforto anche dalla metodologia DCF.
- Il Prezzo di Emissione riveniente dalla metodologia di borsa è stato inoltre oggetto di ulteriore verifica da parte degli Amministratori attraverso lo sviluppo del criterio dei multipli di operazioni precedenti, comunemente adottato quale metodo di controllo nella migliore prassi valutativa. L'analisi ha evidenziato un *range* di valori, da un minimo di Euro 31,5 a un massimo di Euro 43,2, che si attesta interamente ad un livello inferiore rispetto al Prezzo di Emissione pari a Euro 45,83. Pur tenendo in considerazione le peculiarità delle singole operazioni selezionate a fini di raffronto, che risentono delle specificità temporali, geografiche e regolamentari di ciascuna di esse, le risultanze di detto metodo di controllo, come sopra rappresentate, paiono nel complesso fornire in ogni caso un'ulteriore indicazione di ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo principale.

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

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

- i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
 - le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni 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. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, quale 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;
 - le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base delle metodologie analitiche si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Economico-Finanziario. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti 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;
- ii) Per una opportuna informativa dei destinatari del presente parere, si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti:
 - L'Aumento di Capitale, come anticipato, è al servizio dell'Offerta e si inserisce quindi nella più complessa Operazione meglio descritta al precedente paragrafo 2. In particolare, l'operazione strutturata dal Consiglio di Amministrazione prevede, oltre ad una parte in denaro non oggetto del presente parere, l'emissione da parte della Società delle nuove azioni al servizio dell'Offerta attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura, da parte dei destinatari dell'Offerta, delle azioni dagli stessi detenute in Rai Way. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di EI TOWERS, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato dagli Amministratori nella loro Relazione, da un lato, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; nonché, dall'altro lato, (ii) la stima del valore delle azioni oggetto di conferimento da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli articoli 2440, secondo comma, e 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in

termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 3.1 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri. Conseguentemente, esulano dall'oggetto del presente parere (i) l'adeguatezza delle metodologie, nonché le loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 3.2 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate dai medesimi ai fini della determinazione del valore delle azioni Rai Way nell'ambito dell'Offerta e, conseguentemente, (ii) qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del rapporto di scambio nell'ambito della medesima Offerta.

- Conseguentemente, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni di EI TOWERS al servizio dell'Offerta non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Rai Way.
- Esula ovviamente dall'oggetto del presente parere ogni considerazione in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'Offerta e alle modalità di determinazione del Corrispettivo. Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'Operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Gli Amministratori riferiscono che, in sede di quotazione di Rai Way, nell'ambito dell'offerta rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti del Gruppo RAI, è stato riconosciuto agli assegnatari delle azioni ordinarie Rai Way che manterranno, senza soluzione di continuità, la piena proprietà di tali azioni per dodici mesi dalla data di pagamento (ossia dal 19 novembre 2014), e sempre che le stesse azioni siano rimaste depositate presso un collocatore ovvero presso altre istituzioni aderenti a Monte titoli, il diritto a ricevere gratuitamente da RAI: (i) una azione ordinaria Rai Way ogni venti azioni assegnate nell'ambito dell'offerta al pubblico indistinto e (ii) una azione ordinaria Rai Way ogni dieci azioni assegnate nell'ambito dell'offerta rivolta ai dipendenti. Gli Amministratori riferiscono che nell'ambito dell'Offerta EI TOWERS intende attribuire a tutti i possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite la facoltà di stipulare con l'Offerente un contratto di vendita a termine per effetto del quale, a una data immediatamente successiva al 19 novembre 2015, tutte le azioni ordinarie Rai Way detenute dagli azionisti che abbiano esercitato tale facoltà, incluse le Azioni Gratuite, saranno trasferite all'Offerente a fronte del pagamento del Corrispettivo. Al riguardo, le 272.000.000 azioni di Rai Way attualmente in circolazione oggetto dell'Offerta includono le Azioni Gratuite, peraltro di numero complessivamente non rilevante, di eventuale futura assegnazione a favore dei possessori di Azioni Rai Way Cum Azioni Gratuite da parte di RAI, in virtù degli impegni assunti da RAI all'atto dell'IPO.
- Secondo quanto riportato dagli Amministratori nella loro Relazione, l'Offerta è subordinata al verificarsi di ciascuna delle condizioni secondo il contenuto indicato nel precedente par. 2..
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni, con conseguente piena facoltà dei destinatari dell'Offerta, a seguito della consegna da parte di EI TOWERS delle nuove azioni, di negoziarle sul mercato.

- Gli Amministratori sottolineano di aver sviluppato, con finalità di controllo e al fine di supportare le considerazioni emerse con l'applicazione del metodo principale delle quotazioni di borsa, analisi basate sulla metodologia DCF, il cui *range* di risultati si presenta nella sua parte bassa superiore, pur in misura contenuta (pari al 5%), rispetto al Prezzo di Emissione come determinato sulla base del criterio di borsa. Al riguardo, gli Amministratori forniscono nella loro Relazione le motivazioni sulla base delle quali ritengono nel complesso ragionevole lo scostamento riscontrato e che li hanno portati a concludere che il Prezzo di Emissione stabilito sulla base della metodologia principale trovi comunque conforto anche dalla metodologia DCF. Le scelte metodologiche del Consiglio di Amministrazione sono oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9.
- Gli Amministratori hanno scelto di effettuare le loro analisi su diversi orizzonti temporali cd. *unaffected*, vale a dire anteriori all'annuncio dell'Operazione e dunque non influenzati dalla diffusione al mercato di notizie in ordine alla stessa. Tale scelta, come commentato al precedente par. 9, appare in linea con la dottrina e la prassi valutativa. Si segnala che nei giorni successivi al 24 febbraio 2015 il corso del titolo EI TOWERS ha fatto riscontrare un *trend* di crescita e che, alla data antecedente alla presente relazione, il prezzo di borsa delle azioni della Società risulta pari a Euro 47,60.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come indicato nella presente relazione e, in particolare, al precedente par. 10, riteniamo che l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che i metodi valutativi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, pari a 45,83 Euro, delle massime n. 8.160.000 nuove azioni EI TOWERS S.p.A. nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione riservato agli azionisti di Rai Way S.p.A. che eventualmente aderiranno all'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio promossa dalla Società.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Patrizia Arienti
Socio

Milano, 6 marzo 2015