



SEAT PAGINE GIALLE SPA

ITALIAONLINE SPA

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI
DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E 2501-BIS, QUARTO
COMMA, DEL CODICE CIVILE**



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI 2501-SEXIES E 2501-BIS, QUARTO COMMA, DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Seat Pagine Gialle SpA

e

Agli Azionisti di
Italiaonline SpA

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Seat Pagine Gialle SpA ("SEAT", "Società Incorporante" o "Società Risultante dalla Fusione") e da Italiaonline SpA ("Italiaonline" o "Società Incorporanda") (congiuntamente "Società" o "Società Partecipanti alla Fusione"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto Comune") ha ricevuto dal Tribunale di Torino, con Decreto dell'11 novembre 2015, l'incarico di redigere, in qualità di Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-sexies e 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ("Rapporto di Cambio") nell'ambito della fusione per incorporazione di Italiaonline in SEAT ("Fusione") e l'attestazione della ragionevolezza in merito all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

La Fusione è parte di una più ampia operazione promossa da Libero Acquisition Sarl ("Libero") in qualità di azionista di controllo di Italiaonline, da GoldenTree Asset Management Lux Sarl, GoldenTree SG Partners LP, GT NM LP, San Bernardino County Employees Retirement Association (congiuntamente i "Fondi GoldenTree") e da GL Europe Luxembourg Sarl ("Avenue"), in qualità di azionisti di riferimento di SEAT; tale operazione è sinteticamente descritta al successivo paragrafo 2.

Nel contesto dell'incarico è opportuno segnalare che:

- l'Assemblea degli Azionisti di SEAT, tenutasi il 12 giugno 2012, ha attribuito a PwC l'incarico di revisione legale del bilancio d'esercizio della SEAT e del bilancio consolidato del gruppo Seat Pagine Gialle, relativi agli esercizi dal 31 dicembre 2012 al 2020, ai sensi degli articoli 14 e 16 del DLgs 39/2010 e degli articoli 155 e seguenti del DLgs 58/1998 ("TUIF");
- a seguito dell'attribuzione di uno specifico incarico, conferitoci congiuntamente dalle Società Partecipanti alla Fusione, abbiamo emesso in data 19 gennaio 2016 la relazione ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile con riferimento al piano economico-finanziario della Società Risultante dalla Fusione ("Piano"); tale relazione costituisce un allegato al progetto di Fusione ("Progetto di Fusione") ai sensi del medesimo articolo.

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 Wuhler 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 Via dei Mille 16 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 - Pescara 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - 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

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione delle Società, tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il Progetto di Fusione approvato in data 20 gennaio 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter e 2501-bis, secondo comma, del Codice Civile che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- le situazioni patrimoniali ("Situazioni Patrimoniali") al 30 settembre 2015 delle Società, redatte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- le relazioni illustrative predisposte dai Consigli di Amministrazione di SEAT e Italiaonline (congiuntamente, "Consigli di Amministrazione" o "Amministratori") ed approvate in data 20 gennaio 2016, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso ("Relazioni degli Amministratori" o "Relazioni"). Le Relazioni indicano altresì, ai sensi dell'art. 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- le *Fairness Opinion* predisposte dagli *Advisor Equita Sim SpA* ("Equita"), su nomina di SEAT, e *Lazard Frères Sas* ("Lazard" e, insieme a Equita, gli "*Advisor*"), su nomina di Italiaonline, in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio ("*Fairness Opinion*");
- il parere del Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT per le operazioni con parti correlate ai sensi della procedura in materia di operazioni con parti correlate adottata dalla medesima società.

Il Progetto di Fusione e le Relazioni saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di SEAT e di Italiaonline che si terranno in unica convocazione l'8 marzo 2016.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che la Fusione rappresenta il completamento di una più ampia operazione d'integrazione fra SEAT e Italiaonline, sinteticamente descritta di seguito:

- in data 21 maggio 2015, Italiaonline, Libero, i Fondi GoldenTree ed Avenue hanno sottoscritto un accordo di investimento avente ad oggetto l'integrazione fra Italiaonline e SEAT, con l'obiettivo di creare l'operatore *leader* nel mercato italiano della pubblicità digitale;
- in esecuzione di tale accordo di investimento, in data 9 settembre 2015, Avenue e i Fondi GoldenTree hanno conferito in Italiaonline le azioni SEAT da questi detenute attraverso fondi gestiti, pari a circa il 53,87% delle azioni ordinarie SEAT ("Azioni Conferite") a un valore per azione pari a Euro 0,0039 ("Conferimento"). A fronte del Conferimento, Italiaonline ha aumentato

il proprio capitale sociale per un controvalore pari a Euro 135.017.864, emettendo e assegnando ad Avenue ed ai Fondi GoldenTree un numero di azioni ordinarie corrispondenti, rispettivamente, a circa il 15,61% e il 18,24% del totale delle azioni ordinarie di Italiaonline. Per effetto del Conferimento, Libero, Avenue e i Fondi GoldenTree sono risultati detenerne, rispettivamente, circa il 66,15%, il 15,61%, e il 18,24% di Italiaonline che, a sua volta, è risultata in possesso di circa il 54,34% delle azioni ordinarie SEAT (pari alla somma delle Azioni Conferite e delle n. 299.990.000 azioni ordinarie SEAT che Italiaonline già deteneva alla data del Conferimento a seguito di acquisti effettuati nel mese di luglio 2015), diventando il nuovo azionista di controllo di SEAT;

- a seguito del Conferimento, in data 9 settembre 2015, Italiaonline, anche per conto di Libero, Avenue e dei Fondi GoldenTree, ha promosso un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria in denaro ("OPA") avente ad oggetto tutte le azioni ordinarie di SEAT, ai sensi e per gli effetti degli articoli 102, 106 comma 1 e 109 del TUIF, promossa al prezzo per azione di Euro 0,0039, pari al prezzo riconosciuto da Italiaonline per le Azioni Conferite;
- in data 23 ottobre 2015, in pendenza d'OPA, SEAT e Italiaonline hanno comunicato al mercato di prevedere (i) l'approvazione del Progetto di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società entro il primo trimestre del 2016 e (ii) il perfezionamento della Fusione entro il primo semestre del 2016, subordinatamente all'approvazione del Progetto di Fusione anche da parte delle rispettive Assemblee Straordinarie;
- in data 6 novembre 2015, l'OPA si è conclusa con l'adesione di n. 16.638.908.570 azioni SEAT, ivi incluse le adesioni pervenute durante il periodo di riapertura dei termini ex art. 40-bis del regolamento approvato con delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 ("Regolamento Emittenti"), pari al 25,89% circa del capitale sociale, per un controvalore complessivo (calcolato in base al corrispettivo di Euro 0,0039 per azione) pari a Euro 64.891.743,46. Per effetto di tali adesioni, Italiaonline è divenuta titolare di n. 51.558.863.664 azioni ordinarie SEAT, pari all'80,23% circa del capitale sociale ordinario;
- l'OPA è stata finanziata in parte tramite mezzi propri di Italiaonline (per Euro 24.430.985,25) e per altra parte attraverso il ricorso a un finanziamento bancario (per Euro 40.657.729,92, al netto delle commissioni dovute alla banca finanziatrice). In particolare, in data 7 agosto 2015, Italiaonline, in qualità di prenditore, ha sottoscritto con Banca IMI SpA, in qualità di banca finanziatrice, un contratto avente ad oggetto un finanziamento destinato a finanziare il pagamento del prezzo delle azioni di SEAT nel contesto dell'OPA e parte dei costi di acquisizione ("Finanziamento OPA"). Ad esito dell'OPA, tale finanziamento è stato utilizzato per complessivi Euro 41.146.241,18 e dovrà essere rimborsato alla data di scadenza del 5 agosto 2016, posticipabile al 7 novembre 2016 o al 6 febbraio 2017 al verificarsi di determinate condizioni. Sebbene Italiaonline non abbia fatto ricorso a tale indebitamento finanziario al fine di acquisire il controllo di SEAT (conseguito con il Conferimento e senza indebitamento), bensì per far fronte al parziale pagamento del corrispettivo dell'OPA, la Fusione è stata qualificata come "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento", in quanto considerata parte di un'unica operazione articolata nelle fasi di Conferimento, OPA e Fusione.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, la Fusione sarà eseguita senza aumento del capitale sociale di SEAT, mediante assegnazione agli azionisti di Italiaonline (i) delle azioni ordinarie SEAT possedute al 20 gennaio 2016; tali azioni saranno riassegnate ai soci di Italiaonline proporzionalmente alle partecipazioni da questi possedute in Italiaonline; e (ii) di nuove azioni SEAT prive di indicazione del valore nominale, emesse senza aumento di capitale per tener conto del valore del capitale economico di Italiaonline.

In particolare, dal Progetto di Fusione e dalle Relazioni risulta che il Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione in n. 1.350 azioni ordinarie di SEAT per ciascuna azione di Italiaonline. Pertanto, ai soci di Italiaonline spetteranno complessive n. 102.038.580.900 azioni ordinarie SEAT, di cui (i) n. 51.558.863.664 azioni ordinarie (pari all'80,23% del capitale sociale di SEAT) già possedute da Italiaonline; e (ii) n. 50.479.717.236 azioni ordinarie di nuova emissione.

Le azioni di nuova emissione assegnate in concambio saranno quotate al pari delle azioni ordinarie della medesima Società Incorporante già in circolazione, nonché soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli SpA in regime di dematerializzazione ai sensi di legge.

Inoltre, come indicato e motivato nel Progetto di Fusione, la Fusione non sarà sottoposta all'approvazione degli azionisti di risparmio di SEAT, in quanto la sua efficacia non comporta alcun pregiudizio a carico di questi ultimi. In particolare, il privilegio riconosciuto dallo statuto di SEAT ai possessori di azioni di risparmio non subisce alcuna modifica in conseguenza della Fusione. L'articolo 6 dello statuto riconosce, infatti, ai possessori di azioni di risparmio, un diritto alla distribuzione degli utili determinato in misura fissa e non in termini percentuali rispetto al numero di azioni ordinarie. Pertanto, come sottolineato dagli Amministratori, la diluizione delle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie, che è conseguenza naturale della Fusione, non comporta alcuna modifica del privilegio né del valore economico di tali azioni.

Il perfezionamento della Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee Straordinarie di SEAT e Italiaonline, al verificarsi delle seguenti condizioni:

- la mancata formulazione di un parere negativo dell'Esperto Comune circa la congruità del Rapporto di Cambio;
- il rilascio dell'attestazione dell'Esperto Comune, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-bis, comma 4, del Codice Civile, circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione sulle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- il mancato verificarsi - ovvero in caso di mancato avveramento della presente condizione, la mancata rinuncia alla stessa da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione - entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di situazioni o circostanze straordinarie di qualsiasi natura non ragionevolmente prevedibili alla data del Progetto di Fusione che, alla luce delle situazioni contabili prese in considerazione per la determinazione del Rapporto di Cambio, incidano o siano suscettibili di incidere in misura sostanziale su una o entrambe le Società Partecipanti alla Fusione e sulle rispettive situazioni patrimoniali, economiche o finanziarie, o sul

rispettivo andamento economico o finanziario, o sulle rispettive prospettive future, e sempreché gli effetti previsti non siano determinati da una variazione anche rilevante e sostanziale dei corsi di borsa della azioni SEAT.

La Fusione produrrà effetti civilistici a far data dall'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504 del Codice Civile o dalla data successiva che sarà eventualmente indicata nell'atto di Fusione.

Gli effetti contabili e fiscali della Fusione saranno retrodatati al 1 gennaio dell'esercizio in cui si verificheranno gli effetti giuridici della Fusione. Le operazioni effettuate dalla Società Incorporanda saranno imputate nel bilancio della Società Incorporante a partire da detta data.

Gli Amministratori riferiscono che, in considerazione del rapporto di controllo che lega Italiaonline e SEAT e della significatività della Fusione, questa costituisce per SEAT un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ("Regolamento OPC"), e della procedura approvata dal Consiglio di Amministrazione di SEAT ("Procedura OPC"). Pertanto, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, il comitato composto da consiglieri indipendenti di SEAT ("Comitato degli Amministratori Indipendenti") è stato coinvolto nella fase istruttoria della Fusione e, in data 20 gennaio 2016, ha rilasciato il proprio parere favorevole alla Fusione, riconoscendo la sussistenza di un interesse per SEAT all'esecuzione della Fusione, nonché la correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni di cui al Progetto di Fusione.

Come anticipato, il Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT si è avvalso di Equita quale proprio *Advisor*, il quale ha rilasciato in data 20 gennaio 2016 la propria *Fairness Opinion* in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio a beneficio del Comitato. Secondo quanto riferito dagli Amministratori di SEAT nella loro Relazione, al fine di contenere i costi aziendali e al contempo preservando l'indipendenza dell'*Advisor*, il Consiglio di Amministrazione di SEAT, con il consenso del Comitato degli Amministratori Indipendenti, si è avvalso della *Fairness Opinion* di Equita nell'ambito del proprio autonomo processo di valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Al fine di fornire agli Azionisti di SEAT e Italiaonline idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, supportati dalle indicazioni dei rispettivi *Advisor* da essi nominati, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società.

Sotto un diverso profilo, la presente relazione contiene l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società Partecipanti alla Fusione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- il Progetto di Fusione per incorporazione di Italiaonline in SEAT, approvato in data 20 gennaio 2016 dai Consigli di Amministrazione delle Società ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-ter e 2501-bis, secondo comma, del Codice Civile che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- le Situazioni Patrimoniali al 30 settembre 2015 delle Società, redatte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- le Relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione di SEAT e Italiaonline ed approvate in data 20 gennaio 2016, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le Relazioni indicano altresì, ai sensi dell'art. 2501-bis, terzo comma, del Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere;
- le *Fairness Opinion* predisposte dagli *Advisor* Equita, su nomina di SEAT, e Lazard, su nomina di Italiaonline, in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio, unitamente ai documenti di sintesi delle analisi valutative alla base del rilascio delle suddette *Fairness Opinion* da parte degli *Advisor*;
- il parere rilasciato in data 20 gennaio 2016 dal Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC;
- l'estratto dei patti parasociali relativi a SEAT e Italiaonline comunicati alla Consob ai sensi dell'art. 122 TUIF e degli artt. 127 e seguenti del Regolamento Emittenti;
- il Documento Informativo, predisposto dal Consiglio di Amministrazione di SEAT, relativo a operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento OPC, relativo alla Fusione;
- la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di SEAT, approvata in data 20 gennaio 2016, avente ad oggetto il "Piano di Stock Option 2014-2018";

- il regolamento del “Piano di Stock Option 2014-2018”, Tranche A e Tranche B, quale approvato dal Consiglio di Amministrazione di SEAT in data 20 gennaio 2016;
- il Documento Informativo, predisposto dal Consiglio di Amministrazione di SEAT, relativo al “Piano di Stock Option 2014-2018”, redatto ai sensi dell’articolo 84-bis del Regolamento Emittenti;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SEAT, approvata in data 20 gennaio 2016, con riferimento all’aumento di capitale sociale ai sensi dell’art. 2443 del Codice Civile con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, quinto, sesto ed ottavo comma del Codice Civile, da riservare in sottoscrizione ai beneficiari del “Piano di Stock Option 2014-2018”;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SEAT, approvata in data 20 gennaio 2016, con riferimento all’aumento di capitale sociale ai sensi dell’art. 2443 del Codice Civile con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, quarto comma, del Codice Civile;
- il bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2014 di Italiaonline, oltre alla relazione semestrale al 30 giugno 2015, corredate rispettivamente dalla relazione di revisione e dalla relazione di revisione contabile limitata, predisposte da KPMG SpA rispettivamente in data 9 aprile 2015 e 31 luglio 2015;
- i bilanci consolidato e separato al 31 dicembre 2014 di SEAT, da noi assoggettati a revisione contabile con relazioni emesse in data 2 aprile 2015, oltre al bilancio consolidato semestrale abbreviato della medesima società al 30 giugno 2015, da noi assoggettato a revisione contabile limitata con relazione emessa in data 7 agosto 2015;
- gli statuti sociali di SEAT e Italiaonline, nonché il testo della bozza dello statuto della Società Risultante dalla Fusione;
- il Prospetto Informativo relativo alla tentata Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione e all’ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA delle azioni ordinarie di Italiaonline datato 25 settembre 2014;
- il verbale di Assemblea Straordinaria di Italiaonline SpA del 1 settembre 2015 avente ad oggetto, tra l’altro, l’aumento di capitale a pagamento, in via inscindibile, ai sensi degli articoli 2440 e 2441, quarto comma, del Codice Civile, con esclusione del diritto di opzione e riservato ai Fondi GoldenTree e ad Avenue;
- la valutazione, ai sensi dell’art. 2343-ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile, della partecipazione rappresentativa di circa il 53,87% delle azioni ordinarie emesse da SEAT, redatta da Giorgio Guatri e Marco Villani in data 27 agosto 2015, allegata al verbale di Assemblea Straordinaria di cui al punto precedente;

- il documento di Offerta Pubblica di Acquisto obbligatoria totalitaria ai sensi degli articoli 102, 106, comma 1, e 109 del TUIF, come successivamente modificato ed integrato, pubblicato dall'offerente Italiaonline in data 25 settembre 2015 ed avente ad oggetto azioni ordinarie di SEAT;
- il parere e la relazione di stima, di cui all'art. 39-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti, redatti in data 24 settembre 2015 dall'esperto Nextam Partners SIM SpA a beneficio degli Amministratori Indipendenti di SEAT, aventi ad oggetto la valutazione della congruità del corrispettivo proposto nell'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni ordinarie di SEAT promossa da Italiaonline, di concerto con Libero, Avenue e i Fondi GoldenTree;
- il Piano Economico-Finanziario 2016-2018 del Gruppo risultante dalla Fusione inversa di Italiaonline in SEAT (Piano *combined*), oltre ai Piani consolidati *stand alone* di SEAT e Italiaonline contenuti nel documento denominato "Business Plan 2016-2018 - Presentation to the Board of Directors - Milan, January 15th 2016";
- le bozze dei verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di SEAT e Italiaonline, tenutesi in data 15 e 20 gennaio 2016, aventi ad oggetto rispettivamente l'approvazione del Piano e del Progetto di Fusione;
- la "Relazione Illustrativa sul Piano Economico-Finanziario 2016-2018 del Gruppo risultante dalla Fusione inversa di Italiaonline SpA in Seat Pagine Gialle SpA", approvata dai Consigli di Amministrazione delle Società in data 15 gennaio 2016;
- il documento denominato "Business Plan Initiatives" redatto da Alix Partners, che ha assistito le Società nella predisposizione del Piano;
- il contratto di finanziamento denominato "*Euro 115,000,000 senior short term facility agreement*", sottoscritto in data 7 agosto 2015 tra Italiaonline e Banca IMI SpA;
- il regolamento del piano di Stock Option 2014-2016 di Italiaonline, datato 15 dicembre 2014, così come modificato in data 1 settembre 2015;
- il regolamento dei "Warrant Seat Pagine Gialle SpA 2014-2016";
- i comunicati stampa emessi da SEAT;
- informazioni di mercato raccolte attraverso il *data provider* Bloomberg;
- le informazioni e i documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dal legale rappresentante delle Società in data 26 gennaio 2016, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione delle stesse, 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 effettuate, sia per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio, sia con riferimento all'identificazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione.

5. PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO, CON INDICAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE DESTINATE AL SODDISFACIMENTO DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

5.1. Piano economico e finanziario

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che il Piano è stato sviluppato su un orizzonte temporale di 3 anni fino al 2018. Tale orizzonte temporale è stato ritenuto sufficiente dagli organi amministrativi delle Società alla luce anche dell'ipotesi di rimborso nel 2016 del debito assunto dalla Società Incorporanda e di insussistenza di altro indebitamento finanziario per tutto il residuo periodo di Piano.

Il Piano è stato predisposto sulla base dei principi contabili internazionali IFRS adottati da entrambi i Gruppi facenti capo a SEAT e Italiaonline.

Dalle Relazioni degli Amministratori emerge che il Piano è costruito a partire dalla previsione aggiornata di chiusura dell'esercizio 2015 del gruppo facente capo a Italiaonline, comprensivo delle attività inerenti al gruppo della controllata incorporante SEAT, su cui sono state innestate le previsioni per il triennio 2016-2018. Al fine di consentire il confronto tra i valori relativi delle Società Partecipanti alla Fusione, necessario per la determinazione del rapporto di concambio azionario, il Piano è stato costruito a partire dai piani c.d. "stand alone" dei gruppi SEAT, da un lato, e Italiaonline - esclusa SEAT - dall'altro lato, e su questi sono stati innestati i benefici derivanti dalla Fusione e simulati gli effetti contabili della stessa, pervenendo così all'elaborazione del Piano, che è riferito al gruppo combinato Italiaonline/SEAT.

Il Piano, pertanto, considera l'avvenuta esecuzione della Fusione, operazione che interviene successivamente all'acquisito controllo di SEAT da parte di Italiaonline; tenuto conto che le attività relative all'allocatione del corrispettivo dell'acquisizione (*Purchase Price Allocation - PPA*), ai sensi di quanto disposto dall'*IFRS 3 - Aggregazioni aziendali*, sono ancora in corso, nel Piano la differenza contabile emergente fra il *fair value* del prezzo sostenuto per l'acquisizione del controllo e il *fair value* delle attività nette acquisite è stato allocato interamente in via provvisoria a *goodwill*. Si precisa, infine, che il Piano presuppone l'assenza di eventi di *impairment* o perdita di valore degli *assets*.

Per quanto riguarda le tematiche fiscali, le assunzioni di Piano ipotizzano (i) la recuperabilità delle perdite fiscali pregresse da parte della Società Risultante dalla Fusione realizzate in costanza di consolidato fiscale facente capo alla medesima SEAT nei limiti previsti dalla normativa in materia; (ii) un esito positivo dell'interpello che verrà presentato all'Agenzia delle Entrate per la disapplicazione della disciplina in materia di riporto degli interessi passivi indeducibili, di cui all'art 96, comma 4 del TUIR, prevista dall'art. 172, comma 7, del medesimo Testo Unico.

Il Piano non prevede che vi siano distribuzioni di dividendi.

Gli Amministratori riferiscono che il Piano è basato su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni strategiche legate all'andamento di variabili in gran parte non controllabili. Inoltre il Piano prevede il lancio e la diffusione di nuovi prodotti con il raggiungimento di livelli predefiniti di ricavi.

Le Relazioni precisano dunque che, per effetto dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, non può essere escluso che vi potranno essere scostamenti, anche significativi, fra valori consuntivi e valori stimati nel Piano.

In ogni caso, il *management* ritiene, sulla base degli elementi disponibili indicati nel seguito, che il Piano sia costruito secondo ipotesi ragionevoli e attendibili, nel rispetto di criteri razionali di quantificazione delle grandezze economico-finanziarie nelle quali si articola.

Di seguito vengono riportate, in sintesi, le principali assunzioni ipotetiche utilizzate dagli organi amministrativi delle Società come illustrate nelle Relazioni degli Amministratori:

- per le attività di SEAT e sue controllate ("Gruppo SEAT"), il Piano ipotizza una serie di azioni strategiche con l'obiettivo di conseguire la sostenibilità del *business* nel medio-lungo termine, mirando in particolare alla stabilizzazione della base della clientela e dei ricavi e al ritorno della marginalità operativa a livelli prossimi a quelli dei *peers*. Le principali direttrici di azione riguardano le attività legate alla relazione con la clientela (dal *customer care*, al modello commerciale, al modello produttivo), la riduzione dei costi operativi e il rinnovo e rilancio dei prodotti *core*, ossia *directories* cartacee, online e telefoniche, servizi di *web marketing* e di *digital advertising*, inclusi la gestione di campagne pubblicitarie e la generazione di *leads* attraverso i *social network* e i motori di ricerca, anche facendo leva sugli *assets* di Italiaonline, rappresentati dal traffico generato dalle *properties* online (Libero, Virgilio) e dalle competenze *digital*;
- per le attività di Italiaonline e sue controllate ("Gruppo Italiaonline"), il Piano ipotizza il continuo sviluppo delle attività di *advertising*, utilizzando in particolare le forme più innovative quali il *video advertising* e il *targeting*, e seguendo l'evoluzione dello *usage* verso il *mobile*, puntando a incrementare la capacità di monetizzazione del traffico. Inoltre, il Piano ipotizza lo sviluppo di *partnership* per la distribuzione di *inventory* di terze parti;
- a seguito della completa integrazione tra i due *business*, da conseguire attraverso la Fusione, il Piano prevede inoltre di realizzare ricavi aggiuntivi grazie alla complementarietà della base clienti e del portafoglio prodotti delle Società e di ottenere significative efficienze di costo.

Le assunzioni ipotetiche appena descritte determinano le seguenti principali grandezze economico-finanziarie del Piano, anch'esse riportate nelle Relazioni degli Amministratori:

- Ricavi:
 - ✓ per il 2015 sono previsti attestarsi a circa Euro 459 milioni;
 - ✓ per il 2016 sono attesi in calo rispetto all'esercizio precedente per effetto degli ordini commerciali 2015, il cui andamento nell'arco temporale di Piano è previsto in miglioramento, e del limitato impatto sulla *top line* delle azioni di sostegno delle vendite previste nel Piano;
 - ✓ per il 2018 sono previsti *flat* o lievemente superiori rispetto al 2015 *normalised* (*CAGR 2015-2018: 0% ÷ +0,3%*);
 - ✓ ricavi *digital* attesi in aumento dall'attuale 64% (dato *normalised 2015*) al 75% ÷ 80% dei ricavi 2018 (*CAGR 2015-2018 high single digit*).

- Ebitda:
 - ✓ l'Ebitda *margin normalised* per il 2015 è atteso a circa il 9% dei ricavi;
 - ✓ già a partire dal 2016, l'Ebitda *margin* è atteso in crescita grazie alle azioni di riduzione dei costi e di recupero della marginalità, in particolare attraverso lo spostamento del mix dei ricavi verso i prodotti a più elevata profittabilità, per arrivare nel 2018 intorno al 25% ÷ 30% dei ricavi;
 - ✓ di conseguenza, l'Ebitda è atteso crescere lungo l'arco di piano con un *CAGR 2015-2018* del 40% ÷ 45% (rispetto al dato *normalised 2015*).

- Investimenti: il Piano prevede che gli investimenti (*capex*) del periodo riguarderanno essenzialmente le infrastrutture tecnologiche e saranno volti al miglioramento dell'offerta e alla semplificazione e aggiornamento dei processi e sistemi. Tenuto conto delle maggiori esigenze di rinnovo iniziale, la loro incidenza sui ricavi è prevista calare progressivamente, dal 9% atteso nel 2015 fino ad un livello, ritenuto fisiologico dal *management*, intorno a circa l'8% nel 2018.

- Free Cash Flow: atteso in significativa crescita per tutto l'orizzonte di Piano, con una *cash conversion* (*Ebitda to Free Cash Flow*) nel 2018 stimata ad un livello intorno al 55% ÷ 60% dell'Ebitda per effetto dei miglioramenti degli indicatori economici di cui sopra e delle incisive azioni di miglioramento del capitale circolante, con particolare riferimento alla gestione del credito verso i clienti PMI.

- Il numero dei clienti ("*Customer Base*") è previsto attestarsi a fine 2015 intorno a 266 mila e l'ARPA ("*Average Revenue Per Advertiser*") a Euro 1.600 circa. Dal 2016, il numero dei clienti è atteso inizialmente in calo, per ritornare nel 2018 sostanzialmente ai livelli del 2015. Dal 2016 il livello di ARPA è atteso in lieve crescita nell'arco temporale di Piano.

Il seguente prospetto di sintesi riassume l'andamento stimato dei principali indicatori economici, patrimoniali e finanziari del gruppo risultante dalla Fusione durante l'arco temporale del Piano:

(in milioni di Euro, eccetto le percentuali)	2015E	2018E	CAGR 2015E-2018E
Ricavi	459		
Ricavi <i>normalised</i> ⁽¹⁾	449	In linea o leggermente superiori al livello del 2015	0% ÷ +0,3%
EBITDA	52		
EBITDA <i>normalised</i> ⁽¹⁾	42		+40% ÷ +45%
EBITDA <i>margin</i>	11,3%		
EBITDA <i>margin normalised</i> ⁽¹⁾	9,3%	25% ÷ 30%	
Investimenti (capex)	41,9		
Capex <i>margin</i>	9,1%	7,6%	
Free cash flow	12,7	Cash conversion: 55% ÷ 60% dell'EBITDA	+75% ÷ +80%

(1) Dato *normalised* esposto al netto dell'effetto del cambiamento del criterio di stima della quota di ricavo attribuibile alla componente online dell'offerta PagineBianche, oggetto di revisione a partire dal primo trimestre dell'esercizio 2015, al fine di riflettere le evidenze provenienti dai dati di *usage*, inteso come *proxy* della generazione di *leads* per i clienti. Esso rappresenta il dato confrontabile con i successivi periodi del Piano.

5.2. Struttura dell'indebitamento delle Società Partecipanti alla Fusione

5.2.1. Indebitamento di SEAT

Il Consiglio di Amministrazione di SEAT prevede che il Gruppo SEAT mostri, alla data del 31 dicembre 2015, un Indebitamento Finanziario Netto positivo per Euro 101,1 milioni, quale risulta dal seguente prospetto:

	in milioni di Euro	2015E
- Indebitamento finanziario		9,0
- corrente		9,0
- non corrente		
- Crediti finanziari correnti		(0,8)
- Disponibilità liquide		(109,3)
Indebitamento finanziario netto		(101,1)

Sostanzialmente l'intero debito, corrente e non corrente, è rappresentato dal debito residuo di due contratti di locazione finanziaria in essere con Mediocredito Industriale SpA (Gruppo IntesaSanpaolo) e relativi a due porzioni del complesso immobiliare di Torino presso cui ha sede la Società.

Si segnala che le disponibilità liquide ammontano a Euro 109,3 milioni di cui circa il 4,5% soggette a vincolo/garanzia.

5.2.2. Indebitamento di Italiaonline

Il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline prevede che il Gruppo Italiaonline mostri, alla data del 31 dicembre 2015, un Indebitamento Finanziario Netto per Euro 32,0 milioni, quale risulta dal seguente prospetto:

	<i>in milioni di Euro</i>	2015E
- Indebitamento finanziario		40,9
- corrente		40,9
- non corrente		
- Crediti finanziari correnti		
- Disponibilità liquide		(8,9)
Indebitamento finanziario netto		32,0

Si segnala che le disponibilità liquide ammontano a Euro 8,9 milioni di cui circa Euro 0,7 milioni soggette a vincolo/garanzia.

In data 7 agosto 2015 Italiaonline, in qualità di prenditore, ha sottoscritto con Banca IMI SpA, in qualità di banca finanziatrice, un contratto di finanziamento di tipologia "senior short term" destinato, *inter alia*, all'emissione di una garanzia di esatto adempimento c.d. *cash confirmation letter* e a finanziare il pagamento del prezzo delle azioni di SEAT nel contesto dell'OPA, per un importo di Euro 41.146 migliaia e con rimborso previsto alla scadenza del 5 agosto 2016, posticipabile al 7 novembre 2016 o al 6 febbraio 2017 al verificarsi di determinate condizioni.

Nella tabella che segue sono riportati i principali termini e condizioni del finanziamento indicati dagli Amministratori nelle loro Relazioni:

Finanziamento	Contratto di Finanziamento denominato “€ 115,000,000 Senior Short Term Facility Agreement” sottoscritto in data 7 agosto 2015 tra la Banca Finanziatrice, da una parte, e Italiaonline dall'altra parte.
Importo utilizzato	Euro 41.146.241,18
Beneficiario	Italiaonline
Arranger	Banca IMI SpA
Banca Finanziatrice	Banca IMI SpA
Banca Agente	Banca IMI SpA
Scopo del Finanziamento	Finanziamento per complessivi massimi Euro 115.000.000,00, da utilizzarsi per (i) l'emissione della garanzia di esatto adempimento, nonché (ii) il pagamento del corrispettivo delle azioni SEAT apportate all'OPA durante il periodo di adesione e, successivamente, durante la riapertura dei termini. Il finanziamento coprirà inoltre l'adempimento dell'eventuale obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del Testo Unico della Finanza e/o l'adempimento dell'eventuale obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo Unico della Finanza, fattispecie poi non verificatesi ad esito dell'OPA.
Rimborso	L'intero importo in linea capitale del Finanziamento dovrà essere rimborsato alla data di scadenza finale del 5 agosto 2016. La predetta data finale di scadenza del Finanziamento potrà essere posticipata dal Beneficiario al 7 novembre 2016, subordinatamente al soddisfacimento di talune condizioni previste nel contratto di finanziamento, tra cui – in particolare – (i) l'assenza di un qualsiasi inadempimento (c.d. “ <i>event of default</i> ”) (ii) l'approvazione della Fusione da parte dei consigli di amministrazione di Italiaonline e di SEAT; (iii) il pagamento alle banche finanziatrici di una commissione di estensione; (iv) la consegna alla banca agente di: (a) un programma che evidenzia le fasi e la relativa tempistica per il completamento della Fusione e (b) una certificazione del <i>chief financial officer</i> e del legale rappresentante del Beneficiario contenente le previsioni di cassa su base mensile che dimostrino la capacità del Beneficiario di rimborsare il finanziamento, considerando anche eventuali apporti di capitale dei soci e, in tal caso, di copia delle relative lettere d'impegno sottoscritte dal relativo socio. La predetta data finale di scadenza del finanziamento posticipata la prima volta al 7 novembre 2016 potrà essere posticipata una seconda volta dal Beneficiario al 6 febbraio 2017, subordinatamente al soddisfacimento di talune condizioni previste nel contratto di finanziamento, tra cui – in particolare – (i) l'assenza di un qualsiasi inadempimento (c.d. “ <i>event of default</i> ”) (ii) il pagamento alle banche finanziatrici di una commissione di estensione (iii) la consegna alla banca agente di (a) una certificazione del legale rappresentante del Beneficiario che confermi che la Fusione si prevede sia completata entro la data del 6 febbraio 2017 e (b) una certificazione del <i>chief financial</i>

	<p><i>officer</i> e del legale rappresentante del Beneficiario contenente le previsioni di cassa su base mensile che dimostrino la capacità del Beneficiario di rimborsare il Finanziamento, considerando anche eventuali apporti di capitale dei soci e, in tal caso, di copia delle relative lettere d'impegno sottoscritte dal relativo socio.</p>
Obbligo di rimborso anticipato	<p>In linea con la prassi di mercato per operazioni analoghe, in caso, <i>inter alia</i>, di: (i) sopravvenuta illiceità del finanziamento per alcuna delle banche finanziatrici; (ii) modifiche rilevanti della compagine di controllo di Libero e del Beneficiario (c.d. "<i>change of control</i>"); (iii) importi rinvenienti da aumenti di capitale sottoscritti e versati dai soci per cassa nel Beneficiario (entro i limiti e alle condizioni contenute nel contratto di finanziamento); (iv) emissioni di obbligazioni sul mercato dei capitali e altre forme di indebitamento (entro i limiti e alle condizioni contenute nel contratto di finanziamento); (v) distribuzione di dividendi da SEAT a Italiaonline (fermo restando che alla data del documento d'OPA non risultava che gli organi sociali di SEAT avessero previsto la distribuzione di dividendi); (vi) ricezione di proventi da dismissioni di <i>asset</i> (entro i limiti e alle condizioni contenute nel contratto di finanziamento) e (vii) in caso di mancata approvazione del progetto di Fusione ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile da parte del Consiglio di Amministrazione di Italiaonline e di SEAT entro il 31 marzo 2016.</p>
Facoltà di rimborso anticipato	<p>Ammesso, in via totale o parziale (ma, se parziale, per importi superiori a Euro 5.000.000,00).</p>
Interessi	<p>Con riferimento a ciascuna somma erogata ai sensi del contratto di finanziamento, la somma tra margine e Euribor a 3 o 6 mesi (a seconda del periodo di interessi). Il margine applicabile al finanziamento è pari a 85 <i>basis point per annum</i> fino al 5 agosto 2016, con successivo incremento a 160 <i>basis point per annum</i> in caso di posticipo della data di scadenza finale al 7 novembre 2016 e con successivo incremento a 185 <i>basis point per annum</i> in caso di secondo posticipo della data di scadenza finale al 6 febbraio 2017.</p>
Periodi di interessi e data di pagamento degli interessi	<p>Gli interessi che, di volta in volta, matureranno sul finanziamento saranno corrisposti alla scadenza di ciascun periodo di interessi (avente durata trimestrale o semestrale o la diversa durata che potrà essere concordata fra le parti).</p>
Dichiarazioni e Garanzie	<p>In linea con la prassi del mercato bancario per finanziamenti di importo e natura similari.</p>
Impegni generali	<p>In linea con la prassi di mercato per finanziamenti di importo e natura similari. Il contratto di finanziamento contiene una clausola di <i>negative pledge</i> ai sensi della quale, sempre in linea con la prassi di mercato per finanziamenti di importo e natura similari, il Beneficiario si impegna a non concedere diritti reali di garanzia sui propri <i>asset</i>, fatti salvi il pegno sulle azioni ordinarie SEAT di volta in volta detenute da Beneficiario (di cui <i>infra</i>) e alcune specifiche eccezioni.</p> <p>Inoltre, il contratto di finanziamento contiene limitazioni alla distribuzione di dividendi da parte di Italiaonline, SEAT e la Società</p>

	<p>Risultante dalla Fusione. In particolare: (i) con riferimento ai dividendi di Italiaonline, sussiste un divieto di distribuzione di dividendi da parte della stessa, (ii) con riferimento ai dividendi di SEAT, gli importi percepiti da Italiaonline dovranno essere utilizzati per rimborsare il Finanziamento e (iii) con riferimento alla Società Risultante dalla Fusione, la distribuzione dei dividendi è subordinata al contestuale rimborso integrale del Finanziamento. Si segnala che alla data del documento d'OPA non risultava che gli organi sociali di SEAT avessero previsto la distribuzione di dividendi.</p>
Financial covenant	<p>Italiaonline dovrà far sì che il rapporto tra l'importo di cassa disponibile (<i>Available Cash</i>) aggregato di Italiaonline e SEAT e il relativo importo del finanziamento non sia inferiore a 1.05x. La conformità agli impegni finanziari di cui al Contratto di Finanziamento è soggetta a verifica trimestrale.</p>
Eventi di default	<p>In linea con la prassi di mercato per operazioni analoghe, tra i quali il mancato pagamento di importi dovuti, la violazione degli impegni finanziari, la violazione di dichiarazioni, inadempimento da parte di Italiaonline e di SEAT ad obbligazioni di pagamento relative ad indebitamento di natura finanziaria (in qualsiasi forma tecnica) per importi significativi (c.d. "<i>cross-default</i>"), insolvenza ed ammissione a procedure concorsuali, sottoposizione dei propri beni a procedure esecutive.</p>
Garanzia	<p>Il contratto di finanziamento è assistito dal pegno concesso da Italiaonline sulle azioni ordinarie SEAT di volta in volta detenute da Italiaonline. La garanzia reale contiene termini e condizioni in linea con la prassi del mercato bancario per tale tipologia di operazioni. Conformemente a tale prassi, tra l'altro, i diritti di voto connessi alle azioni SEAT, di volta in volta detenute da Italiaonline, rimarranno integralmente in capo ai rispettivi titolari (fatto salvo il verificarsi di un inadempimento ai sensi del contratto di finanziamento).</p>

5.3. Risorse finanziarie e sostenibilità del Piano economico finanziario della Società Risultante dalla Fusione

Secondo quanto riferito dagli Amministratori nelle loro Relazioni, al momento della Fusione SEAT subentrerà nel debito contratto da Italiaonline descritto nel paragrafo precedente. Il Piano è conseguentemente stato redatto anche allo scopo di dare evidenza dei flussi di cassa netti consolidati disponibili per il servizio del debito, come evidenziato dal seguente prospetto:

<i>in milioni di Euro</i>	2015E	2016E	2017E	2018E
Cash flow prima del servizio del debito	(52,6)	4,9	15,9	61,5
Interessi netti	0,4	(0,4)	(0,0)	(0,0)
Assunzione (rimborso) finanziamenti	38,8	(42,1)	--	--
Variazione di attività/passività finanziarie	(5,9)	--	--	--
Cash flow netto	(19,2)	(37,6)	15,8	61,4

In particolare, il Piano assume che l'intero debito di Italiaonline, generato per finanziare parte del costo dell'OPA avente ad oggetto le azioni ordinarie di SEAT, sarà rimborsato nel corso del 2016, grazie alle rilevanti disponibilità liquide iniziali e alle previsioni di generazione di cassa netta operativa nell'arco di Piano.

Inoltre, nel Piano si ipotizza che il debito di SEAT a titolo di locazione finanziaria sarà estinto, anche eventualmente mediante cessione dell'intero contratto a terze parti.

Di seguito il dettaglio dell'evoluzione dell'indebitamento finanziario netto consolidato previsto nel Piano, come riportato nelle Relazioni degli Amministratori:

<i>in milioni di Euro</i>	2015E	2016E	2017E	2018E
- <i>Indebitamento finanziario</i>	49,9	0,1	0,1	0,1
- <i>corrente</i>	49,9	0,1	0,1	0,1
- <i>non corrente</i>				
- <i>Crediti finanziari correnti</i>	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
- <i>Disponibilità liquide</i>	(118,2)	(80,6)	(96,4)	(157,8)
Indebitamento finanziario netto	(69,1)	(81,3)	(97,1)	(158,5)

In considerazione delle assunzioni sopra esposte, gli Amministratori riferiscono che l'intero indebitamento consolidato previsto al 31 dicembre 2015, principalmente rappresentato da quello di Italiaonline, sarà rimborsabile mediante le risorse consistenti nelle disponibilità liquide consolidate, principalmente quelle di SEAT, già previste alla medesima data, in quanto (i) tali disponibilità superano l'ammontare dell'indebitamento finanziario e (ii) il *cash flow* netto disponibile consolidato (prima del servizio del debito) è previsto positivo per l'intero arco di Piano, sicché non sono previste future assunzioni di indebitamento finanziario allo scopo del rimborso di quello previsto al 31 dicembre 2015.

6. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

6.1. Situazioni Patrimoniali di Fusione e Fairness Opinion relative al Rapporto di Cambio

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater*, primo comma, del Codice Civile, i Consigli di Amministrazione del 20 gennaio 2016 delle Società Partecipanti alla Fusione hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle Situazioni Patrimoniali riferite alla data del 30 settembre 2015, approvate dai Consigli di Amministrazione di SEAT e Italiaonline in data 10 novembre 2015.

I Consigli di Amministrazione delle Società riferiscono di essere giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una valutazione ponderata di SEAT e Italiaonline, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura e adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società Partecipante alla Fusione.

Il Consiglio di Amministrazione di SEAT si è avvalso della *Fairness Opinion* di Equita rilasciata a beneficio del Comitato degli Amministratori Indipendenti in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio.

Il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline si è invece avvalso della *Fairness Opinion* di Lazard.

6.2. Descrizione dei criteri di valutazione adottati

6.2.1. Descrizione dei criteri di valutazione adottati da SEAT

La valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata dagli Amministratori di SEAT secondo principi e metodi utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia ed entità.

In primo luogo, la Relazione del Consiglio di Amministrazione di SEAT riferisce che è stato seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle società partecipanti all'operazione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il Rapporto di Cambio. Le valutazioni ottenute, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di SEAT e/o di Italiaonline.

In secondo luogo, gli Amministratori di SEAT affermano che le valutazioni sono state condotte considerando SEAT e Italiaonline su base c.d. "*stand alone*": tali valutazioni riflettono la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione considerate trascurando gli effetti della Fusione, ivi incluse le conseguenti sinergie conseguibili, ossia considerate in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa.

Quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni simili e tenuto conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie, per esprimere valutazioni relative di SEAT e Italiaonline ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori di SEAT hanno utilizzato le metodologie: i) del c.d. "Discounted Cash Flow" (DCF), nella versione "unlevered", volta a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si stima SEAT e Italiaonline possano generare in futuro, utilizzando come riferimento i piani sviluppati da entrambe le Società; e ii) dei multipli di Borsa, basata sull'applicazione ai risultati attesi di SEAT e Italiaonline dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di Borsa di selezionate società quotate comparabili a SEAT e Italiaonline.

La determinazione dell'*equity value* attraverso il DCF, di fatto, rientra nel più ampio novero delle valutazioni basate sul metodo dei flussi. Il metodo dei flussi considera l'*Enterprise Value* (EV) come il valore attuale di una successione di flussi di cassa operativi futuri, generati dall'impresa, tenuto conto del valore dell'impresa stessa successivamente al periodo di previsione esplicita (c.d. "Terminal Value" o TV).

La valutazione è basata sulla seguente formula:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{OFCF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

dove:

- OFCF = *Operating Free Cash Flow* annuale atteso nel periodo i ;
- n = numero di anni previsionali;
- WACC = *Weighted Average Cost of Capital*.

Il valore del capitale economico dell'azienda (*Equity Value*) è quindi determinato sommando ovvero sottraendo all'EV l'ammontare del debito finanziario netto nonché altre partite patrimoniali non operative alla data di riferimento della valutazione.

Nell'applicazione del DCF sono stati altresì determinati dagli Amministratori di SEAT i costi medi ponderati del capitale (WACC) delle Società Partecipanti alla Fusione, sulla base dei quali sono stati scontati sia i flussi di cassa dei *business plan* sia i flussi di cassa attesi oltre il periodo esplicito di piano ovvero il *Terminal Value* per entrambe le Società Partecipanti alla Fusione.

$$WACC = K_d (1 - t) \frac{D}{D + E} + K_e \frac{E}{D + E}$$

dove:

- K_d = Costo del Debito;
- K_e = Costo dell'*Equity*;
- D = Debito;
- E = *Equity*;
- t = *Tax rate*.

In particolare, il costo del debito rappresenta il costo del debito a medio e lungo termine di una società con un livello analogo di rischio, al netto dell'effetto fiscale. Il costo dell'*Equity* rappresenta invece il ritorno atteso sul capitale di rischio e tiene conto pertanto del rischio associato all'investimento calcolato sulla base del c.d. "*Capital Asset Pricing Model*".

$$K_e = rf + \beta (rm - rf)$$

dove:

- rf = tasso atteso di ritorno di un investimento privo di rischio;
- β = coefficiente che misura la correlazione tra il ritorno atteso dell'investimento oggetto di analisi ed il ritorno atteso dal mercato;
- rm = ritorno medio atteso dagli investimenti in *equity* sul mercato;
- $(rm - rf)$ = *Equity Risk Premium* (ERP).

La metodologia dei multipli di Borsa determina il valore di una società sulla base dell'applicazione a determinati parametri economico-finanziari della società dei multipli impliciti nelle valutazioni di mercato di società quotate comparabili alla stessa. In particolare, nell'applicazione di tale metodologia il valore del capitale economico dell'azienda viene determinato tramite un processo di: i) identificazione delle imprese quotate comparabili all'azienda; ii) calcolo dei multipli impliciti nelle valutazioni di mercato delle società quotate comparabili individuate, e iii) applicazione ai risultati dell'azienda di tali multipli impliciti.

Inoltre, quale metodologia di controllo ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori di SEAT hanno utilizzato la metodologia delle operazioni precedenti comparabili, che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni espresse in occasione di operazioni precedenti comparabili all'operazione in esame, in termini i) di profilo di attività ed economico-finanziario della società oggetto di valutazione, e ii) di struttura dell'operazione.

Infine, gli Amministratori di SEAT segnalano 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 - e la metodologia dei *target price* degli analisti di ricerca - che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulla società stessa - non sono state da loro ritenute applicabili a causa: i) dello status di Italiaonline quale società privata; ii) della scarsa significatività dei prezzi di mercato delle azioni ordinarie SEAT, tenuto conto della scarsa liquidità e dell'elevata volatilità recente del prezzo di Borsa delle stesse, e iii) dell'assenza di copertura di ricerca e pertanto di *target price* per le azioni ordinarie SEAT.

6.2.2. Descrizione dei criteri di valutazione adottati da Italiaonline

Il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline riferisce di avere determinato il Rapporto di Cambio tenendo conto della natura dell'operazione e di avere adottato, a tal fine, alcuni dei metodi di valutazione comunemente utilizzati a livello internazionale. Le Società Partecipanti alla Fusione sono state valutate secondo criteri omogenei, in modo che i risultati delle analisi valutative siano pienamente confrontabili.

Tenuto conto della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nelle prassi valutative, delle caratteristiche proprie di ciascuna società, dello status di società quotata di SEAT e di società non quotata di Italiaonline, nonché della natura dell'operazione, il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline ha applicato le seguenti metodologie di valutazione:

- Metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili, scelto quale metodo principale;
- Metodo del “*Discounted Cash Flow*” (DCF), scelto quale metodo di controllo.

Altre metodologie comuni alla prassi professionale, quali l'analisi dei prezzi di mercato e l'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca, non sono state ritenute applicabili da parte degli Amministratori di Italiaonline nel caso in esame, in considerazione della natura di società non quotata di Italiaonline; inoltre, data la sua limitata applicabilità dovuta alla scarsità di transazioni comparabili, caratterizzate dal trasferimento di quote di minoranza, essi hanno altresì escluso la metodologia dei multipli di transazioni comparabili.

Alla luce di quanto sopra e ai fini delle analisi svolte, il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline non ha presentato valori assoluti attribuibili a SEAT e Italiaonline, ma si è limitato a esprimere esclusivamente il Rapporto di Cambio risultante dalla stima dei valori del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione.

Metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili

Secondo quanto ricordato dagli Amministratori di Italiaonline, la metodologia dei multipli di mercato ipotizza che il valore di una società possa essere determinato utilizzando informazioni fornite dal mercato in riferimento a società con caratteristiche simili a quella oggetto di valutazione.

Tale metodologia deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili e, in particolare, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie (ad esempio l'EBITDA, i ricavi, i flussi di cassa) e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore.

I passaggi principali nell'applicazione di tale metodologia sono: (i) la definizione del campione di riferimento delle società aventi caratteristiche comparabili; (ii) la scelta dei multipli appropriati; (iii) il calcolo dei multipli per le società aventi caratteristiche comparabili e l'identificazione di un *range* di valori da applicare alla società oggetto di valutazione; e (iv) l'applicazione dei multipli alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione.

Metodo del “*Discounted Cash Flow*” (DCF)

Tale metodologia di valutazione è stata adottata dagli Amministratori di Italiaonline al fine di cogliere le specificità di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

Secondo questo criterio, il valore del capitale economico di una società è stimato come la somma (i) del valore attuale dei flussi di cassa operativi “*unlevered*” attesi nel periodo di proiezione, e (ii) di un valore terminale, al netto di (iii) debito finanziario netto e relativi aggiustamenti (compresi ivi gli interessi di terzi), come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT}{(1 + WACC)^n} - PFN_{t_0}$$

dove:

- W = Valore capitale economico;
- FC_t = Flusso di cassa operativo “*unlevered*” annuale atteso nel periodo t;
- VT = Valore terminale;
- PFN = Posizione finanziaria netta e relativi aggiustamenti (compresi ivi gli interessi di terzi) al tempo t=0;
- n = Numero dei periodi di proiezione;
- WACC = Costo medio ponderato del capitale.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato per l’attualizzazione dei flussi di cassa attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell’indebitamento mediante la seguente formula:

$$WACC = K_d (1 - t) \frac{D}{D + E} + K_e \frac{E}{D + E}$$

dove:

- K_d = Costo del capitale di debito;
- K_e = Costo del capitale di rischio;
- D = Capitale di debito;
- E = Capitale di rischio;
- t = Aliquota fiscale.

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società o attività economiche di simile rischiosità al netto dell’effetto fiscale. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall’investitore, tenuto conto del rischio relativo dell’investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

- K_e = Costo del capitale di rischio;
- R_f = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio;

- β = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento;
- R_m = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento;
- $(R_m - R_f)$ = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento (R_m) rispetto ad investimenti privi di rischio (R_f).

In particolare, nel calcolo del costo del capitale di rischio di SEAT e Italiaonline, gli Amministratori di Italiaonline hanno proceduto secondo criteri comunemente impiegati nelle prassi valutative, tenendo conto, tra gli altri, di premi legati a rischi specifici.

6.3. Valutazione effettuata dagli amministratori di SEAT

Nell'applicazione della metodologia DCF, l'*Enterprise Value* delle Società Partecipanti alla Fusione è stato determinato dagli Amministratori di SEAT aggiornando i flussi di cassa operativi prospettici delle Società Partecipanti alla Fusione ad un tasso WACC che tenga conto, tra gli altri, degli elementi di rischio relativi all'esecuzione dei *business plan* delle Società Partecipanti alla Fusione. Partendo dalla stima dell'*Enterprise Value* così determinato, gli Amministratori di SEAT sono passati alla stima del valore unitario delle azioni tenendo conto del valore della posizione finanziaria netta delle Società Partecipanti alla Fusione, comprensiva dei relativi aggiustamenti, e del numero di azioni emesse.

Nell'applicazione della metodologia dei Multipli di Borsa, tenuto conto dei profili di attività ed economico-patrimoniali di SEAT e Italiaonline, il Consiglio di Amministrazione di SEAT ha ritenuto quale maggiormente significativo il multiplo EV/EBITDA di selezionate società quotate operanti nei settori di riferimento di SEAT e Italiaonline applicato all'EBITDA atteso delle Società Partecipanti alla Fusione. Partendo dalla stima dell'*Enterprise Value* così determinato, gli Amministratori di SEAT sono passati alla stima del valore unitario delle azioni tenendo conto del valore della posizione finanziaria netta di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione, comprensiva dei relativi aggiustamenti, e del numero di azioni emesse.

Con riferimento alla metodologia di controllo, ossia quella delle transazioni precedenti comparabili, in virtù delle caratteristiche delle società oggetto di valutazione, gli Amministratori di SEAT hanno ritenuto quale unica operazione precedente comparabile alla Fusione la transazione annunciata in data 21 maggio 2015 avente ad oggetto l'integrazione fra Italiaonline e SEAT, a cui è succeduto il Conferimento.

Gli Amministratori di SEAT segnalano che, nell'applicazione delle metodologie di valutazione sopra esposte, la stima del valore del capitale economico di Italiaonline è stata da essi effettuata sommando: i) la stima del valore del capitale economico di Italiaonline calcolata sulla base del piano industriale 2016-2018 c.d. "*stand alone*" di Italiaonline, alla ii) stima del valore dell'80,23% del capitale economico di SEAT calcolata sulla base del Piano 2016-2018 c.d. "*stand-alone*" di SEAT. Tali stime di valore sono state effettuate applicando in modo coerente le metodologie di valutazione sopra esposte.

All'esito del processo valutativo, tenuto altresì conto degli esiti delle analisi di sensitività effettuate, utilizzando i criteri DCF e dei Multipli di Borsa gli Amministratori di SEAT hanno individuato, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, un intervallo significativo di rapporti di cambio

compreso tra un **minimo di 1.215** e un **massimo di 1.598** azioni ordinarie SEAT per ciascuna azione Italiaonline.

Gli Amministratori di SEAT riferiscono che l'esito del processo valutativo risulta altresì confermato, nel suo complesso, dall'applicazione del metodo di controllo (transazioni precedenti comparabili).

6.4. Valutazione effettuata dagli amministratori di Italiaonline

6.4.1. Applicazione della metodologia di valutazione principale

Ai fini dell'applicazione della metodologia principale dei multipli di mercato di società comparabili, gli Amministratori di Italiaonline hanno determinato i) un campione di società comparabili per ciascuna delle due società oggetto di valutazione e ii) un *panel* di multipli che meglio si adattino alle loro caratteristiche.

In particolare, per quanto riguarda Italiaonline, data la scarsità di società comparabili "pure", in termini di *business model*, dimensioni ed esposizione ai *trend* macroeconomici, ai fini dell'analisi, il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline ha selezionato tre gruppi di società quotate nei settori "*directories*", "*Italian Media*" e "*global online advertising*", al fine di mitigare gli effetti che ne avrebbero potuto compromettere la comparabilità. Le società selezionate dagli Amministratori di Italiaonline sono le seguenti:

- *Directories*: Eniro, Solocal Group and Yellow Pages;
- *Italian Media*: Arnoldo Mondadori Editore, Cairo Communication, Gruppo Editoriale L'Espresso, Mediaset, and RCS MediaGroup;
- *Global Online Advertising*: 1000Mercis, Brain Juicer, InteractiveCorp, TradeDoubler and Triboo Media.

Per quanto riguarda SEAT, il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline ha considerato le seguenti società comparabili appartenenti al settore "*directories*":

- Eniro;
- Solocal Group;
- Yellow Pages.

I multipli considerati ai fini dell'analisi sono stati, per entrambe le Società:

- *Enterprise Value* / 2015 EBITDA;
- *Enterprise Value* / 2016 EBITDA.

I multipli medi del campione sono stati applicati dagli Amministratori di Italiaonline all'EBITDA delle Società per gli anni 2015 e 2016.

Il capitale economico delle Società è stato stimato aggiustando l'*Enterprise Value* per la posizione finanziaria netta alla data di riferimento del 31 dicembre 2015, comprensiva dei relativi aggiustamenti.

Tenendo conto poi del numero di azioni emesse, gli Amministratori di Italiaonline sono giunti alla stima del valore unitario delle azioni delle Società Partecipanti alla Fusione.

Per calcolare il Rapporto di Cambio implicito con la metodologia di valutazione menzionata gli Amministratori di Italiaonline hanno considerato i seguenti perimetri di valutazione per le Società Partecipanti alla Fusione:

- valore del capitale economico di Italiaonline post chiusura dell'OPA (cioè il valore del capitale economico di Italiaonline *pro-forma* per l'acquisizione di Moqu Adv Srl avvenuta a marzo 2015, aggiungendovi l'80,23% del valore del capitale economico di SEAT. Il valore del capitale economico combinato è stato poi aggiustato per l'impatto dell'OPA e dei relativi costi di transazione);
- valore del capitale economico di SEAT.

All'esito del processo valutativo sulla base dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato di società quotate comparabili, il Consiglio di Amministrazione di Italiaonline ha individuato un intervallo significativo di rapporti di cambio compreso tra un **minimo di 1.275** e un **massimo di 1.427** azioni ordinarie SEAT per ciascuna azione Italiaonline.

6.4.2. Applicazione della metodologia di valutazione di controllo

Nell'applicazione della metodologia del *Discounted Cash Flow* (DCF), l'*Enterprise Value* delle Società è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di Italiaonline scontando i flussi di cassa prospettici degli anni 2016-2018, risultanti dai piani predisposti dal *management* delle Società Partecipanti alla Fusione e approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 gennaio 2016, e sommando al valore attuale di tali flussi un valore terminale calcolato ipotizzando la crescita perpetua del flusso 2018 normalizzato.

Partendo dalla stima dell'*Enterprise Value* come descritto, gli Amministratori di Italiaonline sono passati alla stima del valore unitario delle azioni, tenendo conto del valore della posizione finanziaria netta delle Società Partecipanti alla Fusione, comprensiva dei relativi aggiustamenti, e del numero di azioni emesse.

Per calcolare il Rapporto di Cambio implicito con la metodologia di valutazione menzionata gli Amministratori di Italiaonline hanno quindi considerato i medesimi perimetri di valutazione di cui al metodo principale, indicati al precedente paragrafo 6.4.1.

All'esito del processo valutativo volto alla determinazione del Rapporto di Cambio, tenuto altresì conto degli esiti delle analisi di sensitività effettuate in merito ai tassi di attualizzazione utilizzati per scontare i flussi finanziari prospettici e ai tassi di crescita perpetua dei flussi normalizzati delle Società, utilizzando il criterio del *Discounted Cash Flow* (DCF) gli Amministratori di Italiaonline hanno individuato un intervallo significativo di rapporti di cambio compreso tra un **minimo di 1.310** e un **massimo di 1.397** azioni ordinarie SEAT per ciascuna azione Italiaonline.

7. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione di SEAT riferisce di avere tenuto in considerazione, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, ai fini dell'espletamento dell'analisi valutativa sopra descritta: (i) le particolari caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e (ii) le criticità che derivano dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate per determinare il Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori di SEAT, in particolare, rilevano nella loro Relazione quanto segue:

- l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati da SEAT e da Italiaonline. Tali dati presentano per loro natura profili d'incertezza e indeterminatezza. In particolare, si segnalano i seguenti elementi di incertezza, che sono stati apprezzati nella stima dei tassi di attualizzazione e nelle analisi di sensitività sulle valutazioni delle Società Partecipanti alla Fusione:
 - ✓ le Società Partecipanti alla Fusione operano in un settore caratterizzato da elevate opportunità ma anche da significativi elementi di rischio, legati principalmente all'andamento macroeconomico in generale;
 - ✓ una parte significativa della crescita dei ricavi e della riduzione di costi operativi attesi nel periodo di Piano (2016-2018) è associata ad iniziative che verranno intraprese nello stesso arco temporale e, in particolare per SEAT, che esplicheranno i propri benefici economico-finanziari nella parte terminale dei periodi di Piano;
 - ✓ SEAT è una società riveniente da un recente e significativo processo di ristrutturazione, relativo sia alla sua struttura finanziaria sia alla continua decrescita delle attività tradizionali legate ai prodotti e servizi su supporto cartaceo;
- l'utilizzo di dati (quali i coefficienti beta e i multipli di Borsa) tratti da osservazioni di mercato, si fonda sul presupposto che essi siano applicabili ai complessi aziendali oggetto di Fusione, in quanto riferiti a realtà comparabili con quelle in esame. Va tuttavia sottolineato che, alla luce della specificità che caratterizza ciascuna realtà imprenditoriale considerata, tale comparabilità è comunque parziale.

Gli Amministratori di Italiaonline, viceversa, non evidenziano nella loro Relazione specifiche difficoltà di valutazione.

8. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

In data 20 gennaio 2016, i Consigli di Amministrazione di Italiaonline e di SEAT - in tale secondo caso dopo aver preso atto del motivato parere favorevole del proprio Comitato degli Amministratori Indipendenti emesso ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC - hanno approvato il

Rapporto di Cambio tra azioni ordinarie SEAT e azioni Italiaonline in base al quale si procederà alla assegnazione delle azioni della Società Incorporante.

Detto rapporto è stato determinato dai Consigli di Amministrazione, anche sulla base delle valutazioni espresse dai rispettivi *Advisor* finanziari, nella misura di

**numero 1.350 azioni ordinarie della Società Incorporante
per ogni azione della Società Incorporanda**

Le azioni SEAT di nuova emissione avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie SEAT in circolazione alla data di efficacia della Fusione.

Non sono previsti conguagli in denaro.

9. LAVORO SVOLTO

9.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale.

Come indicato in precedenza, i Consigli di Amministrazione del 20 gennaio 2016 di SEAT e Italiaonline hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle Situazioni Patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione riferite al 30 settembre 2015, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 10 novembre 2015.

In relazione alle Situazioni Patrimoniali *ex art. 2501-quater* del Codice Civile, sono state da noi effettuate talune procedure, anche tramite incontri e discussioni con le Direzioni di SEAT e Italiaonline e con la società di revisione KPMG SpA, revisore legale di Italiaonline, volte a rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché una discussione critica degli ammontari in esse esposti.

Le sopra menzionate procedure sulle Situazione Patrimoniali sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di SEAT e Italiaonline, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, alla data della presente relazione non si sono verificati eventi o circostanze tali da rendere necessari aggiustamenti o rettifiche alle informazioni utilizzate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo discusso i piani *stand alone* di SEAT e Italiaonline sottostanti il Piano Economico Finanziario *combined* della Società Risultante dalla Fusione relativo al periodo 2016-2018, approvato in data 15 gennaio 2016 dai rispettivi Consigli di Amministrazione. Abbiamo discusso con le Direzioni delle Società, i dipartimenti amministrativi ed altre linee interne aziendali, gli *Advisor* finanziari Equita e Lazard oltre che con AlixPartner, che ha fornito a SEAT e Italiaonline supporto nella stesura del Piano, i criteri e le logiche di costruzione dei piani *stand alone*, fermi restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale.

9.2. Lavoro svolto con riferimento ai metodi utilizzati dagli amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società e con gli *Advisor* il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- esaminato il parere rilasciato in data 20 gennaio 2016 dal Comitato degli Amministratori Indipendenti riguardante l'interesse di SEAT al compimento dell'operazione, nonché la convenienza economica e la correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, ai sensi del Regolamento OPC;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, ancorché considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dagli *Advisor*;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di SEAT e di Italiaonline, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti.

9.3. Lavoro svolto con riferimento all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione

Sotto un diverso profilo, in aggiunta al lavoro svolto sopra illustrato per quanto rilevante ai fini dell'attestazione di cui all'art. 2501-bis, quarto comma, del Codice Civile, abbiamo svolto le seguenti procedure con riferimento alle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione, tenendo conto delle attività già svolte sul Piano nel contesto dell'emissione della nostra relazione ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile:

- discusso con le Direzioni delle Società le considerazioni dalle stesse svolte al fine di identificare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione;
- considerato le caratteristiche dell'indebitamento complessivo in capo alla Società Risultante dalla Fusione all'esito della prospettata Fusione;
- esaminato i contratti di finanziamento bancari in essere, con specifico riferimento al contratto di finanziamento denominato "Euro 115,000,000 senior short term facility agreement", sottoscritto in data 7 agosto 2015 tra Italiaonline e Banca IMI SpA;
- verificato, tramite visione degli estratti conto e delle interrogazioni del *remote banking*, le disponibilità liquide ed i relativi vincoli.

10. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a SEAT e Italiaonline, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

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 nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Coerentemente con le finalità delle valutazioni elaborate, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società. A tal proposito, è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi. In tale contesto, ciascuno dei Consigli di Amministrazione ha nella fattispecie utilizzato, in alcuni casi, parametri di valutazione differenti in relazione alle Società, tali da consentire un apprezzamento adeguato delle rispettive specificità.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandolo all'interno di intervalli di valori determinati con l'ausilio dei rispettivi *Advisor*.

La determinazione finale del Rapporto di Cambio effettuata dagli Amministratori si è posizionata al livello di n. 1.350 azioni ordinarie SEAT per ogni azione Italiaonline. In ordine a tale valore del Rapporto di Cambio gli *Advisor* hanno emesso le *Fairness Opinion* richiamate nel paragrafo 4 che precede.

In particolare, si evidenzia che il Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT ha selezionato quale *Advisor* finanziario Equita, ai fini di supportare le considerazioni di propria competenza inerenti la Fusione. In tale contesto, secondo quanto previsto dall'art. 7, primo comma, lett. b) del Regolamento OPC, e dal paragrafo 14 della Comunicazione Consob n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010, il Consiglio di Amministrazione di SEAT ha deliberato, nell'ambito del proprio autonomo processo di valutazione e con il consenso del Comitato degli Amministratori Indipendenti, di nominare Equita anche quale *Advisor* finanziario del Consiglio di Amministrazione, al fine di contenere i costi aziendali e preservando, al contempo, l'indipendenza dell'*Advisor* stesso.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di SEAT e di Italiaonline per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SEAT e di Italiaonline per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di SEAT e di Italiaonline è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale;
- nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;

- le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio, confermati anche dal lavoro svolto dagli *Advisor*;
- nel caso di specie, gli Amministratori di SEAT hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, due metodi principali (DCF e multipli di mercato) e un metodo di controllo (metodo delle transazioni precedenti comparabili). Gli Amministratori di Italiaonline hanno ritenuto di utilizzare un metodo principale (multipli di mercato) e un metodo di controllo (DCF). Entrambi gli approcci appaiono ragionevoli e sono ugualmente riscontrabili nella prassi valutativa;
- la scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici, sia criteri di mercato, appare in linea con la migliore dottrina. I metodi di tipo analitico e quelli di mercato in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando SEAT e Italiaonline su base c.d. "*stand alone*". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nel caso specifico, peraltro, si segnala che, in considerazione del fatto che SEAT è già oggi controllata da Italiaonline con una partecipazione pari all'80,23%, i *business plan stand alone* delle due Società tengono conto di talune iniziative congiunte riferite a rapporti di *partnership* tra le due Società Partecipanti alla Fusione e che, nella prospettiva delle stesse, continuerebbero ad essere implementate indipendentemente dal perfezionamento o meno della Fusione. Sotto questo profilo, tenuto conto della specificità del caso di specie, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, ragionevoli;
- è in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia DCF, scelta da parte degli Amministratori di SEAT quale una delle metodologie principali e dagli Amministratori di Italiaonline come metodologia di controllo. 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 e dai principi di valutazione generalmente accettati. Il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori nella versione "*unlevered*", determinando l'*Enterprise Value* delle Società Partecipanti alla Fusione attraverso

l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si stima SEAT e Italiaonline possano generare in futuro, utilizzando come riferimento i piani industriali *stand alone* sviluppati dalle Società. Tali flussi di cassa operativi prospettici sono stati attualizzati ad un WACC che tiene conto, tra gli altri, degli elementi di rischio relativi all'esecuzione dei *business plan* di entrambe le Società Partecipanti alla Fusione. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione vengono illustrate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto nonché, sinteticamente, talune scelte effettuate per la sua concreta applicazione. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori e dai rispettivi *Advisor*, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli;

- la metodologia dei multipli di mercato determina il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia, individuato dagli Amministratori di entrambe le Società quale metodo principale, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/EBITDA: la Relazione degli Amministratori di Italiaonline evidenzia inoltre i *peer group* delle società comparabili, rispettivamente, a SEAT e a Italiaonline ai fini della rilevazione dei multipli. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dai rispettivi *Advisor*, appaiono ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina;
- gli Amministratori di SEAT hanno altresì utilizzato, con finalità di controllo, anche la metodologia delle operazioni precedenti comparabili, che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni espresse in occasione di transazioni precedenti comparabili all'operazione in esame, in termini di profilo di *business* ed economico-finanziario della società oggetto di valutazione e di struttura dell'operazione. Nel caso di specie, peraltro, in virtù delle caratteristiche delle società oggetto di valutazione, è stata individuata quale unica operazione precedente comparabile l'aggregazione fra Italiaonline e SEAT avvenuta nel corso dell'esercizio 2015 attraverso il Conferimento. Al riguardo, tale precedente restituisce un rapporto di cambio implicito tra le azioni Italiaonline e SEAT che, pur non esplicitato dagli Amministratori di SEAT nella loro Relazione, risulta sostanzialmente in linea con quello individuato nell'ambito della Fusione. Tuttavia, in considerazione dell'unicità del *comparable* e della oggettiva scarsa rappresentatività del campione, la scelta degli Amministratori di SEAT di utilizzare tale metodologia per mere finalità di controllo appare, nelle circostanze, ragionevole;

- dalle analisi svolte sulla base delle informazioni e dei dati contenuti nella documentazione messa a nostra disposizione dai Consigli di Amministrazione delle Società e dai rispettivi *Advisor* è emerso che, ai fini delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di SEAT ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori non hanno considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio dei *Warrant 2014-2016* emessi da SEAT, in quanto, pur essendo già deliberato il relativo aumento di capitale, l'esercizio dei diritti connessi a detti *Warrant* non risulta, allo stato, economicamente prevedibile (situazione che nella prassi valutativa viene definita "*out of the money*"). Viceversa, gli Amministratori hanno ritenuto di tenere conto degli effetti del piano di *stock option* già deliberato da Italiaonline sul numero delle azioni in circolazione della medesima Italiaonline, in quanto l'esercizio dei diritti connessi alle opzioni già assegnate risulterebbe, ad oggi, economicamente prevedibile (c.d. "*in the money*"). L'approccio adottato dagli Amministratori, ancorché non esplicitato nell'ambito delle rispettive Relazioni, risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la migliore prassi valutativa;
- come riferito dagli Amministratori nel Progetto di Fusione, le azioni Italiaonline si distinguono in azioni di categoria A, B e C per talune limitazioni e attribuzioni legate, in particolare, alla nomina degli organi sociali, al trasferimento delle azioni e alle ipotesi di *exit*. La scelta degli Amministratori di assumere l'omogeneità di valore attribuibile alle diverse categorie di azioni di Italiaonline, ancorché non esplicitata nell'ambito delle rispettive Relazioni, appare ragionevolmente riconducibile al fatto che, ferme le specifiche attribuzioni sopra richiamate per riflettere a livello statutario le intese intervenute tra i soci di Italiaonline e riflesse nel relativo patto parasociale dagli stessi sottoscritto, ai sensi di statuto esse risultano ad oggi egualmente "*munite di tutti i diritti amministrative e patrimoniali spettanti alle azioni ordinarie*";
- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, hanno inoltre tenuto in considerazione il fatto che il capitale sociale di SEAT è costituito, oltre che da circa 64 miliardi di azioni ordinarie, anche da 6.803 azioni di risparmio anch'esse quotate. Al riguardo, ai fini delle valutazioni concernenti il valore economico di SEAT, gli Amministratori hanno tenuto conto del valore delle azioni di risparmio, sottraendo detto valore all'*equity value* della società determinato sulla base della metodologia adottata. L'approccio seguito dagli Amministratori, ancorché non esplicitato nell'ambito delle rispettive Relazioni, appare nelle circostanze coerente con la prassi riscontrata sul mercato;
- le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi;
- le Relazioni forniscono poi opportuna illustrazione sotto il profilo delle ulteriori metodologie che gli Amministratori hanno ritenuto non utilizzabili nel caso di specie. Gli Amministratori di SEAT riferiscono espressamente di non avere preso in considerazione, nell'ambito del loro

processo valutativo, la metodologia dei prezzi di Borsa (che determina il valore di una società sulla base della capitalizzazione dei relativi titoli negoziati sui mercati regolamentati), né la metodologia dei *target price* degli analisti di ricerca (che determina il valore di una società sulla base delle valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulla società stessa). Gli Amministratori di SEAT motivano le loro scelte sulla base di: (i) lo status di società non quotata di Italiaonline; (ii) la scarsa significatività dei prezzi di mercato delle azioni ordinarie SEAT, tenuto conto della scarsa liquidità e dell'elevata volatilità recente del prezzo di Borsa delle stesse, e (iii) l'assenza di copertura di ricerca e pertanto di *target price* per le azioni ordinarie SEAT;

- gli Amministratori di Italiaonline motivano a loro volta la mancata considerazione, ai fini del loro processo valutativo, della metodologia di borsa e del metodo dei *target price* degli analisti di ricerca, in quanto non applicabili nel caso in esame in considerazione della natura di società non quotata di Italiaonline;
- gli Amministratori di Italiaonline hanno inoltre ritenuto di non considerare nel caso di specie la metodologia delle transazioni precedenti comparabili (a differenza di quanto fatto dagli Amministratori di SEAT, che hanno utilizzato detta metodologia con mere finalità di controllo), data la sua limitata applicabilità dovuta alla scarsità di operazioni comparabili. Le scelte degli Amministratori appaiono dunque, nelle specifiche circostanze, motivate e non arbitrarie.

In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base dei *range* risultanti delle diverse metodologie rispettivamente sviluppate, gli Amministratori delle Società hanno definito il Rapporto di Cambio che sarà proposto alle rispettive Assemblee, pari a **n. 1.350 azioni ordinarie SEAT per ogni azione Italiaonline**. Il Rapporto di Cambio, oggetto del presente parere, si posiziona generalmente nella fascia bassa dei *range* individuati dagli Amministratori di SEAT attraverso l'applicazione di ciascuna delle metodologie principali del DCF (1.215x – 1.598x) e dei multipli di mercato (1.256x – 1.559x), circostanza che comporta l'assegnazione ai soci di Italiaonline di un minor numero di azioni SEAT e, dunque, con un minor effetto diluitivo per gli azionisti di minoranza di SEAT. Il Rapporto di Cambio si colloca inoltre sostanzialmente in corrispondenza dei valori medi dei *range* di rapporti individuati dagli Amministratori di Italiaonline sia con la metodologia principale dei multipli di mercato (1.275x – 1.427x), sia con la metodologia di controllo del DCF (1.310x – 1.397x). Tali elementi rappresentano un'ulteriore conferma, sempre sotto i profili della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze delle considerazioni svolte nel presente paragrafo.

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

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali delle società coinvolte. Come evidenziato dai Consigli di Amministrazione, i piani utilizzati sono basati su un insieme di ipotesi che includono assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini 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 ancora 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;
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, 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 dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. In aggiunta, SEAT e Italiaonline presentano profili di *business* ed economico-finanziari che le rendono limitatamente comparabili con le società quotate operanti nel settore del *digital advertising*;
- SEAT e Italiaonline operano in un settore caratterizzato da opportunità di elevata crescita ma anche da significativi elementi di rischio. In tale contesto, si segnala che SEAT proviene da una recente e articolata fase di ristrutturazione che si è conclusa con l'omologazione del concordato preventivo in data 3 ottobre 2014, cosicché solo a seguito dello stralcio dei debiti concorsuali SEAT ha potuto beneficiare di un effetto esdebitativo che le ha consentito di tornare ad operare sul presupposto della continuità aziendale. Gli elementi sopra esposti, unitamente alle incertezze che caratterizzano il mercato di riferimento di entrambe le Società, costituiscono un'oggettiva difficoltà nell'esame dell'approccio valutativo seguito dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

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

- le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi e ai *range* di valori unitari di SEAT e Italiaonline rivenienti dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione, com'è prassi, dagli Amministratori e dagli *Advisor* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4;
- gli Amministratori riferiscono che la Fusione costituisce per SEAT un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione di SEAT ha approvato il Progetto di Fusione previo motivato parere favorevole del Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT, datato 20 gennaio 2016, sull'interesse di quest'ultima al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni. In data odierna SEAT ha provveduto a pubblicare il relativo "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*" redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo del parere del Comitato degli Amministratori Indipendenti di SEAT e della *Fairness Opinion* del proprio *Advisor* Equita, richiamati al precedente paragrafo 4. Esulano ovviamente dall'oggetto della nostra attività e del nostro parere le considerazioni in ordine alle determinazioni degli Amministratori con riferimento all'interesse di SEAT all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, previste dal Regolamento OPC;
- esula inoltre dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti, la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'operazione stessa;
- gli Amministratori riferiscono che tra gli attuali soci di Italiaonline è ad oggi in vigore un patto parasociale in base al quale gli stessi si sono tra loro impegnati a non trasferire, in tutto o in parte, direttamente o indirettamente, nessuna delle azioni rispettivamente detenute in SEAT fino alla prima tra le seguenti date: (i) il 21 novembre 2016 e (ii) la fine del sesto mese dalla data di completamento della Fusione;
- si segnala inoltre che l'Assemblea degli Azionisti di SEAT, convocata in data 8 marzo 2016, sarà altresì chiamata a:
 - (i) in sede ordinaria, subordinatamente all'efficacia della Fusione, adottare un piano di *stock option* denominato "*Piano di Stock Option 2014-2018*", che risulta, di fatto, il piano già in precedenza adottato dal Consiglio di Amministrazione di Italiaonline in data 15 dicembre 2014, come modificato per tenere conto degli effetti della Fusione e della circostanza che le azioni della Società Risultante dalla Fusione saranno negoziate su un mercato regolamentato;

- (ii) in sede straordinaria, attribuire delega al Consiglio di Amministrazione, per il periodo di cinque anni dalla data della deliberazione dell'Assemblea, ad aumentare, a pagamento e in via scindibile, il capitale sociale ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto, sesto e ottavo comma del Codice Civile, per un importo massimo nominale complessivo di Euro 800.000, mediante emissione di massime n. 4.589.893.575 azioni ordinarie da riservare in sottoscrizione ai beneficiari del "*Piano di Stock Option 2014-2018*" di cui al precedente punto (i);
- (iii) sempre in sede straordinaria, attribuire delega al Consiglio di Amministrazione, da esercitarsi entro il 9 settembre 2018, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, ad aumentare in una o più volte il capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, del Codice Civile. In particolare, il capitale sociale potrà esser aumentato per un numero di azioni ordinarie non superiore al 10% del numero di azioni ordinarie complessivamente in circolazione alla data di eventuale esercizio della delega e comunque per massime n. 11.474.733.937 azioni ordinarie (a) ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, mediante conferimento di beni in natura aventi ad oggetto aziende, rami d'azienda o partecipazioni, nonché beni conferenti con l'oggetto sociale di SEAT e delle società da questa partecipate e/o (b) ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del Codice Civile, qualora le azioni di nuova emissione siano offerte in sottoscrizione a investitori istituzionali e/o a *partner*, industriali e/o finanziari che il Consiglio di Amministrazione ritenga strategici per l'attività di SEAT.

Le sopra richiamate proposte di deleghe al Consiglio di Amministrazione di SEAT a deliberare aumenti di capitale sociale esulano dall'oggetto del presente parere.

12. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 10 e 11, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi *Advisor*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

**numero 1.350 azioni ordinarie di SEAT Pagine Gialle SpA
per ogni azione di Italiaonline SpA.**

Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel Piano economico-finanziario consolidato della Società Risultante dalla Fusione, anche tenuto conto delle attività svolte ai fini dell'emissione della nostra relazione ex art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile datata 19 gennaio 2016, ai sensi



dell'art. 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che, alla data odierna, le indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione non siano ragionevoli.

Tutto ciò assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi come descritte nelle note di corredo al Piano medesimo, sinteticamente riassunte al precedente paragrafo 5.

Va tuttavia evidenziato 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, gli scostamenti fra i valori consuntivi e i valori preventivati nel Piano economico-finanziario potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche descritte nelle note di corredo al Piano si manifestassero.

Torino, 26 gennaio 2016

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Piero De Lorenzi", with a stylized flourish at the end.

Piero De Lorenzi
(Revisore legale)