

**FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
VODAFONE TOWERS S.r.l.
IN INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE S.p.A.**

Relazione ai sensi dell'articolo 2501-*bis*,
quarto comma e dell'articolo 2501
sexies, quarto comma, del Codice Civile

Relazione ai sensi dell'articolo 2501-bis, quarto comma e dell'articolo 2501 sexies, quarto comma, del Codice Civile

Agli Azionisti di
Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A.

Al Socio Unico di
Vodafone Towers S.r.l.

1. Motivo e oggetto dell'incarico

Gli organi amministrativi delle società Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. ("Inwit" anche l'"Incorporante" o la "Società risultante dalla Fusione") e Vodafone Towers S.r.l. ("VOD Towers" o "Incorporanda") (e insieme le "Società partecipanti alla Fusione" o anche solo le "Società") hanno approvato in data 18 novembre 2019, ai sensi dell' art. 2501-ter e su base volontaria dell' art. 2501-bis, comma 2, del Codice Civile, nonché dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, in conformità allo schema n. 1 del relativo Allegato 3A, il progetto di fusione (il "Progetto di Fusione") per incorporazione (la "Fusione") di VOD Towers in Inwit.

In relazione a quanto sopra, con decreto del Tribunale di Milano del 2 ottobre 2019 BDO Italia S.p.A. ha ricevuto l'incarico, a seguito di istanza congiunta di VOD Towers e Inwit, in qualità di esperto comune ai sensi dell'art. 2501-sexies, quarto comma, del Codice Civile, di predisporre la relazione di cui all'art. 2501-bis, quarto comma, e di cui allo stesso art. 2501- sexies, quarto comma, del Codice Civile (di seguito anche la "Relazione").

Ai sensi delle citate norme, siamo chiamati a fornire l'attestazione della ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione; nonché una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi altresì un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

Le indicazioni riguardanti le risorse finanziarie sono contenute nel Progetto di Fusione ai sensi degli artt. 2501-bis, secondo comma, e 2501-ter del Codice Civile approvato in data 18 novembre 2019 dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione, nonché nel relativo allegato B: esso indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione e riporta i principali dati del piano economico e finanziario della stessa, contenente i dati consuntivi pro forma 2018, nonché le previsioni circa l'evoluzione patrimoniale ed economica per l'anno 2019 nonché le previsioni per il periodo 2020-2027, con un dettaglio della proiezione delle principali componenti patrimoniali e reddituali (il "Piano *Combined* 2019-2027" o anche il "Piano *Combined*").

Le situazioni patrimoniali di riferimento ("Situazioni Patrimoniali") sono in particolare:

- per la Società Incorporante, la situazione patrimoniale redatta alla data del 30 settembre 2019, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 novembre 2019;
- per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-*quater*, secondo comma, del Codice Civile, la Situazione Patrimoniale alla data del 30 settembre 2019 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 13 novembre 2019 e Stato Patrimoniale del Ramo d'Azienda Torri al 30 settembre 2019 di cui il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha preso atto in data 13 novembre 2019; la Situazione Patrimoniale al 30 settembre 2019 approvata consta del solo stato patrimoniale di VOD Towers (e non anche del conto economico e della nota integrativa), alla predetta data di riferimento, in coerenza col fatto che VOD Towers, sino alla data di efficacia della Scissione, sarà una società inattiva e, quindi, senza movimentazioni di conto economico.

Le relazioni illustrative datate 18 novembre 2019 predisposte dagli organi amministrativi delle rispettive Società illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'art.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 contengono il Piano Combined con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Il Progetto di Fusione e i relativi allegati saranno sottoposti all'approvazione delle Assemblee di Inwit e VOD Towers, convocate congiuntamente in data 19 dicembre 2019 in unica convocazione nel rispetto della normativa applicabile.

2. Sintesi dell'operazione

Gli Amministratori riferiscono nelle loro Relazioni che in data 26 luglio 2019, Inwit e il suo socio di controllo TIM S.p.A. ("TIM") da una parte, e Vodafone Italia S.p.A. ("VOD") e il suo socio unico Vodafone Europe B.V. ("VOD EU"), previa approvazione dei rispettivi Consigli di Amministrazione, hanno sottoscritto un accordo quadro (il "*Framework Agreement*") disciplinante l'operazione unitaria avente ad oggetto la combinazione delle torri di VOD con quelle di Inwit da attuarsi mediante (i) la costituzione di VOD Towers, (ii) la successiva Scissione (come definita in seguito) di VOD a favore di VOD Towers e infine (iii) previa conclusione della compravendita della partecipazione di minoranza in VOD Towers (come in seguito definita), la Fusione, nonché il perfezionamento di una partnership industriale mediante la sottoscrizione tra Inwit, VOD e TIM dei contratti commerciali come di seguito definiti (l'"Operazione").

Il *Framework Agreement* regola e disciplina, secondo gli Amministratori, quindi, le attività propedeutiche o funzionali alla realizzazione dell'Operazione, gli impegni reciproci delle Società Partecipanti alla Fusione e le condizioni a cui l'esecuzione dell'Operazione è subordinata.

Gli Amministratori indicano nelle rispettive Relazioni come l'Operazione si sostanzia nelle seguenti attività:

- i. la costituzione di VOD Towers da parte di VOD EU realizzata con atto datato 1 agosto 2019 e iscritto al Registro delle Imprese in data 5 agosto 2019;
- ii. la scissione parziale e proporzionale di VOD ex art. 2506 del Codice Civile e conseguente assegnazione a favore di VOD Towers del ramo d'azienda di VOD dedicato all'attività di costruzione e gestione delle infrastrutture passive (i.e. torri, piloni e pali) e dei sistemi tecnologici volti ad ospitare attrezzature di proprietà di operatori di telefonia mobile e altre attrezzature per emittenti radio, telecomunicazioni, televisioni ed emittenti segnali radio (il "Ramo Towers") entro il 31 dicembre 2019;
- iii. la compravendita di una partecipazione pari al 43,4% del capitale sociale di VOD Towers (la "Partecipazione di Minoranza in VOD Towers") tra VOD EU, in qualità di venditore, e Inwit, in qualità di acquirente (la "Compravendita"), il cui atto sarà sottoscritto tra VOD EU e Inwit alla data del closing (la "Data del Closing" - come in seguito definita) e che avrà effetto l'istante immediatamente antecedente rispetto al verificarsi della Data di Efficacia (come in seguito definita), subordinatamente al perfezionamento dell'ultima iscrizione dell'Atto di Fusione (come in seguito definito) nel competente Registro delle Imprese;
- iv. la Fusione - il cui Atto di Fusione sarà sottoscritto alla Data del Closing e che produrrà i suoi effetti alla data (e ora) che sarà fissata - in accordo con Borsa Italiana tenendo conto che a tale data le Nuove Azioni Inwit (come in seguito definite) dovranno essere quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") - entro i quindici giorni successivi all'ultima iscrizione dell'Atto di Fusione nel competente Registro delle Imprese (la "Data di Efficacia"), con contestuale annullamento della partecipazione residua detenuta da VOD EU in VOD Towers in seguito all'efficacia della Compravendita e ammissione a quotazione su MTA delle n. 360.200.000 azioni ordinarie, senza valore nominale, calcolate in base al Rapporto di cambio, che saranno emesse da Inwit e attribuite a VOD EU, alla Data di Efficacia (le "Nuove Azioni Inwit"), a fronte dell'annullamento della partecipazione residua detenuta da VOD EU in VOD Towers;
- v. l'adozione del nuovo statuto soggetto all'approvazione da parte dell'Assemblea straordinaria di Inwit e che sarà efficace a decorrere dalla Data di Efficacia;

- vi. l'eventuale distribuzione di riserve che l'Assemblea degli azionisti di Inwit sarà chiamata a deliberare contestualmente alla Fusione, a favore degli azionisti di Inwit post Fusione, ai termini e alle condizioni previsti dal *Framework Agreement* per un importo pari ad Euro 570 milioni (la "Distribuzione Straordinaria"). Per maggiori informazioni sulla Distribuzione Straordinaria gli Amministratori rinviando alla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Inwit redatta ai sensi dell'art. 125-ter del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato ("TUF") e dell'art. 72 del Regolamento Emittenti in conformità allo schema n. 3 dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti che sarà messa a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previsti ai sensi di legge e regolamento (la "Relazione del Consiglio di Amministrazione di Inwit").

Come previsto dal *Framework Agreement*, gli Amministratori riportano nel Progetto di Fusione che la stipula dell'atto di fusione tra Inwit e VOD EU (l'"Atto di Fusione") - così come la realizzazione delle altre attività che costituiscono il c.d. *closing* dell'Operazione, ivi inclusa la conclusione del contratto disciplinante la Compravendita - è sospensivamente condizionata all'avveramento (o alla rinuncia) delle condizioni sospensive previste nello stesso *Framework Agreement* (le "Condizioni Sospensive") e precisamente:

- a) il perfezionamento della Scissione e l'efficacia della stessa entro il 31 dicembre 2019;
- b) l'approvazione della Fusione e della relativa documentazione da parte dell'Assemblea straordinaria di Inwit nel rispetto della c.d. procedura di *whitewash* (per la cui descrizione si rinvia alla Relazione del Consiglio di Amministrazione di Inwit) nonché da parte dell'Assemblea straordinaria di VOD Tower;
- c) l'ottenimento del parere positivo sulla congruità del Rapporto di Cambio da parte dell'esperto indipendente nominato ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile;
- d) l'approvazione del nuovo statuto di Inwit - con effetto a decorrere dalla Data di Efficacia - da parte dell'Assemblea straordinaria di Inwit;
- e) l'iscrizione nei competenti Registri delle Imprese delle delibere di cui alle precedenti lett. (b) e la mancata opposizione dei creditori delle Società Partecipanti alla Fusione ex art. 2503 del Codice Civile (ovvero nell'ipotesi in cui vi fosse tale opposizione che la stessa non sia tale da impedire l'esecuzione dell'Atto di Fusione);
- f) il completamento della procedura di consultazione sindacale in merito alla Fusione da parte di Inwit e VOD Tower ex art. 47 L. n. 428/1990;
- g) se richieste, l'ottenimento delle autorizzazioni (ovvero siano decorsi i relativi termini di legge) da parte della Commissione Europea o dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato al perfezionamento dell'Operazione ai sensi della normativa comunitaria o italiana applicabile alle concentrazioni (i.e., Legge n. 287/1990) restando in ogni caso inteso che tali autorizzazioni non devono essere soggette a condizioni o, qualora prevedano condizioni o impegni (volti a superare le criticità concorrenziali eventualmente riscontrate), questi ultimi non devono essere tali da determinare o poter determinare un impatto negativo (come definito nel *Framework Agreement*, i.e., (i) un sostanziale e oggettivo impatto negativo sul valore del *business* di Inwit o VOD Towers, a seconda del caso, come valutato alla data di sottoscrizione del *Framework Agreement* o (ii) con riguardo agli obiettivi che le parti si sono prefissate di raggiungere con la sottoscrizione dei Contratti Commerciali, come infra definiti (fatta eccezione per quanto riguarda il c.d. "*active network sharing*"), il fatto che il perseguimento di tali obiettivi sia o sarà impedito, gravemente compromesso o significativamente danneggiato);
- h) nel caso in cui la Commissione Europea abbia confermato che l'Operazione non determina la creazione di una "*full-function joint venture*":
 - I. la Commissione Europea o l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato abbia adottato una decisione finale ai sensi del Regolamento n. 1/2003 o della Legge n. 287/90 (a seconda del caso) e tale decisione non determini un impatto negativo
 - II. nel caso in cui un procedimento sia aperto avanti la Commissione Europea o l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi dell'art. 101(1) TFEU o corrispondente normativa nazionale (per esempio nel caso di adozione di una decisione ex art. 11(6) del Regolamento n. 1/2003 o art. 14 della Legge n. 287/90) (il "Procedimento Antitrust Pendente"), alla Data del Closing non ci siano obiettive e concrete circostanze che rendano probabile l'adozione di una decisione da parte della Commissione Europea o dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato che possa determinare un impatto negativo; o
 - III. nel caso in cui sia in corso un Procedimento Antitrust Pendente e le parti abbiano offerto alla predetta Autorità gli impegni, gli obblighi e le misure correttive volte a superare le criticità concorrenziali: (i) tali impegni, obblighi e misure correttive volte a superare le criticità

concorrenziali non siano stati rigettati prima o alla Data del Closing; e (ii) e alla Data del Closing non ci siano obiettive e concrete circostanze che rendano probabile il rigetto da tale Autorità dei predetti impegni, obblighi e misure correttive così da determinare un impatto negativo;

- i) l'ottenimento delle autorizzazioni da parte delle competenti Autorità al perfezionamento dell'Operazione (ivi inclusa la Scissione) necessarie per legge ivi incluso il D.Lgs. n. 21/2012 convertito nella Legge n. 56/2012 c.d. *golden power*;
- j) la mancata entrata in vigore di una legge o l'assenza di una sentenza anche non definitiva, ordine, decreto o pronuncia emessa da una competente autorità giudiziaria o da un'autorità di vigilanza che possa rendere invalido, illegittimo o impedire il perfezionamento della Scissione e/o dell'Operazione o l'assenza di una sentenza anche non definitiva, ordine, decreto o pronuncia emessa da una competente autorità giudiziaria o da un'autorità di vigilanza che imponga una significativa sanzione (così da determinare un impatto negativo) nel caso di perfezionamento dell'Operazione;
- k) non si sia verificato un evento sostanzialmente pregiudizievole, non prevedibile e fuori dal controllo delle parti che comporti il mancato raggiungimento o la sostanziale modifica degli obiettivi che le parti stesse si sono prefissate con la sottoscrizione del *Framework Agreement* e dei "Contratti Commerciali" (i.e., il c.d. *Active Sharing Agreement*, contratto che sarà sottoscritto tra TIM e VOD per disciplinare i reciproci diritti e obblighi in relazione alla condivisione delle relative infrastrutture attive; il c.d. *Passive Sharing Agreement*, contratto che sarà sottoscritto tra TIM, VOD e Inwit, alla Data di Sottoscrizione dei Contratti Commerciali diversi dal *Master Service Agreement* con TIM (TIM MSA) e con Vodafone (VOD MSA), volto a disciplinare i rispettivi diritti e obblighi relativi alla condivisione delle infrastrutture passive di Inwit e VOD); il c.d. VOD MSA, *Master Service Agreement* che sarà sottoscritto tra Inwit e VOD alla Data del Closing e con efficacia a decorrere dalla Data di Efficacia e che disciplinerà i servizi c.d. di ospitalità sui siti che saranno nella disponibilità di Inwit a seguito della Fusione; e il c.d. TIM MSA, nuovo *Master Service Agreement* che sarà sottoscritto tra Inwit e TIM alla Data del Closing e con efficacia a decorrere dalla Data di Efficacia e che disciplinerà i servizi c.d. di ospitalità sui siti che saranno nella disponibilità di Inwit a seguito della Fusione (con esclusione, ai fini della presente condizione, del citato *Active Sharing Agreement*);
- l) esclusione dell'obbligo in capo a TIM e/o a VOD EU (o alle società controllanti o dalle stesse controllate o soggette a comune controllo) di promuovere un'offerta pubblica di acquisto, ai sensi del TUF, sulle azioni ordinarie di Inwit come conseguenza del perfezionamento dell'Operazione;
- m) il completamento, prima della Data del Closing, di tutte le formalità richieste da Borsa Italiana a Inwit per l'emissione delle Nuove Azioni Inwit e quindi il perfezionamento di tutte le condizioni richieste da Borsa Italiana affinché le Nuove Azioni Inwit di VOD EU siano ammesse alla negoziazione su MTA e negoziabili alla Data di Efficacia, al pari delle azioni Inwit già in circolazione a tale data.

Nel *Framework Agreement* è poi previsto che in seguito all'avveramento (o alla rinuncia) di tutte le Condizioni Sospensive (entro il termine ultimo previsto dal *Framework Agreement*, c.d. *Long Stop Date*, corrispondente al 31 marzo 2020 oppure, nel caso in cui si applichi la Condizione Sospensiva di cui alla precedente lettera (g), al 31 ottobre 2020), salvo diverso accordo, la stipula dell'Atto di Fusione è prevista, secondo gli Amministratori, per il 10° (decimo) giorno lavorativo successivo alla data in cui si verifichi (o sia rinunciata) l'ultima delle Condizioni Sospensive a verificarsi (o a essere rinunciata), fermo restando che ove, a tale data, sia pendente un Procedimento Antitrust Pendente (e non sia applicabile la Condizione Sospensiva di cui alla precedente lettera (g)), la data di perfezionamento dell'Operazione potrà essere posticipata (su richiesta congiunta di VOD EU e VOD ovvero su richiesta di Inwit o di TIM in via disgiunta tra loro) alla prima data tra:

- (i) il 10° giorno lavorativo dopo il 30 giugno 2020;
- (ii) il 10° giorno lavorativo dalla conclusione del Procedimento Antitrust Pendente;

essendo altresì stato previsto che, qualora alla scadenza del termine sub (i) il Procedimento Antitrust Pendente fosse ancora in corso, le parti procederanno comunque al perfezionamento dell'Operazione il 10° giorno lavorativo decorrente dal 30 giugno 2020 purché si siano avverate (o siano state rinunciate) le Condizioni Sospensive.

In relazione a quanto precede, gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione precisano che, in data 18 novembre 2019, TIM e VOD EU hanno comunicato, rispettivamente a Inwit e a VOD Towers, che ad esito delle consultazioni svolte con la Commissione Europea, TIM e il Gruppo Vodafone procederanno a notificare l'Operazione ai sensi del Regolamento CE 139/2004. Conseguentemente, la Condizione Sospensiva di cui alla lettera (g) deve ritenersi applicabile e la Long Stop Date risulta fissata (come da relativa definizione) al 31 ottobre 2020.

Gli Amministratori segnalano nel Progetto di Fusione che, qualora le Condizioni Sospensive non risultino verificate (o non siano rinunciate) entro la *Long Stop Date*, l'Operazione potrebbe non perfezionarsi, salvo che le parti del *Framework Agreement* non decidano di rinviare la *Long Stop Date*. Allo stato risulta difficile per gli Amministratori stimare la tempistica delle Condizioni Sospensive, specie di quella di cui alla lettera (g).

Inoltre, gli Amministratori precisano che nel *Framework Agreement* è stato previsto che - qualora la Data del Closing non si collochi entro il 30 aprile 2020 - i Consigli di Amministrazione di Inwit e di VOD Towers valuteranno e, congiuntamente, decideranno se, anche tenuto conto dei doveri degli Amministratori e delle applicabili previsioni di legge, ritengano necessario o anche solo opportuno procedere ad un aggiornamento della documentazione relativa alla Fusione (in particolare delle situazioni patrimoniali depositate per le relative assemblee ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile) e quindi fare sì che si svolgano una nuova Assemblea degli azionisti di Inwit e una nuova Assemblea dei soci di VOD Towers per confermare l'approvazione della Fusione (sempre col requisito del *whitewash* per quanto concerne Inwit), impregiudicato il Rapporto di Cambio, che non potrà in ogni caso essere modificato.

Con riguardo all'applicazione volontaria della disciplina di cui all'art. 2501-*bis* del Codice Civile, gli Amministratori segnalano nel Progetto di Fusione che, sulla base della *commitment letter* sottoscritta tra Inwit e un *pool* di banche (le "Banche") in data 26 luglio 2019, è in corso di finalizzazione la negoziazione di un'operazione di finanziamento tra Inwit, in qualità di prenditrice, e le Banche, avente a oggetto la concessione a favore di Inwit di un finanziamento per un importo massimo complessivo in linea capitale di Euro 3.000.000.000 (il "Finanziamento"). Più nello specifico, il predetto Finanziamento sarà articolato, secondo gli Amministratori, in tre linee di credito per un importo pari, rispettivamente, a Euro 1.500.000.000 (c.d. *Bridge Facility*), Euro 1.000.000.000 (c.d. *Term Loan Facility*) e a Euro 500.000.000 (c.d. *Revolving Credit Facility*) volte a finanziare il pagamento del corrispettivo per l'acquisto della Partecipazione di Minoranza in VOD Towers e la Distribuzione Straordinaria, nonché a rifinanziare parte dell'indebitamento finanziario in essere di Inwit, oltre a finanziare le necessità di cassa di Inwit.

Alla luce di quanto sopra, pur non ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2501-*bis* del Codice Civile con riguardo alla Fusione, Inwit e VOD Towers hanno deciso di applicare su base volontaria la disciplina dell'art. 2501-*bis* del Codice Civile tenuto conto della permanenza in capo alla Società Incorporante post Fusione del debito contratto per l'acquisto della Partecipazione di Minoranza in VOD Towers e per la Distribuzione Straordinaria. Pertanto:

- (i) ex art. 2501-*bis*, comma 2, del Codice Civile, il Progetto di Fusione indica le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni di Inwit post Fusione;
- (ii) gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione, ex art. 2501-*sexies* del Codice Civile, in data 13 settembre 2019 hanno depositato presso il Tribunale di Milano istanza per la nomina dell'esperto di cui all'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, avvalendosi della facoltà ex art. 2501-*sexies*, comma 4, del Codice Civile, di richiedere la nomina di un esperto comune, con il compito di attestare, nella propria relazione, la congruità dal Rapporto di Cambio nonché, in forza della predetta applicazione volontaria dell'art. 2501-*bis* del Codice Civile e, in particolare, del comma 4 dello stesso, la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Incorporante post Fusione. Con provvedimento depositato in data 2 ottobre 2019, il Presidente del Tribunale di Milano ha nominato quale esperto comune BDO Italia S.p.A.;
- (iii) gli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione, ex art. 2501-*bis*, comma 5 del Codice Civile, hanno affidato a PricewaterhouseCoopers S.p.A. ("PWC"), società di revisione incaricata della revisione legale dei conti di Inwit, l'incarico di rilasciare la relazione da allegare al Progetto di Fusione. La relazione resa da PWC, ex art. 2501-*bis*, comma 5 del Codice Civile, è allegata al Progetto di Fusione sub Allegato "A".

Con riguardo a quanto indicato al punto (i), si ricorda che in data 18 novembre 2019, contestualmente all'approvazione del Progetto di Fusione, il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha approvato il Piano *Combined*.

3. Natura e portata della presente relazione

La presente relazione si riferisce, ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile, all'attestazione circa la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relative alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione.

Al fine di fornire agli Azionisti di Inwit e al Socio di VOD Towers idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica inoltre ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, quarto comma, del Codice Civile 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.

Essa non si estende alle altre parti del Progetto di Fusione, né al Piano *Combined*, che sono stati esaminati al solo fine di acquisire elementi e informazioni utili a supporto di quanto sopra descritto.

Sebbene l'obiettivo del nostro incarico non sia quello di formulare un giudizio professionale sul Piano *Combined*, né sui principali dati dello stesso contenuti nel Progetto di Fusione, abbiamo svolto, esclusivamente nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, le procedure previste:

- dall'ISAE 3000 (*Revised*) (*International Standard on Assurance Engagements*), *Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information* con riguardo all'esame dell'adeguatezza delle metodologie valutative adottate dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio per quanto riguarda la relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, quarto comma, del Codice Civile;
- dall'ISAE 3400 (*"The examination of prospective financial information"*) emesso dall'IFAC - *International Federation of Accountants*, con riguardo all'esame dell'informativa finanziaria prospettica per quanto riguarda la relazione ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, supportati dalle indicazioni dei rispettivi *Advisors* da essi nominati, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società con il supporto dei loro *Advisors*.

Esula inoltre dall'ambito della presente relazione qualsivoglia considerazione con riferimento ai profili di opportunità e/o convenienza dell'operazione per tali azionisti/soci delle Società: dette considerazioni rimangono di esclusiva pertinenza delle Assemblee.

4. Documentazione utilizzata

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

- *"Progetto di fusione per incorporazione di Vodafone Towers S.r.l. in Inwit S.p.A."*, redatto ai sensi degli artt. 2501-*bis*, secondo comma, e 2501-*ter* del Codice Civile e approvato dagli organi amministrativi delle Società partecipanti alla Fusione in data 18 novembre 2019, che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione;
- Relazioni ai sensi degli artt. 2501-*bis*, comma 3, e dell'art. 2501-*quinquies*, del Codice Civile predisposte dagli organi amministrativi di Inwit e VOD Towers e approvate dagli stessi in data 18 novembre 2019, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico 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.

Il Rapporto di Cambio che propongono risulta compreso in tutti gli intervalli di valutazione descritti dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni ed è pari a n. 360.200.000 azioni Inwit di nuova emissione prive del valore nominale attribuite a VOD EU a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, della partecipazione pari al 56,6% che la stessa deterrà in VOD Towers alla Data del Closing. La restante quota del 43,4%, detenuta da Inwit a seguito dell'acquisto per un corrispettivo di Euro 2.140.000.000, sarà annullata senza concambio.

Non sono previsti conguagli in denaro, fermo restando quanto precisato con riferimento alla procedura di aggiustamento in funzione dell'ammontare, rispettivamente, dell'"Indebitamento Netto di VOD Towers", del "Capitale Circolante Netto di VOD Towers", dell'"Indebitamento Netto di Inwit"" e del "Capitale Circolante Netto di Inwit".

- le situazioni patrimoniali di riferimento e in particolare:
 - per la Società Incorporante, la situazione patrimoniale redatta alla data del 30 settembre 2019, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 novembre 2019;
 - per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-*quater*, secondo comma, del Codice Civile, la Situazione Patrimoniale di VOD Towers al 30 settembre 2019 approvata dal Consiglio di Amministrazione di VOD Towers in data 13 novembre 2019 e Stato Patrimoniale del Ramo d'Azienda Torri al 30 settembre 2019 di cui il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha preso atto in data 13 novembre 2019; la Situazione Patrimoniale al 30 settembre 2019 approvata consta del solo stato patrimoniale di VOD Towers (e non anche del conto economico e della nota integrativa), alla predetta data di riferimento, in coerenza col fatto che VOD Towers, sino alla data di efficacia della Scissione, sarà una società inattiva e, quindi, senza movimentazioni di conto economico;
- Relazione emessa dalla società di revisione PWC in data 18 novembre 2019 ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, del Codice Civile;
- File *excel* relativo al Piano *Combined* per gli anni 2019-2027;
- Inwit-Vodafone Towers *combined business plan independent business review* redatta da Analysys Mason e datata 25 luglio 2019;
- Documento di supporto al Consiglio di Amministrazione di Inwit del 26 luglio 2019 e redatto dal *management* di Inwit;
- Documento di supporto al Consiglio di Amministrazione di Inwit del 26 luglio 2019 e redatto dall'*Advisor* Mediobanca;
- Documento di *Back Up* per analisi di debito di Inwit del 24 settembre 2019 e redatto dal *management* di Inwit;
- Documento di supporto relativo al parere di congruità rilasciato al Comitato Parti Correlate di Inwit nell'ambito della prospettata operazione di aggregazione con VOD Tower redatto da Equita SIM S.p.A. in data 23 luglio 2019;
- *Commitment letter* sottoscritta tra Inwit ed un pool di banche in data 26 luglio 2019;
- Project Kramer - Vodafone Towers - documento di *Business Plan Stand alone* datato aprile 2019 e reso disponibile nella *data room* di Project Kramer il 30 aprile 2019 e redatto dal *management* di VOD;
- *Management Presentation & Stand-alone Business Plan* di Inwit e datato 3 maggio 2019;
- *Legal opinion* redatta dallo Studio Pedersoli ed indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Inwit in data 26 luglio 2019;
- *Vodafone Italia tower portfolio commercial due diligence report* redatta da Analysys Mason e datata 1 giugno 2019;
- *Final report - technical due diligence of Vodafone tower portfolio* redatta da Analysys Mason e datata 21 giugno 2019;
- *Due Diligence Report* redatto da Deloitte in relazione alla potenziale iniziativa di *cost sharing* tra TIM e Vodafone con particolare riferimento alla potenziale operazione di *business combination* delle infrastrutture passive di VOD ITA e di Inwit e datato 22 luglio 2019;
- *Financial Vendor Due Diligence* redatta da KPMG e relativa al *carve out* del ramo VOD Towers e datata 17 giugno 2019;
- *Financial e Tax Due Diligence* redatta da KPMG e relativa ad Inwit e datata 24 giugno 2019;

- *Fairness opinion* rilasciata da KPMG a VOD ITA del 25 luglio 2019 riguardante la vendita del ramo d'azienda VOD Towers a Inwit;
- Relazione rilasciata da KPMG Advisory S.p.A. a VOD Towers del Novembre 2019 riguardante l'analisi inerente la struttura finanziaria dell'entità risultante dalla fusione Inwit VOD Towers;
- Situazione Patrimoniale VOD Towers al 31 agosto 2019 e Stato Patrimoniale del Ramo d'Azienda Torri al 31 marzo 2019;
- Documento Informativo di Inwit relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, e relativo all'operazione di maggiore rilevanza, e datato 1 agosto 2019;
- Parere del Comitato Parti Correlate di Inwit del 26 luglio 2019 redatto ai sensi dell'art. 21 della Procedura OPC di Inwit e dell'art. 8 del Regolamento OPC con riferimento all'Operazione;
- *Fairness Opinion* di Mediobanca del 26 luglio 2019 rilasciata al Consiglio di Amministrazione di Inwit sulla congruità dal punto di vista finanziario del corrispettivo dell'operazione di integrazione con il Ramo Towers. Il documento di accompagnamento di tale *fairness opinion* agli atti di Inwit espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- Progetto di Scissione parziale proporzionale delle attività del *business* Torri di Vodafone Italia in VOD Towers datato 17 settembre 2019, che individua il perimetro relativo al *business* di VOD Towers;
- *Framework Agreement* sottoscritto fra le parti e datato 26 luglio 2019;
- Bozza del nuovo *Master Service Agreement*, completo di tutti gli allegati, come accluso al *Framework Agreement* che prevede, tra le altre, un impegno da parte di TIM e VOD ITA su nuovi siti, nuove *small cells outdoor* e nuove ospitalità sui siti esistenti;
- Bozza del *Passive Sharing*, come acclusa al *Framework Agreement*;
- *Assumption Book* datato 24 ottobre 2019 e relativo alle assunzioni sul Piano *Combined* incluso nel Progetto di Fusione;
- Nota del 15 novembre 2019 predisposta da un *Advisor* indipendente in tema di sostenibilità finanziaria del Piano *Combined* di Inwit, quale risultante per effetto della sua prospettata aggregazione con VOD Towers;
- Visure camerali ordinarie delle Società partecipanti alla Fusione;
- Informazioni supplementari acquisite mediante colloqui con il *management* delle Società partecipanti alla Fusione, oltre a elementi contabili e statistici e ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Il Progetto di Fusione, la Relazione degli Amministratori, il Piano *Combined* nonché tutta la documentazione sopra descritta ci sono stati consegnati dalle Società anche in bozza e in via anticipata rispetto alla data di approvazione da parte degli organi amministrativi, al fine di consentirci di svolgere e completare tutte le procedure necessarie alla predisposizione della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata e sottoscritta in data odierna, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Inwit, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle stime economico-finanziarie richiamate nel Progetto di Fusione, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi 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.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata e sottoscritta in data odierna, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di VOD Towers i dati messi a disposizione sono completi, autentici ed attendibili, e che le informazioni ivi contenute sono corrette ed esatte e che, per i profili di competenza degli Amministratori di VOD Towers, alla data della lettera di attestazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione ed agli altri elementi presi in considerazione.

Nello svolgimento del presente incarico, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni fornite e della ulteriore documentazione esaminata.

5. Stime economico-finanziarie, con indicazione delle risorse finanziarie destinate al soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione

5.1 Stime economico-finanziarie 2019-2027

Gli organi amministrativi, nel Progetto di Fusione, rappresentano che, pur non ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2501-bis del Codice Civile per l'applicazione delle disposizioni in tema di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, Inwit e VOD Towers hanno deciso di applicare su base volontaria la relativa disciplina dell'art. 2501-bis del Codice Civile tenuto conto della permanenza in capo alla Società Incorporante post Fusione del debito contratto per l'acquisto della Partecipazione di Minoranza in VOD Towers e dell'eventuale Distribuzione Straordinaria.

Pertanto, nella predisposizione della documentazione relativa alla Fusione, il *management* di Inwit ha predisposto, ed il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha approvato in esecuzione di quanto previsto al terzo comma del citato art. 2501-bis del Codice Civile, il Piano *Combined* che si basa sui piani 2019-2027 di Inwit e VOD Towers in una prospettiva *stand-alone*.

Il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers, nei limiti dei dati e delle informazioni in proprio possesso nonché delle restrizioni derivanti dalla disciplina *antitrust*, non avendo svolto, anche in considerazione delle predette restrizioni, verifiche o valutazioni autonome sul Piano *Combined* e sulle assunzioni elaborate dal *management* di Inwit alla base dello stesso, fermi restando gli impegni assunti da VOD ai sensi dei Contratti Commerciali, in data 18 novembre 2019 ha preso atto del Piano *Combined* ai fini della predisposizione della documentazione relativa alla Fusione.

Il Piano *Combined*, in particolare:

- assume quale riferimento di partenza la situazione economico-patrimoniale pro forma al 31 dicembre 2018, ossia una situazione in cui sono stati anticipati gli effetti dell'Operazione, fatta eccezione per quelli connessi al debito e agli impieghi delle risorse finanziarie di cui al successivo paragrafo 5.2. La situazione pro forma è stata elaborata a partire dal bilancio d'esercizio di Inwit chiuso al 31 dicembre 2018 e dalla situazione pro forma di VOD Towers al 31 dicembre 2018 (oggetto di *due diligence* da parte di KPMG Advisory S.p.A. e di analisi, su incarico e nell'interesse di Inwit, da parte di Deloitte Financial Advisory S.r.l.). In proposito, gli organi amministrativi di Inwit e VOD Towers, ciascuno in relazione all'andamento del proprio *business* di riferimento (rispettivamente, quello di Inwit e quello di VOD Towers post Scissione), segnalano che, alla data di approvazione del Progetto di Fusione, non risultano essere occorsi fatti di rilievo o significativi scostamenti rispetto alle attese;
- contiene le previsioni economico, patrimoniali e finanziarie per il periodo 2020-2027. Tali previsioni sono state sviluppate tenendo conto degli effetti dell'Operazione (la Data del Closing è stata ipotizzata nel 2020) e, quindi, anche delle sinergie che gli Amministratori prevedono possano realizzarsi a seguito della Fusione;
- riflette, nell'evoluzione attesa dei ricavi, dei costi e degli investimenti: (i) i contratti commerciali previsti nel *Framework Agreement* e che saranno sottoscritti tra Inwit e TIM e tra Inwit e VOD, relativamente al complesso dei servizi erogati a TIM e VOD, (ii) i contratti commerciali esistenti facenti capo ad Inwit e a VOD Towers, (iii) la stima dell'acquisizione di nuovi contratti di ospitalità nel corso del periodo del Piano *Combined*, in base ad una rigorosa selezione delle opportunità commerciali, seguendo ben precisi parametri di redditività e di generazione di cassa stabiliti come criteri guida per le future iniziative commerciali;
- assume, con specifico riguardo alla struttura finanziaria, di (i) procedere a rifinanziare, subito dopo la Data del Closing, la *Bridge Facility*, per sua natura di durata temporanea, con un finanziamento a medio-lungo termine (quale ad esempio uno o più prestiti obbligazionari, se più convenienti, e di maggior durata rispetto al *Bridge Facility*); e (ii) di rifinanziare, in prossimità della sua scadenza, il *Term Loan Facility* di Euro 1.000 milioni, coerentemente con l'obiettivo di mantenere una struttura finanziaria considerata efficiente (i.e. avendo cioè riguardo al costo medio ponderato del capitale);
- assume - valutata tra l'altro, da parte del Consiglio di Amministrazione di Inwit post fusione, la situazione di quest'ultima, il suo piano industriale, i flussi di cassa attesi, il suo rating e le opzioni strategiche disponibili - di proporre di distribuire un dividendo annuo di importo almeno pari all'80% dell'utile netto dell'anno precedente (al netto delle poste straordinarie).

Il Piano *Combined* è stato elaborato, secondo quanto indicato dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni, seguendo un approccio di tipo *bottom-up* tenendo conto dello sviluppo di *business* di INWIT e VOD Towers in una logica di *going concern*, con lo sviluppo di attività tradizionali (i.e. ospitalità di operatori mobile, FWA e altri), e di servizi innovativi quali, prevalentemente, *small cells*, FTTH, *Internet of Things* (“IoT”).

Il Piano *Combined* è stato predisposto dal *management* di Inwit ed approvato dagli Amministratori di Inwit sulla base dei medesimi criteri di rilevazione e misurazione previsti dagli *International Financial Reporting Standards* (“IFRS”) adottati per la redazione del bilancio d’esercizio di Inwit al 31 dicembre 2018 e della situazione patrimoniale pro forma di VOD Towers al 31 dicembre 2018, ad eccezione del trattamento contabile dei costi relativi all’accensione del debito finanziario verso terzi, prevista nell’esercizio 2020. Detti costi sono stati interamente spesi nel conto economico del Piano *Combined* nell’esercizio in cui si prevede siano sostenuti anziché portati a diretta riduzione del relativo debito finanziario verso terzi in accordo con la metodologia del costo ammortizzato. Gli Amministratori rilevano nelle rispettive Relazioni che tale rappresentazione contabile, seppur difforme dai criteri di rilevazione previsti dagli IFRS, non ha impatto sulla quantificazione dei flussi di cassa futuri attesi della società risultante dalla Fusione. I principi IFRS saranno adottati anche per la redazione del bilancio della società risultante dalla Fusione.

Il Piano *Combined* alloca interamente, in via provvisoria, ad avviamento la differenza fra valore attribuito nella transazione alla Società Incorporanda ed il valore contabile dei suoi *net asset*, in attesa di più puntuali valutazioni sulla eventuale allocazione di tale differenza ad altre attività e passività attraverso la procedura di *Purchase Price Allocation* prevista dall’IFRS3 - *Aggregazioni Aziendali*, da effettuarsi da parte della Società Incorporante una volta acquisite le relative informazioni di dettaglio. In linea con i principi contabili assunti, l’avviamento non è stato oggetto di ammortamento.

Inoltre, gli Amministratori evidenziano nelle rispettive Relazioni che il Piano *Combined* è redatto recependo gli effetti dell’IFRS 16.

Per completezza, gli Amministratori assumono che la Data del Closing sia il 30 giugno 2020, tuttavia i dati relativi al 2020 sono pro forma ipotizzando, a meri fini comparativi, che la Fusione sia avvenuta l’1 gennaio 2020 e pertanto dodici mesi di piena operatività di Inwit post Fusione.

Gli Amministratori rilevano nelle rispettive Relazioni che qualora la Fusione avvenisse in una data diversa la manifestazione temporale del Piano *Combined* potrebbe essere differente rispetto a quanto qui di seguito indicato.

Le principali grandezze economico-finanziarie assunte dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni sono di seguito riportati.

- I ricavi sono stati stimati:
 - per il 2020 in circa Euro 0,8 miliardi, di cui oltre l’80% garantiti da TIM e VOD;
 - in crescita sino al 2027 ad un tasso *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) compreso tra c. 5% e c. 7%;
- con riferimento all’EBITDA (come già specificato, tenuto conto dell’applicazione dell’IFRS 16):
 - nel 2020 è stimato dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni pari a Euro 0,7 miliardi, che si traduce in un margine sui ricavi del 90%;
 - la marginalità per il 2027 è prevista in linea o leggermente superiore al livello del 2020;
- gli investimenti sono di tre categorie (i) natura ricorrente, (ii) natura non ricorrente, e (iii) riferibili all’applicazione dell’IFRS 16:
 - gli investimenti ricorrenti (*maintenance capex*), prevalentemente riferiti ad attività di manutenzione, sono stimati pari a circa Euro 0,01 miliardi all’anno nel periodo di piano, in linea con i dati storici di Inwit e VOD Towers;
 - gli investimenti non ricorrenti (*growth capex*) si riferiscono prevalentemente ai costi di sviluppo dei nuovi servizi, quali ad esempio *small cells*, *Fiber To The Tower* (FTTH) e *Internet of Things* (IoT), sulla base degli investimenti unitari storicamente rilevati da Inwit e VOD Towers, e sono pari a Euro 0,2 miliardi nel 2020, previsti in riduzione al di sotto di Euro 0,1 miliardi nel 2027: nel caso specifico dei servizi FTTH, Inwit concederà a TIM e VOD il diritto d’uso delle fibre

ottiche posate per una durata pluriennale (c.d. “IRU”) ad un prezzo determinato sulla base di un margine massimo prestabilito da applicare al costo di realizzazione. Pertanto, a livello di flusso di cassa, nel primo anno Inwit sosterrà l’intero investimento, ma rileverà *upfront* l’intero incasso da TIM e VOD;

- le *capex* riferibili all’applicazione dell’IFRS 16 sono stimate nel range di Euro 0,1-0,2 miliardi all’anno nel periodo di piano;
- il Flusso di cassa operativo (nel seguito “FCO” calcolato come EBITDA - Variazione del capitale circolante netto - Variazione dei fondi - Investimenti e oneri finanziari relativi all’applicazione del principio contabile IFRS 16 - Variazioni delle passività finanziarie relative all’applicazione del principio contabile 16) è stimato:
 - nel 2020 pari a Euro 0,6 miliardi;
 - nel 2027 in percentuale compresa tra l’80% e l’85% dell’EBITDA;
- il *Recurring Free Cash Flow* (nel seguito “RFCF” calcolato come EBITDA - Tasse - Variazione del capitale circolante netto - Variazione dei fondi - Investimenti ricorrenti - Oneri finanziari - Investimenti e oneri finanziari relativi all’applicazione del principio contabile IFRS 16 - Variazioni delle passività finanziarie relative all’applicazione del principio contabile IFRS 16) è stimato:
 - nel 2020 pari a Euro 0,4 miliardi;
 - in crescita sino al 2027 ad un valore superiore a Euro 0,6 miliardi.

Il Piano *Combined* si basa, secondo quanto indicato dagli Amministratori nelle rispettive Relazioni, su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese dal *management* di Inwit e che includono, assunzioni di carattere generale e ipotetiche, relative ad eventi futuri; azioni del *management* che non necessariamente si verificheranno, ed eventi e azioni sui quali gli Amministratori di Inwit e il *management* non possono influire o possono, solo in parte, influire circa l’andamento delle principali grandezze patrimoniali ed economiche o di altri fattori che ne influenzano l’evoluzione, sopra richiamate e principalmente relative a:

- evoluzione dell’inflazione: gli Amministratori ricordano nelle rispettive Relazioni che, nella maggior parte dei casi, l’evoluzione annuale dei ricavi contrattualizzati di Inwit e VOD Towers è indicizzata all’inflazione;
- evoluzione dei segmenti di mercato relativi a *Mobile (5G)*, *Fixed Wireless Access (FWA)* e *Internet of Things (IoT)* in termini di dimensione, sviluppo e temporalità così come riflessa nel Piano *Combined*;
- incremento della quota di ricavi diversi da quelli derivanti dai *Master Service Agreement* che saranno sottoscritti con TIM e VOD alla Data del Closing;
- sviluppo di nuove tecnologie rispetto a quelle fattorizzate nel Piano *Combined*, seppur allo stato difficilmente prevedibile da parte degli Amministratori;
- rinegoziazione dei principali termini e condizioni alla scadenza dei contratti di locazione passiva;
- capacità di Inwit post Fusione di procedere a rifinanziare, nell’orizzonte temporale del Piano *Combined*, il *Bridge Facility* e il *Term Loan Facility* con altre forme di finanziamento a medio-lungo termine, coerentemente con l’obiettivo di mantenere una struttura finanziaria considerata efficiente;
- eventuale peggioramento del contesto economico internazionale con eventuali impatti sugli investimenti non ricorrenti sostenuti da Inwit;
- potenziale perdita di volume d’affari a seguito di mancato rinnovo degli accordi commerciali in essere tra Inwit e i propri clienti o rinegoziazione dei principali termini e condizioni degli stessi alla relativa scadenza;
- mancata materializzazione delle opportunità di investimento identificate nel Piano *Combined*;
- ritorni degli investimenti inferiori rispetto a quanto ipotizzato nel Piano *Combined*;
- variazione del mix dei servizi garantiti, compatibilmente con quanto previsto dagli accordi contrattuali (i.e. purché i flussi economico-finanziari associati a tale nuovo mix dei servizi garantiti siano in grado di mantenere inalterato il proprio valore attuale netto per Inwit).

Gli Amministratori tuttavia evidenziano nelle rispettive Relazioni 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 valori consuntivi e valori preventivati nel Piano *Combined* potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle soprarichiamate assunzioni si manifestassero.

Si riporta di seguito le variabili chiave del Piano *Combined*:

(in miliardi di Euro eccetto le percentuali)	2020PF ⁽¹⁾	2027E	CAGR 2020PF-2027E
Ricavi	0,8		+5% - 7%
EBITDA ⁽²⁾	0,7		+5% - 7%
EBITDA <i>margin</i> ⁽²⁾	90%	In linea o leggermente superiore al livello del 2020	
Investimenti ricorrenti (<i>maintenance capex</i>)	0,01	In linea al livello del 2020	
Investimenti non ricorrenti (<i>growth capex</i>)	0,2	Inferiori a €0,1 mld	
Flusso di cassa operativo (FCO) ⁽³⁾	0,6	FCO in percentuale dell'EBITDA: 80% - 85%	
<i>Recurring Free Cash Flow</i> ⁽⁴⁾	0,4	Superiore a €0,6 mld	

Note: (1) I dati relativi al 2020 sono pro forma ipotizzando, a meri fini illustrativi, che la Fusione sia avvenuta il 1 gennaio 2020; (2) EBITDA rappresentato ante costi della transazione; (3) Calcolato come EBITDA - Variazione del capitale circolante netto - Variazione dei fondi - Investimenti e oneri finanziari relativi all'applicazione del principio contabile IFRS 16 - Variazioni delle passività finanziarie relative all'applicazione del principio contabile IFRS 16; (4) Calcolato come EBITDA - Tasse - Variazione del capitale circolante netto - Variazione dei fondi - Investimenti ricorrenti - Oneri finanziari - Investimenti e oneri finanziari relativi all'applicazione del principio contabile IFRS 16 - Variazioni delle passività finanziarie relative all'applicazione del principio contabile IFRS 16.

5.2 Struttura dell'indebitamento della Società risultante dalla Fusione

Al fine di realizzare l'Operazione, ivi inclusi l'acquisto della Partecipazione di Minoranza in VOD Towers e l'eventuale Distribuzione Straordinaria, alla Data del Closing, Inwit sottoscriverà con le Banche il contratto relativo al Finanziamento che sarà erogato in pari data e i cui principali termini e condizioni sono riflessi nella *commitment letter* sottoscritta tra Inwit e le predette Banche in data 26 luglio 2019.

Inwit, sulla base dell'andamento del Piano *Combined*, ha stimato di ricorrere a risorse, pari a complessivi Euro 2.970 milioni, raccolte mediante il ricorso al Finanziamento. In particolare, da un punto di vista sostanzial, le risorse finanziarie a servizio dell'Operazione verrebbero così raccolte:

- (i) Euro 1.500 milioni attraverso una linea temporanea, c.d. *Bridge Facility*, della durata di 18 mesi, eventualmente estendibile di ulteriori 6 mesi, rimborsabile interamente alla scadenza, ad un tasso pari a Euribor incrementato di uno Spread (90-270 bps in funzione della durata della facility, con un valore iniziale di 90 bps);
- (ii) Euro 1.000 milioni attraverso una linea a lungo termine, c.d. *Term Loan Facility*, della durata di 5 anni, rimborsabile interamente alla scadenza, ad un tasso pari a Euribor, incrementato di uno Spread (100-275 bps in funzione del Leverage Ratio, con un valore iniziale di 155 bps);
- (iii) ulteriori Euro 470 milioni attraverso una linea c.d. *Revolving Credit Facility* di Euro 500 milioni, con durata quinquennale, e con un tasso pari all'Euribor incrementato di uno Spread (70 - 245bps in funzione del Leverage Ratio, con un valore iniziale di 125bps).

In base a quanto previsto dalla *commitment letter*, i contratti che disciplineranno il Finanziamento prevederanno l'obbligo, a partire dal 31 dicembre 2020, di rispettare un rapporto *Total Net Debt/EBITDA* non superiore a 7,0x, con verifiche semestrali.

Per quanto concerne i possibili utilizzi: le *Bridge Facility*, il *Term Loan Facility* e la *Revolving Credit Facility* prevedono: (i) il finanziamento ai fini dell'acquisizione della Partecipazione di Minoranza in VOD Towers e ogni relativo costo/fee; (ii) la Distribuzione Straordinaria; (iii) il rifinanziamento di eventuali debiti pregressi di Inwit e (iv) finanziare eventuali esigenze di cassa.

Il costo del debito di Inwit post Fusione, a seguito dell'utilizzo sopra descritto delle facility bancarie, è atteso essere compreso tra 1,5% e 1,7%, sulla base agli attuali livelli dei tassi d'interesse e a seconda della tempistica di rifinanziamento della *Bridge Facility*.

Gli Amministratori di Inwit prevedono, come riflesso nel Piano *Combined*, di avere alla data del 31 dicembre 2020 (ipotizzando la Data del Closing al 30 giugno 2020) un indebitamento finanziario pari a Euro 4 miliardi, come evidenziato dalla tabella riportata in seguito (che indica l'indebitamento finanziario stimato a fine 2020, post Fusione). A tal riguardo, gli stessi Amministratori evidenziano nelle rispettive Relazioni che:

- la *Bridge Facility* viene rappresentata prudenzialmente in qualità di quota corrente del debito verso le banche e pertanto assumendo il rifinanziamento in una data successiva al 31 dicembre 2020. Tuttavia, come sopra descritto, Inwit intende procedere a rifinanziare, subito dopo la Data del Closing, la *Bridge Facility*, per sua natura di durata temporanea, con un finanziamento a medio-lungo termine; analogamente, subito dopo la Data del Closing, Inwit intende rimborsare, in tutto o in parte, l'utilizzo della *Revolving Credit Facility* tramite accensione di un finanziamento a medio-lungo termine;
- le passività per locazioni finanziarie, si evidenzia che sono principalmente relative all'adozione del principio contabile IFRS16.

(in miliardi di Euro)	2020E
Debiti verso Banche	2,9
- di cui corrente	1,9
- di cui non corrente	1,0
Passività per locazione finanziarie e altri debiti finanziari	1,1
Indebitamento Finanziario Netto	4,0

5.3 Risorse finanziarie e sostenibilità del Piano *Combined* della Società Risultante dalla Fusione

Il Consiglio di Amministrazione di Inwit ritiene che la Società Incorporante post Fusione sarà in grado di soddisfare le obbligazioni derivanti dalla Fusione con le risorse che si prevede verranno generate dalla stessa così come previste nel Piano *Combined* - oggetto di una specifica *independent business review* condotta da Analysys Mason - nonché attraverso il ricorso al mercato obbligazionario e al mercato bancario per rifinanziare la *Bridge Facility* e rimborsare la *Revolving Credit Facility*.

Con riferimento alle risorse che si prevede verranno generate dalla Società Incorporante post Fusione gli Amministratori rilevano nelle rispettive Relazioni che:

- la Società Incorporante post Fusione è attesa generare stabili flussi di reddito e di cassa, flussi che rimarrebbero consistenti, ancorché inferiori, anche in presenza eventuali scenari peggiorativi analizzati nelle Analisi di Sensitività descritte in seguito;
- le risorse di cassa cumulativamente attese nel Piano *Combined*, prima della distribuzione di dividendi, decisa dagli Amministratori tempo per tempo in carica, arrivano a quasi eguagliare l'ammontare di debito contratto per realizzare l'Operazione e consentono un drastico ridimensionamento dello stesso anche nelle Analisi di Sensitività;
- come noto, tali risorse sono disponibili per impieghi, talvolta complementari, talvolta alternativi, quali il rimborso di eventuali finanziamenti in scadenza, la distribuzione di dividendi, lo sviluppo di

operazioni straordinarie, e così via. A questo proposito gli Amministratori anticipano che la verifica è stata condotta nella sola prospettiva ex ante assumibile dal Consiglio di Amministrazione di Inwit del 18 novembre 2019 ossia quella di verificare se tali risorse, prima di un loro futuro ed eventuale diverso utilizzo, siano sufficienti ad assicurare la sostenibilità del debito.

Come descritto in precedenza la *Bridge Facility* di Euro 1.500 milioni ha una durata di 18 mesi, eventualmente estendibile di ulteriori 6 mesi, rimborsabile interamente alla scadenza. Inwit prevede di rifinanziare la *Bridge Facility* ricorrendo direttamente al mercato obbligazionario in modo da diversificare le proprie fonti di finanziamento ed ottenere il miglior mix di scadenza e costi. Coerentemente con la natura temporanea della facility in questione, Inwit prevede di rifinanziare tale linea di credito nella prima finestra di mercato utile dopo la Data del Closing.

Nella tabella che segue gli Amministratori rappresentano l'evoluzione dei flussi finanziari attesi (sia generati, sia assorbiti) nel Piano *Combined*, che consente una valutazione sulla prospettata capacità in capo a Inwit post Fusione di adempiere alle obbligazioni risultanti dall'Operazione ex art. 2501-bis, comma 2, del Codice Civile, ivi incluse quelle derivanti dal Finanziamento, tenuto conto di un'ipotesi di politica di remunerazione degli azionisti che si pone l'obiettivo di una distribuzione di dividendi pari a circa l'80% degli utili netti attesi in ciascun esercizio.

(in miliardi di Euro)	2020E 6 mesi ⁽²⁾	2023E ⁽³⁾	2027 ⁽⁴⁾
Flusso di cassa operativo cumulato (al netto delle tasse) ⁽¹⁾	0,2	1,7	4,3
Capex cumulate	(0,1)	(0,7)	(1,1)
Cash Flow cumulato a servizio del debito	0,0	1,0	3,2
Oneri finanziari cumulati	(0,0)	(0,2)	(0,4)
Accensione/(rimborso) finanziamenti cumulati	(0,0)	(0,1)	(0,5)
FCFE cumulato	(0,0)	0,7	2,3
Dividendi ordinari cumulati	-	(0,7)	(2,1)
Cash Flow cumulato	-	-	0,2
Indebitamento Finanziario Netto/EBITDA	5,7x	4,2x	3,0x

Note: (1) Calcolato come EBITDA - Variazione del capitale circolante netto - Variazione dei fondi - Investimenti e oneri finanziari relativi all'applicazione del principio contabile IFRS 16 - Variazioni delle passività finanziarie relative all'applicazione del principio contabile IFRS 16 - Tasse; (2) Si segnala che la Data del Closing è stata ipotizzata al 30 giugno 2020. Dati cumulati da giugno 2020 a dicembre 2020; (3) Dati cumulati da giugno 2020 a dicembre 2023; (4) Dati cumulati da giugno 2020 a dicembre 2027.

Con particolare riferimento alla menzionata politica di distribuzione dei dividendi post Fusione, gli Amministratori ricordano nelle rispettive Relazioni che - ai sensi dell'accordo parasociale, allegato al *Framework Agreement*, che TIM e VOD EU si sono impegnate a sottoscrivere alla Data del Closing (i cui contenuti essenziali sono già stati pubblicati ai sensi dell'art. 122 TUF e dell'art. 130 Regolamento Emittenti) - è previsto che, "previa decisione del Consiglio di Amministrazione di Inwit che terrà conto, tra l'altro, del piano industriale di Inwit, delle aspettative di crescita e generazione di cassa, delle considerazioni relative al rating e delle opzioni strategiche disponibili, TIM e VOD EU convengono che Inwit avrà l'obiettivo di distribuire un dividendo annuo corrispondente ad almeno l'80% dell'utile netto di esercizio (rettificato per le poste una tantum e straordinarie)".

La verifica da parte di Inwit della propria capacità, quale Società Incorporante di rimborsare il debito contratto alle scadenze prestabilite, svolta anche con l'ausilio di propri primari *Advisors* indipendenti, si è fondata, oltre che sul Piano *Combined* (c.d. scenario base), su scenari alternativi peggiorativi che simulano il mancato raggiungimento, in percentuali anche rilevanti, degli obiettivi di:

- Sviluppo delle *Small Cells*;
- Ricavi da locazione dei macro siti connessi ai *tenants* diversi da TIM e Vodafone;
- Progressiva rinegoziazione ed efficientamento dei *ground lease*.

Inoltre è stato sviluppato uno scenario di *stress test* considerato di più improbabile accadimento nel quale vengono combinati i tre effetti peggiorativi ipotizzandoli come contemporaneamente verificati.

La verifica della sostenibilità finanziaria del debito contratto ha riguardato anche il rispetto di uno dei più diffusi rapporti che esprimono la base di calcolo dei *financial covenants* nei contratti di finanziamento, i.e. il rapporto tra Indebitamento Finanziario Netto ed EBITDA. In tutti gli scenari (nello scenario base e negli scenari alternativi stressati) il ratio mostra livelli soddisfacenti. Di seguito viene fornito il dettaglio:

	Cash Flow cumulato a servizio del debito			Indebitamento finanziario netto/EBITDA		
	(in Euro Mld)	2023E	2027E	(X)	2023E	2027E
Small Cells	100%	1,0	3,2	100%	4,2x	3,0x
	75%	1,0	3,1	75%	4,3x	3,1x
	63%	1,0	3,1	63%	4,3x	3,1x
	50%	1,0	3,1	50%	4,4x	3,2x
Ricavi 3rd party	100%	1,0	3,2	100%	4,2x	3,0x
	75%	1,0	3,0	75%	4,3x	3,1x
	63%	1,0	3,0	63%	4,4x	3,1x
	50%	0,9	2,9	50%	4,4x	3,2x
Ground lease	100%	1,0	3,2	100%	4,2x	3,0x
	75%	1,0	3,1	75%	4,2x	3,0x
	50%	1,0	3,1	50%	4,2x	3,0x
	25%	1,0	3,1	25%	4,3x	3,1x
Stress test		0,9	2,7		4,8x	3,6x

Alla luce di quanto sopra anche nello scenario di *stress test*, considerato dagli Amministratori di più improbabile accadimento e nel quale vengono combinati i tre effetti peggiorativi ipotizzandoli come contemporaneamente verificati, Inwit è stimata dagli stessi Amministratori essere in grado di generare Euro 2.7 miliardi di *cash flow* cumulato a servizio del debito, raggiungendo un indebitamento di 3,6x EBITDA a fine Piano *Combined*.

6. Metodologie di Valutazione Adottate dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

6.1 Situazioni Patrimoniali di Fusione

Il Progetto di Fusione assume, a norma dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, quale situazione patrimoniale di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, (a) per Inwit la situazione infrannuale al 30 settembre 2019 che è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di Inwit in data 5 novembre 2019 e (b) per VOD Towers la Situazione Patrimoniale di VOD Towers al 30 settembre 2019 approvata dal Consiglio di Amministrazione di VOD Towers in data 13 novembre 2019 e Stato Patrimoniale del Ramo d'Azienda Torri al 30 settembre 2019 di cui il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha preso atto in data 13 novembre 2019; la Situazione Patrimoniale al 30 settembre 2019 approvata consta del solo stato patrimoniale di VOD Towers (e non anche del conto economico e della nota integrativa), alla predetta data di riferimento, in coerenza col fatto che VOD Towers, sino alla data di efficacia della Scissione, sarà una società inattiva e, quindi, senza movimentazioni di conto economico.

6.2 Il Rapporto di Cambio e i valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione

Il Rapporto di Cambio, già stabilito nel *Framework Agreement* (che, come detto, definisce gli impegni di Inwit, TIM, VOD EU e VOD in relazione all'Operazione), è stato determinato dai Consigli di Amministrazione di Inwit e di VOD Towers a seguito di una ponderata valutazione effettuata, nel contesto della negoziazione dell'intera Operazione, dalle parti del *Framework Agreement*, ivi incluse, da una parte, Inwit e TIM quale socio di controllo della stessa, e, dall'altra parte, VOD (in quanto titolare del Ramo Towers) e VOD EU, quale socio unico di VOD nonché della costituenda VOD Towers, tenendo conto della natura dell'Operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti nel settore di riferimento ed adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società Partecipante alla Fusione.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Inwit, già in occasione della discussione e approvazione del *Framework Agreement*, si è avvalso della relazione predisposta dall'*Advisor* finanziario Mediobanca rilasciata in data 26 luglio 2019 che ha fornito un'opinione in merito alla congruità dal punto di vista finanziario, c.d. "*fairness opinion*" dell'operazione e, nello specifico, del Rapporto di Cambio. La predetta "*fairness opinion*" ha concluso per la congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio proposto.

Gli Amministratori rinviavano altresì al contenuto della *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio, rilasciata da Equita SIM in data 26 luglio 2019 acclusa al parere del Comitato Operazione Parti Correlate ("Comitato OPC") che è a sua volta allegato al Documento Informativo, di cui il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha altresì tenuto conto nella valutazione del Rapporto di Cambio.

In seguito alla costituzione di VOD Towers da parte di VOD EU, il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha preso atto del *Framework Agreement* deliberando formalmente l'adesione allo stesso - come previsto nello stesso *Framework Agreement* - e dunque di procedere all'esecuzione del medesimo.

A tale proposito, anche ai fini della predisposizione della documentazione relativa alla Fusione e in particolare della Relazione degli Amministratori (e tenuto conto che il proprio unico socio, VOD EU, è parte del *Framework Agreement* e quindi ha già approvato tutti i termini e le condizioni della Operazione ivi incluso il Rapporto di Cambio), il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha potuto prendere atto e avvalersi della *fairness opinion*, predisposta dall'*Advisor* finanziario KPMG Advisory S.p.A. in data 25 luglio 2019, su incarico e nell'interesse del Gruppo Vodafone (e in particolare di VOD e VOD EU nel contesto e ai fini dell'approvazione dell'Operazione), sulla congruità dell'Operazione e, nello specifico, delle valutazioni fatte ai fini della compravendita e, quindi, della Fusione. Sulla base di tale *fairness opinion*, nonché tenuto conto delle previsioni del *Framework Agreement*, quindi, il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha approvato il Progetto di Fusione ivi incluso il Rapporto di Cambio.

6.3 Il Rapporto di Cambio e le metodologie di valutazione utilizzate ai fini della relativa determinazione

Il Rapporto di Cambio - che a parere degli Amministratori di Inwit risulta compreso in tutti gli intervalli di valutazione descritti nel paragrafo 6.4 - è pari a n. 360.200.000 azioni Inwit di nuova emissione prive del valore nominale attribuite a VOD EU a fronte dell'annullamento, in sede di concambio, della partecipazione pari al 56,6% che la stessa deterrà in VOD Towers alla Data del Closing. La restante quota del 43,4%, detenuta da Inwit a seguito dell'acquisto per un corrispettivo di Euro 2.140.000.000, sarà annullata senza concambio.

Non sono previsti conguagli in denaro, fermo restando quanto precisato con riferimento alla procedura di aggiustamento in funzione dell'ammontare, rispettivamente, dell'"Indebitamento Netto di VOD Towers", del "Capitale Circolante Netto di VOD Towers", dell'"Indebitamento Netto di Inwit" e del "Capitale Circolante Netto di Inwit".

Il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha approvato il Rapporto di Cambio a seguito di una ragionata e approfondita valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione, condotta adottando metodi valutativi comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, in operazioni similari e per imprese operanti nel medesimo settore.

Il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha approvato il Rapporto di Cambio facendo proprie le ragionate e approfondite valutazioni delle Società Partecipanti alla Fusione già svolte dalle parti del *Framework Agreement* e, in particolare, dalla controllante VOD EU e dalla collegata VOD.

Nella predetta valutazione gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione hanno tenuto anche conto del fatto che l'Operazione prevede, alla Data del Closing, la sottoscrizione di un nuovo *Master Service Agreement* con TIM (i.e., TIM MSA) e di un *Master Service Agreement* con VOD (i.e., VOD MSA) con contenuti sostanzialmente analoghi.

Tra le modifiche più rilevanti che sono state apportate rispetto al *Master Service Agreement* attualmente in essere con TIM e che sono riflesse nel VOD MSA - e di cui si è tenuto conto nella valutazione - gli Amministratori segnalano nelle rispettive Relazioni: (i) l'estensione su base nazionale dell'attuale accordo di condivisione delle infrastrutture passive di rete tra TIM e VOD in zone rurali; (ii) l'impegno da parte di TIM e VOD ad acquistare da Inwit determinati servizi (nuovi siti, nuove small cells outdoor e nuove ospitalità su siti esistenti) e (iii) la facoltà di recesso di TIM e VOD rispettivamente su 290 siti ciascuno in 8 anni.

Tali disposizioni consentono di accelerare il raggiungimento di determinati obiettivi gestionali rispetto alle due entità su base *stand-alone* così come illustrato nella presentazione al mercato dell'Operazione in data 26 luglio 2019.

Nell'ambito della valutazione gli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione segnalano che si è tenuto conto altresì dell'impatto positivo derivante dall'ottimizzazione della struttura finanziaria di Inwit che l'Operazione comporta.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha tenuto conto delle considerazioni valutative svolte da Mediobanca e riportate nella relativa *fairness opinion*, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni conclusive. Inoltre, nell'ambito della discussione consiliare che ha preceduto l'approvazione del *Framework Agreement*, il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha preso altresì atto dei contenuti del Parere di Equita in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Infine, come detto, il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha tenuto conto delle considerazioni valutative svolte da KPMG Advisory e riportate nella relativa *fairness opinion* del 25 luglio 2019 già resa disponibile a VOD e VOD EU nel contesto e ai fini dell'approvazione dell'Operazione da parte delle stesse.

▪ Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori di Inwit

Ai fini della Fusione, coerentemente con quanto avviene in operazioni similari, i valori delle Società Partecipanti alla Fusione sono stati determinati dagli Amministratori di Inwit nella propria Relazione in ipotesi di continuità aziendale e di condizioni "normali" di funzionamento delle stesse, nonché in ottica c.d. "*stand alone*", vale a dire sulla base dell'attuale configurazione - ivi incluso il fatto che siano in grado di mantenere i propri contratti di ospitalità attiva e passiva - e delle prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione autonomamente considerate e senza tenere conto delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione medesima.

La scelta delle metodologie di valutazione e delle relative modalità di applicazione è stata effettuata attribuendo primaria importanza ai fondamentali requisiti di omogeneità e confrontabilità delle stesse. Il principio metodologico adottato, coerentemente con quanto avviene in operazioni similari, è quello delle stime di valore relativo, che si focalizza non sulla determinazione dei valori economici assoluti delle società coinvolte nella fusione, bensì sul conseguimento di valori tra loro confrontabili, al fine di individuare rapporti di cambio che risultino congrui.

Tali valutazioni non possono considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame. Le valutazioni su base *stand alone*, inoltre, riflettono la situazione esistente e le prospettive future delle società considerate in maniera indipendente, trascurando gli effetti e gli impatti della Fusione, ivi incluse le sinergie conseguibili e i relativi eventuali costi straordinari.

Tenuto conto delle informazioni disponibili, delle finalità della valutazione in oggetto, della prassi valutativa in linea con gli *standard* nazionali e internazionali, delle caratteristiche proprie di Inwit e VOD Towers per loro natura molto simili, della tipologia di operatività, del mercato di riferimento in cui le stesse operano, e considerando lo status di società non quotata di VOD Towers, i metodi di valutazione individuati dagli Amministratori di Inwit e riportati nella propria Relazione sono:

- il metodo dei Multipli di Mercato; e
- il metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF").

Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società

comparabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione del criterio si calcolano una serie di rapporti fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuitole dal mercato.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato ha comportato le seguenti fasi:

- 1) Individuazione delle società comparabili alle Società Partecipanti alla Fusione.

Inwit e VOD Towers per loro natura sono società molto simili. In particolare le due società operano nel medesimo settore, hanno un numero di torri pressoché identico (circa 11.000 siti ciascuna), un *tenancy ratio Mobile Network Operator* (MNO) - ovvero il rapporto tra il numero di ospitalità degli MNO ed il numero di torri - molto simile (1.64x per Inwit e 1.59x per VOD Towers).

Inoltre entrambe operano esclusivamente in Italia e non presentano esposizione al segmento *broadcasting*. Tali caratteristiche, unite al fatto che i *carve-out financial* e le proiezioni economico finanziarie *stand alone* di VOD Towers sono stati costruiti sulla base di un *Master Service Agreement* tra VOD e VOD Towers speculari a quello di TIM con Inwit fanno sì che le società abbiano grandezze economiche e profili di crescita pressoché identici.

Tenuto conto di tale forte comparabilità la società di riferimento per la valutazione di VOD Towers è stata individuata in Inwit.

Ai fini della valutazione del Rapporto di Cambio il valore di Inwit ottenuto a diversi prezzi di borsa e *target price* degli analisti di ricerca prima e dopo l'annuncio dell'Operazione al mercato in data 21 febbraio 2019 è stato confrontato con il valore di VOD Towers ottenuto applicando i corrispondenti multipli di Inwit.

Le Società Partecipanti alla Fusione sono state altresì confrontate con un selezionato campione di *TowerCo*. Posta l'importanza di assicurare, per quanto possibile, condizioni di comparabilità tra le società oggetto di valutazione e quelle incluse nel campione di riferimento, le analisi svolte hanno condotto anzitutto alla selezione di un campione di riferimento ottenuto escludendo dal medesimo le *TowerCo* con un'esposizione verso il segmento *broadcasting*.

Tali criteri hanno portato alla selezione di un campione composto dalle seguenti società: American Tower, Crown Castle e SBA.

- 2) Scelta dei moltiplicatori utilizzati.

Coerentemente con la prassi prevalente in relazione a valutazioni condotte nel settore torri, in cui operano le Società Partecipanti alla Fusione, gli Amministratori di Inwit hanno adottato i moltiplicatori *Enterprise Value/EBITDA* (EV/EBITDA) e *Equity Value/RFCF* (Eq.V/RFCF).

I multipli sono stati calcolati con riferimento al periodo 2018-2020.

I multipli individuati sono stati applicati ai corrispondenti valori di EBITDA e RFCF delle Società Partecipanti alla Fusione.

Metodo del Discounted Cash Flow

Il *Discounted Cash Flow* rappresenta una metodologia analitica ed appartiene alla famiglia dei metodi di valutazione di tipo finanziario. Tale metodo permette di valutare le specifiche prospettive di crescita a medio-lungo termine della società oggetto di valutazione indipendentemente dal sentiment del mercato borsistico, ma tenuto conto del piano di sviluppo della società stessa e delle prospettive di crescita del *business* in cui opera.

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 futuri, generati dall'impresa, tenuto conto del valore a scadenza dell'impresa stessa (*Terminal Value* o TV).

La valutazione è basata sulla seguente formula:

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

Dove:

- FCFF = *Unlevered operating free cash flow* annuale atteso nel periodo i
- n = numero anni previsionali
- WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

Il valore dell'azienda (*Equity Value*) è quindi determinato sottraendo all'EV l'ammontare del debito nonché altri *adjustment* non operativi al tempo t=0.

Nell'applicazione del DCF gli Amministratori di Inwit hanno determinato i costi medi ponderati del capitale (WACC) delle singole Società Partecipanti alla Fusione, sulla base dei quali sono stati scontati sia i flussi di cassa del *business plan* sia il valore terminale, determinato sulla base del flusso di cassa normalizzato oltre il periodo esplicito di piano per entrambe le Società Partecipanti alla Fusione.

$$WACC = K_D(1-t) \times \left(\frac{D}{D+E} \right) + K_E \times \left(\frac{E}{D+E} \right)$$

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, al netto dell'effetto fiscale. D'altra parte il costo dell'*Equity* rappresenta il ritorno atteso dall'investitore e tiene conto del rischio associato all'investimento calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* secondo la seguente formula:

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

Dove:

- rf = tasso atteso di ritorno di un investimento privo di rischio
- β = coefficiente che misura la correlazione tra il ritorno atteso dall'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)

▪ Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori di VOD Towers

Ai fini della Fusione, coerentemente con quanto avviene in operazioni similari, i valori delle Società Partecipanti alla Fusione sono stati determinati in ipotesi di continuità aziendale e di condizioni "normali" di funzionamento delle stesse, nonché in ottica c.d. "*stand alone*", vale a dire sulla base dell'attuale configurazione - ivi incluso il fatto che siano in grado di mantenere i propri contratti di ospitalità attiva e passiva - e delle prospettive future delle Società Partecipanti alla Fusione autonomamente considerate e senza tenere conto delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione medesima.

La scelta delle metodologie di valutazione e delle relative modalità di applicazione è stata effettuata attribuendo primaria importanza ai fondamentali requisiti di omogeneità e confrontabilità delle stesse. Il principio metodologico adottato, coerentemente con quanto avviene in operazioni similari, è quello delle stime di valore relativo, che si focalizza non sulla determinazione dei valori economici assoluti delle società coinvolte nella fusione, bensì sul conseguimento di valori tra loro confrontabili, al fine di individuare rapporti di cambio che risultino congrui.

Tenuto conto delle informazioni disponibili, delle finalità della valutazione in oggetto, della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali e internazionali, delle caratteristiche proprie di Inwit e VOD Towers per loro natura molto simili, della tipologia di operatività, del mercato di riferimento in cui le stesse operano, e considerando lo status di società non quotata di VOD Towers, i metodi di valutazione considerati più significativi dagli Amministratori di VOD Towers nella propria Relazione sono:

- il metodo dei Multipli di Borsa;
- il metodo dei Multipli da operazioni comparabili.

Metodo dei Multipli di Borsa

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione del criterio si calcolano una serie di rapporti fra il valore di Borsa e l'EBITDA delle società del campione. La media dei rapporti così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa ha comportato le seguenti fasi:

1) *Individuazione delle società comparabili alle Società Partecipanti alla Fusione.*

È stato selezionato un panel di società che, per oggetto del *business*, risultano comparabili a VOD Towers e Inwit. Tale panel comprende società europee e statunitensi.

In particolare, a livello europeo, si è deciso di includere nel *panel* Inwit (per la sola valutazione di VOD Towers) e Cellnex.

Inwit e VOD Towers per loro natura sono società molto simili. In particolare le due società operano nel medesimo settore, hanno un numero di torri pressoché identico (circa 11.000 siti ciascuna), una *tenancy ratio* MNO - ovvero il rapporto tra il numero di ospitalità degli MNO ed il numero di torri - molto simile (1.64x per Inwit e 1.59x per VOD Towers).

Inoltre entrambe operano esclusivamente in Italia e non presentano esposizione al segmento *broadcasting*. Tali caratteristiche, unite al fatto che i *carve-out financial* e le proiezioni economico-finanziarie *stand alone* di VOD Towers sono stati costruiti sulla base di un *Master Service Agreement* tra VOD e VOD Towers specularmente a quello di TIM con Inwit fanno sì che le società abbiano grandezze economiche e profili di crescita pressoché identici.

Similmente, anche Cellnex risulta allineata al *business* di VOD Towers e Inwit, anche in considerazione della rilevante presenza sul mercato italiano.

Il panel include anche un selezionato campione di TowerCo US. Posta l'importanza di assicurare, per quanto possibile, condizioni di comparabilità tra le società oggetto di valutazione e quelle incluse nel campione di riferimento, le analisi svolte hanno condotto anzitutto alla selezione di un campione di riferimento ottenuto escludendo dal medesimo le TowerCo con un'esposizione verso il segmento *broadcasting*.

Tali criteri hanno portato alla selezione di un campione composto dalle seguenti società: American Tower, Crown Castle e SBA.

2) *Scelta dei moltiplicatori utilizzati.*

Coerentemente con la prassi prevalente in relazione a valutazioni condotte nel settore torri, in cui operano le Società Partecipanti alla Fusione, si è adottato il moltiplicatore *Enterprise Value/EBITDA* (EV/EBITDA).

I multipli sono stati calcolati con riferimento al periodo 2019-2021.

I multipli individuati sono stati applicati al corrispondente valore di EBITDA di VOD Towers e Inwit.

Metodo dei Multipli da operazioni comparabili

Il metodo dei Multipli da operazioni comparabili è basato sull'analisi di recenti operazioni M&A aventi ad oggetto partecipazioni in società comparabili alle Società Partecipanti alla Fusione.

Analogamente a quanto effettuato per il Metodo dei Multipli di Borsa, sono stati calcolati i rapporti fra l'*Enterprise Value* implicito nelle operazioni e l'EBITDA delle società oggetto di acquisto (*Enterprise Value/EBITDA*). La media dei rapporti così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali della azienda

oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuito dal mercato.

Le operazioni comparabili individuate si riferiscono ad operazioni di acquisto di quote di maggioranza o minoranza effettuate in Europa nel periodo temporale 2014-2019.

I multipli sono stati applicati all'EBITDA pro-forma 2018 di VOD Towers.

6.4 Risultati delle valutazioni effettuate dagli Amministratori di Inwit

La tabella sottostante riporta, per ciascuna metodologia di valutazione utilizzata l'intervallo del numero di azioni Inwit da attribuire a VOD EU a fronte dell'annullamento della partecipazione pari al 56,6% che la stessa deterrà in VOD Towers alla Data del Closing.

Metodologia di Valutazione		Milioni di azioni Inwit a fronte del 56,6% di VOD Towers	
		Minimo	Massimo
Metodo dei Multipli	Multipli di Inwit	347	388
	Multipli TowerCo US	357	375
Metodo del <i>Discounted Cash Flow</i>		357	375

La congruità delle azioni attribuite a VOD EU, pienamente all'interno degli intervalli riportati nella tabella sopra, risulta anche dalle valutazioni svolte da Mediobanca e Equita e formalizzate nelle rispettive *fairness opinion*.

6.5 Risultati delle valutazioni effettuate dagli Amministratori di VOD Towers

La congruità del numero di azioni attribuite a VOD EU in base al Rapporto di Cambio è direttamente correlata alla congruità del corrispettivo che il Gruppo Vodafone riceverà a fronte della cessione di VOD Towers. Il numero di azioni è stato calcolato prendendo a riferimento il prezzo *unaffected* delle azioni Inwit (data di riferimento: 19 febbraio 2019, ultimo giorno senza impatti derivanti dalle notizie inerenti l'Operazione).

Sulla base di quanto sopra esposto, e delle valutazioni effettuate anche con l'ausilio della *fairness opinion* di KPMG Advisory, il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ritiene congruo il Rapporto di Cambio

7. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Inwit e di VOD Towers

Ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, si riassumono di seguito le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione di Inwit e VOD Towers nell'ambito delle valutazioni effettuate al fine della determinazione del Rapporto di Cambio.

Le valutazioni alle quali i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono infatti pervenuti per la determinazione del Rapporto di Cambio devono essere considerate alla luce di taluni limiti e criticità, tipiche in questo ambito di analisi, nonché delle peculiarità specifiche di Inwit e VOD Towers. Ciascuna delle metodologie di valutazione impiegate, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche e specifiche dell'Operazione. In particolare, tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- i. le proiezioni economico-finanziarie, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;

- ii. nell'individuare ed applicare i vari metodi valutativi, si sono dovute effettuare una serie di ipotesi e stime considerate ragionevoli anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle informazioni, che tuttavia contengono inevitabilmente elementi di aleatorietà;
- iii. l'attività svolta da Inwit e dal Ramo Towers è in larga parte basata su contratti di ospitalità attiva e passiva con scadenze predefinite, che hanno pertanto impatti sull'orizzonte temporale delle proiezioni economico-finanziarie di Inwit e VOD Towers. Si è inoltre assunta la continuità del contesto regolatorio e tecnologico con quelli attualmente noti o in vigore;
- iv. con specifico riferimento al criterio dei Multipli di Mercato adottato dagli Amministratori di Inwit e VOD Towers, esiste un numero limitato di società quotate oggettivamente comparabili sulla base di un complesso di caratteristiche (ad esempio dimensione, *business mix*, ciclo degli investimenti, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, struttura finanziaria, normativa fiscale e copertura da parte degli analisti di ricerca) tali da essere prese come riferimento puntuale e attendibile nell'applicazione della metodologia di valutazione dei Multipli di Mercato.

Per quanto riguarda il metodo dei multipli da operazioni comparabili utilizzato da VOD Towers esiste un numero limitato di società quotate oggettivamente comparabili sulla base di un complesso di caratteristiche (ad esempio dimensione, *business mix*, ciclo degli investimenti, tassi di crescita, esposizione geografica, risultati economici, struttura finanziaria, normativa fiscale e copertura da parte degli analisti di ricerca) tali da essere prese come riferimento puntuale e attendibile nell'applicazione della metodologia utilizzata.

8. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Dalle Relazioni si evince che i Consigli di Amministrazione di Inwit e di VOD Towers sono giunti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e del loro capitale economico, tenendo altresì conto della natura dell'operazione e che, ai fini dell'individuazione del Rapporto di Cambio, l'organo amministrativo di Inwit si è avvalso di consulenti finanziari (Mediobanca e Equita SIM) mentre l'organo Amministrativo di VOD Towers si è avvalso della *fairness opinion* di KPMG Advisory tutti di comprovata professionalità.

In data 18 novembre 2019, gli organi amministrativi di Inwit e VOD Towers hanno approvato il Rapporto di Cambio in base al quale si procederà alla assegnazione delle azioni della Società Incorporante.

Detto rapporto è stato determinato dagli Amministratori, anche sulla base delle valutazioni espresse dagli *Advisors*, nella misura di:

360.200.000 azioni ordinarie della Inwit prive di valore nominale, a fronte dell'annullamento in sede di concambio, della partecipazione pari al 56,6% che la stessa deterrà nella VOD Towers.

Non sono previsti conguagli in denaro, fermo restando quanto precisato dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione con riferimento alla procedura di aggiustamento in funzione dell'ammontare, rispettivamente, dell'"Indebitamento Netto di VOD Towers", del "Capitale Circolante Netto di VOD Towers", dell'"Indebitamento Netto di Inwit" e del "Capitale Circolante Netto di Inwit".

9. Lavoro svolto

Per le finalità proprie del nostro incarico, abbiamo effettuato una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, nonché dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione messa a nostra disposizione in particolare le *fairness opinion* emesse dagli *Advisors* Mediobanca, Equita SIM e KPMG Advisory nonché l'*independent business review* di Analysys Manson.

Come indicato in precedenza, gli Amministratori di Inwit e VOD Towers hanno deliberato di effettuare la Fusione sulla base delle Situazioni Patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione, ossia:

- per la Società Incorporante, la situazione infrannuale redatta alla data del 30 settembre 2019, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 novembre 2019;
- per la Società Incorporanda, in conformità all'art. 2501-*quater*, secondo comma, del Codice Civile, la Situazione Patrimoniale di VOD Towers al 30 settembre 2019 approvata dal Consiglio di

Amministrazione di VOD Towers in data 13 novembre 2019 e Stato Patrimoniale del Ramo d'Azienda Torri al 30 settembre 2019 di cui il Consiglio di Amministrazione di VOD Towers ha preso atto in data 13 novembre 2019; la Situazione Patrimoniale al 30 settembre 2019 approvata consta del solo stato patrimoniale di VOD Towers (e non anche del conto economico e della nota integrativa), alla predetta data di riferimento, in coerenza col fatto che VOD Towers, sino alla data di efficacia della Scissione, sarà una società inattiva e, quindi, senza movimentazioni di conto economico.

A tal riguardo si segnala che sono state svolte analisi ed interlocuzioni con le Direzioni di Inwit e VOD Towers in merito al contenuto delle Situazioni Patrimoniali.

Abbiamo inoltre raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di Inwit e VOD Towers, informazioni circa gli eventi verificarsi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali, al fine di analizzare eventuali effetti significativi sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Abbiamo altresì preso visione delle carte di lavoro della società di revisione *PWC* incaricata della revisione legale del bilancio di Inwit alla data del 31 dicembre 2018 e della Relazione Finanziaria Semestrale di Inwit al 30 giugno 2019.

Con riferimento a VOD Towers, abbiamo altresì preso visione ed analizzato il documento di *Financial Vendor Due Diligence* redatto da *KPMG* e relativo al *carve out* del ramo VOD Towers e datato 17 giugno 2019.

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

Fermi restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale e tenuto conto di quanto riflesso nella relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile, abbiamo inoltre discusso il Piano *Combined* redatto dagli Amministratori di Inwit con gli *Advisors* delle Società partecipanti alla Fusione sotto il profilo dei criteri di rappresentazione e della ragionevolezza complessiva delle previsioni e delle assunzioni ipotetiche, anche rispetto all'evidenza storica.

Abbiamo infine ricevuto formale attestazione dai legali rappresentanti delle Società partecipanti alla Fusione sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione.

9.1 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 attività:

- discusso con le Direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione e con i relativi *Advisors* 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 analizzarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- analizzato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione nella determinazione del Rapporto di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità delle Società coinvolte nella Fusione;
- approfondito e discusso le motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- esaminato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- testato nell'ambito dell'analisi numerica delle valutazioni elaborate dagli *Advisors*, tra gli altri, la certezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio a partire dai valori attribuiti alle Società Partecipanti alla Fusione, nonché la sostanziale certezza matematica dei procedimenti attualizzativi di calcolo riflessi nell'applicazione del Metodo del DCF adottato dagli Amministratori di Inwit;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di Inwit e di VOD Towers, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- 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.

- svolto, con il supporto di banche dati specializzate, analisi sull'evoluzione dei prezzi di borsa di Inwit, sui multipli di mercato di un campione di società quotate operanti nel settore, sui target price attesi dagli analisti per le Società Partecipanti alla Fusione, corroborate mediante ulteriore analisi di comunicati stampa, broker report ed altre informazioni pubblicamente disponibili.

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

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, con riferimento alle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione, e limitatamente alle finalità del presente incarico, abbiamo effettuato le seguenti attività:

- analizzato il Progetto di Fusione e gli altri documenti e informazioni elencati nel precedente paragrafo 4;
- analizzato e compreso i principali dati utilizzati dagli Amministratori di Inwit come assunzioni alla base delle stime economico-finanziarie formulate dagli stessi per il periodo 2019-2027 e riflesse nel Piano *Combined*, per le specifiche finalità del nostro incarico;
- analizzato e compreso i principali dati contenuti nel documento di *Business Plan Stand alone* datato aprile 2019 e reso disponibile nella *data room* di Project Kramer il 30 aprile 2019 e redatto dal *management* di VOD;
- testato il file *excel* relativo al Piano *Combined* per gli anni 2019-2027 ai fini della correttezza matematica del modello e della coerenza con l'*Assumption Book* datato 24 ottobre 2019 e relativo alle assunzioni in esso contenute;
- ottenuto la relazione di *PWC*, redatta ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, del Codice Civile e discusso con la stessa il lavoro svolto;
- esaminata la *Commitment letter* sottoscritta tra Inwit ed un *pool* di banche in data 26 luglio 2019 che contiene i *term sheet* di finanziamento;
- analizzato i dati previsionali contenuti nel Piano *Combined* della Società risultante dalla Fusione nonché le ipotesi e gli elementi sottostanti alla formulazione dei medesimi, ivi incluse le ipotesi inerenti l'evoluzione attesa della struttura finanziaria, anche tramite il rifinanziamento, ai fini del soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- analizzata la Nota del 14 novembre 2019 predisposta da un *Advisor* indipendente in tema di sostenibilità finanziaria del Piano *Combined* di Inwit, quale risultante per effetto della sua prospettata aggregazione con VOD Towers;
- svolto analisi di sensibilità dei dati previsionali al variare di alcuni dati di natura operativa e finanziaria;
- effettuato colloqui con le direzioni delle Società e con *PWC* al fine di comprendere i principi contabili utilizzati nella predisposizione dei bilanci storici delle Società e i fatti salienti concernenti la redazione degli stessi. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate al precedente paragrafo 3.

10. **Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione in ordine alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società risultante dalla Fusione**

Si ritiene opportuno sottolineare che, nelle valutazioni finalizzate ad operazioni di fusione, la finalità ultima del valutatore non consiste nell'individuazione, in termini assoluti, dei valori economici delle Società coinvolte, quanto piuttosto nella applicazione di criteri omogenei tesi a determinare valori relativi che siano comparabili nell'ottica della quantificazione del Rapporto di Cambio, tenuto altresì conto delle specificità dell'operazione in esame.

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 operazioni differenti. A tal proposito, è opportuno ricordare che tale principio non implica necessariamente che gli

Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione debbano adottare i medesimi criteri valutativi: nel contesto in esame, sono stati adottati criteri e parametri che tengono adeguatamente conto delle relative specificità. Generalmente, nelle operazioni di fusione, il Rapporto di Cambio viene determinato seguendo una pluralità di metodologie elaborate dalla dottrina e nella prassi, fra le quali il valutatore opera le proprie scelte, in funzione della tipologia dell'impresa e della finalità della stima.

Per tale ragione, le valutazioni effettuate dagli Amministratori hanno valenza unicamente nello specifico contesto e prescindono dalla considerazione, nella stima del valore economico delle Società coinvolte, di attività finalizzate ad operazioni diverse da quella per la quale sono state eseguite. Tra i criteri di valutazione di più diffusa applicazione, vi sono metodologie di carattere analitico, basate su modelli e formule, ed altre che attribuiscono prevalenza ai valori rilevati dal mercato e quindi basate su multipli dedotti da prezzi e quotazioni.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Inwit e di VOD Towers per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto degli *Advisors*, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza o meno, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Inwit e VOD Towers per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro applicazione.

10.1 Commenti in ordine alla determinazione da parte degli Amministratori del Rapporto di Cambio all'esito dell'applicazione delle metodologie valutative prescelte

Di seguito vengono illustrati i commenti in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio:

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori, attraverso il ricorso ad una pluralità di metodi, risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale. La valutazione del capitale economico di Inwit e VOD Towers è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando metodi comunemente accettati e condivisi dalla prassi professionale e di settore. In particolare, gli Amministratori di Inwit hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, il metodo dei multipli ed il metodo DCF, mentre gli Amministratori di VOD Towers hanno utilizzato il metodo dei multipli. La scelta degli Amministratori di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, criteri di mercato e/o criteri economico-analitici appare in linea con la dottrina;
- i metodi valutativi adottati dagli Amministratori sono comunemente accettati dalla dottrina finanziaria ed aziendale nonché dalla prassi professionale italiana ed internazionale prevalente nell'ambito di valutazioni di Società con caratteristiche analoghe ed in contesti affini a quelle oggetto della presente Relazione;
- le metodologie utilizzate appaiono adeguate nella specifica fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società coinvolte nella Fusione, della natura e tipologia delle attività svolte nonché delle informazioni disponibili;
- le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte in ottica "*stand alone*", in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. 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 gestionale. Come da prassi in questi ambiti, gli effetti economici e finanziari generati dalla Fusione, anche in termini di sinergie, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- l'utilizzo della metodologia dei Multipli di Mercato, che deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, è comunemente impiegato sia a livello nazionale che internazionale. Gli Amministratori di Inwit hanno individuato, in quanto ritenuti significativi, i multipli *Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)* e *Equity Value/RFCF (Eq.V/RFCF)*, espressivi delle capacità della Società di generare valore. Tali moltiplicatori sono stati quindi applicati, alle rispettive grandezze economiche rinvenienti dai piani *stand alone* 2019-2027. Al riguardo, le verifiche effettuate sui calcoli degli Amministratori e sui parametri dagli stessi utilizzati confermano, nel complesso, la correttezza e non arbitrarietà dei moltiplicatori adottati nello sviluppo del metodo.

- L'utilizzo della Metodologia del DCF utilizzata dagli Amministratori di Inwit, rappresenta una metodologia analitica ed appartiene alla famiglia dei metodi di valutazione di tipo finanziario. Tale metodologia permette di valutare le specifiche prospettive di crescita a medio-lungo termine delle società oggetto di valutazione indipendentemente dal *sentiment* del mercato borsistico, ma tenuto conto del piano di sviluppo della Società stessa e delle prospettive di crescita del *business* in cui opera. Al riguardo, le verifiche effettuate sui calcoli degli Amministratori e sui parametri dagli stessi utilizzati confermano, nel complesso, la correttezza e non arbitrarietà della metodologia del DCF applicata.

10.2 Considerazioni in ordine alla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione

Sotto un diverso profilo, abbiamo esaminato le indicazioni contenute nel Progetto di Fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della Società Risultante dalla Fusione. Dette indicazioni sono ricavate dal Piano *Combined* 2019-2027 predisposto dal *management* di Inwit, che è stato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione della medesima Società Incorporante in data 18 novembre 2019.

Al riguardo, si ritiene che l'assunzione delle responsabilità relativo al Piano *Combined* da parte dell'organo di gestione di Inwit costituisca elemento imprescindibile ai fini dell'espressione dell'attestazione specificamente richiesta all'esperto ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quarto comma, del Codice Civile ed oggetto, tra l'altro, della presente relazione.

Tale elemento risulta nelle circostanze tanto più imprescindibile in relazione ai seguenti elementi di incertezza:

- il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha ipotizzato il rifinanziamento del debito di Inwit sulla base di uno scenario che riflette le attese attuali in termini di struttura del debito e dei tassi di interesse. I tassi di finanziamento non sono tuttavia ad oggi definiti e potrebbero pertanto essere superiori a quelli ipotizzati. Non sono state contemplate eventuali crisi sistemiche dei mercati finanziari;
- sono state sviluppate proiezioni economico-finanziarie della Società risultante dalla Fusione fino al 2027 che ipotizzano il soddisfacimento di una parte delle obbligazioni finanziarie in termini di rimborso del capitale e corresponsione degli interessi. Tali proiezioni si basano su ipotesi di natura generale e ipotetica solo in parte controllabili da parte degli Amministratori della Società risultante dalla Fusione;
- sono state sviluppate analisi di sensibilità ai principali fattori di rischio di natura operativa e finanziaria che evidenziano la capacità della società risultante dalla fusione di rispettare i propri impegni finanziari.

10.3 Aleatorietà dei dati previsionali

Le valutazioni effettuate dagli organi amministrativi delle Società Partecipanti alla Fusione si fondano su dati economico-finanziari previsionali desunti dal Piano *Combined* per il periodo 2019-2027 che presentano, per loro natura, profili di incertezza, che risultano maggiori quanto più ampio è il periodo temporale di riferimento.

Inoltre, gli Amministratori ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo e regolamentare, non tenendo in considerazione eventi di natura straordinaria attualmente non prevedibili, quali il modificarsi delle condizioni economico-finanziarie, regolatorie o di mercato: pertanto, eventuali evoluzioni delle sopracitate condizioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui risultati attesi.

11. Limiti specifici incontrati dal Revisore ed eventuali altri aspetti emersi nell'espletamento del presente incarico

Riteniamo opportuno segnalare le seguenti limitazioni, emerse nel corso dello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto evidenziato dagli Amministratori:

- l'utilizzo di criteri di mercato e/o criteri economico-analitici ha comportato l'utilizzo di dati economici prospettici, soggetti ad un inevitabile grado di alea. Deve essere sottolineato che i dati

prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico e/o regolamentare. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano parametri di mercato, come il metodo dei multipli di mercato e di transazioni comparabili, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. In particolare, l'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, può presentare oscillazioni rilevanti soprattutto in periodi di 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 effettua la valutazione;
- con riguardo alla scelta delle società componenti il campione di riferimento alla base dello sviluppo del criterio dei multipli, si evidenzia che, nonostante lo sforzo di individuare società comparabili sotto diversi profili, la comparabilità delle stesse è sempre limitata e l'inclusione o l'esclusione, dal campione di alcune società potrebbe influenzare, anche significativamente, l'esercizio valutativo;
- le valutazioni effettuate sono basate su elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, senza tener conto del verificarsi di accadimenti straordinari. In particolare, le analisi valutative sono state basate sulle informazioni e condizioni di mercato conosciute alla data di effettuazione delle stesse;
- con riferimento alla sostenibilità finanziaria dell'indebitamento della società post-fusione, rileviamo che il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha stimato, in via sintetica sulla base del Piano *Combined*, i flussi di cassa per il periodo 2020-2027 ipotizzando, in particolare, una costanza in termini nominali dei risultati operativi e la distribuzione di dividendi alle azioni ordinarie per l'intero periodo assunta pari all'80% degli utili netti attesi in ciascun esercizio previa decisione del Consiglio di Amministrazione di Inwit che terrà conto, tra l'altro, del piano industriale di Inwit, delle aspettative di crescita e generazione di cassa, delle considerazioni relative al rating e delle opzioni strategiche disponibili;
- le assunzioni inerenti l'evoluzione della struttura di finanziamento e le relative condizioni finanziarie costituiscono lo scenario più realistico ad oggi ipotizzabile da parte del Consiglio di Amministrazione di Inwit. Tale scenario risulta tuttavia ipotetico, soggetto ai rischi e alle incertezze di natura macro-economica che potrebbero determinarsi tra la data attuale e la data del rifinanziamento, oltre che alla dinamica negoziale tra la società post-fusione e i potenziali finanziatori.

Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti:

- con riferimento alla sostenibilità finanziaria dell'indebitamento della Società post fusione, si evidenzia come i flussi di cassa stimati per il periodo 2020-2027 consentano alla società risultante dalla fusione di rispettare gli impegni finanziari connessi all'indebitamento in essere. A fine piano, pur non prevedendosi il pieno ripagamento del debito finanziario in essere, si ipotizza il conseguimento di una struttura finanziaria obiettivo equilibrata;
- le Relazioni degli Amministratori non illustrano direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi prescelti. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione dagli Amministratori e dagli *Advisors* nella documentazione complessivamente da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4;
- gli Amministratori di Inwit riferiscono nella propria Relazione che la Fusione costituisce per Inwit un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione di Inwit ha approvato l'operazione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC sull'interesse di Inwit al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni. Detto parere è stato emesso in data 26 luglio 2019 dal Comitato OPC di Inwit,

il quale ha ritenuto di farsi assistere da un proprio *Advisor* nell'ambito delle valutazioni di propria competenza. In data 1 agosto 2019 Inwit ha provveduto a pubblicare il relativo Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo del parere del Comitato Controllo e Rischi. Non rientrano nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse di Inwit all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni;

- come in precedenza evidenziato, l'efficacia della Fusione è subordinata al verificarsi (ovvero alla rinuncia, nei limiti consentiti dalla legge) delle condizioni sospensive previste *Framework Agreement* ed elencate al precedente paragrafo 2. Conseguentemente, in caso di mancato verificarsi o di mancata rinuncia di tali condizioni sospensive, le considerazioni contenute nella presente Relazione potrebbero risultare non più applicabili e perdere di efficacia;
- esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'operazione di Fusione, i relativi adempimenti e presupposti, nonché la tempistica di esecuzione dell'operazione stessa.

12. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure descritte nei paragrafi precedenti, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro così come richiamate al paragrafo 3 del presente parere di congruità, nonché di quanto descritto nei precedenti paragrafi 10 e 11 della presente relazione, assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative a eventi futuri e delle azioni degli Amministratori descritte nel Progetto di Fusione, riteniamo che, ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Inwit e VOD Towers 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

n. 360.200.000 azioni ordinarie di Inwit prive di valore nominale a fronte dell'annullamento in sede di concambio, della partecipazione pari al 56,6% che la stessa deterrà in VOD Towers

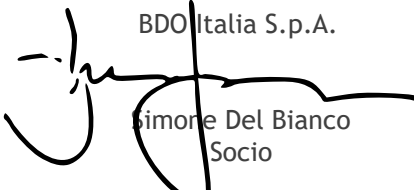
Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel Piano *Combined* 2019-2027 di Inwit, alla luce di quanto riportato ai paragrafi 10 e 11, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro ed assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e alle azioni degli Amministratori della società post-fusione, con particolare riferimento per il rifinanziamento del debito finanziario in essere, 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.

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 tra i valori consuntivi e i valori preventivati nel Piano *Combined* potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche alla base del Piano *Combined* si manifestassero.

La presente relazione è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-*bis*, quarto comma e di quanto previsto dall'art. 2501-*sexies*, quarto comma, del Codice Civile in relazione alla Fusione e pertanto non può essere utilizzata, in tutto o in parte, per scopi diversi da quelli del nostro incarico.

Non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero manifestarsi dopo la data odierna.

Milano, 18 novembre 2019


BDO Italia S.p.A.
Simone Del Bianco
Socio