



MEDIASET SPA

**RELAZIONE DELL'ESPERTO AI SENSI DELL'ARTICOLO
2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE E DELL'ARTICOLO 9 DEL
D.LGS. 30 MAGGIO 2008, N. 108**

GIUGNO 2019

RELAZIONE DELL'ESPERTO AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE E DELL'ARTICOLO 9 DEL D.Lgs. 30 MAGGIO 2008, N. 108

Agli azionisti di
Mediaset SpA

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

A seguito di istanza di nomina sottoscritta da Mediaset SpA ("Mediaset"), PricewaterhouseCoopers SpA ("PwC" o "Esperto") ha ricevuto dal Tribunale di Milano, con decreto 7996/2018 del 15 giugno 2018, l'incarico di redigere, in qualità di esperto designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del codice civile e dell'articolo 9 del D.Lgs. 30 maggio 2008, n. 108, la relazione sulla congruità dei rapporti di cambio nell'ambito della fusione transfrontaliera tripartita per incorporazione (la "Fusione") di Mediaset e Mediaset España Comunicación SA ("Mediaset España") in Mediaset Investment NV ("DutchCo" e, congiuntamente a Mediaset e a Mediaset España, le "Società" o le "Società Partecipanti alla Fusione").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset, tra l'altro:

- il progetto comune di fusione transfrontaliera approvato in data 7 giugno 2019 dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset, redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del codice civile (il "Progetto di Fusione") e dell'articolo 6 del D.Lgs. 108/2008;
- la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") e approvata in data 7 giugno 2019, che illustra e giustifica sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del codice civile e dell'articolo 8 del D.Lgs. 108/2008, il Progetto di Fusione e, in particolare, i rapporti di cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione degli stessi ("Relazione degli Amministratori" o "Relazione");
- le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'articolo 2501-quater del codice civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee degli azionisti di Mediaset e Mediaset España e dell'unico socio di DutchCo (congiuntamente le "Assemblee").

L'incarico di redigere analogo relazione sui rapporti di cambio è stato conferito a Grant Thornton S.L.P. nell'interesse di Mediaset España, ai sensi dell'Articolo 34 della Legge 3/2009 del 3 aprile 2009 sulle modifiche strutturali delle società commerciali ("LME"), e a Deloitte Accountants B.V. nell'interesse di DutchCo, ai sensi delle Sezioni 2:328, comma l, e 2:333g del codice civile olandese.

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Varese** 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

2.1 Introduzione

DutchCo, Mediaset e Mediaset España appartengono al gruppo Mediaset (il "Gruppo"). In particolare, (i) DutchCo è una società il cui capitale è interamente e direttamente detenuto da Mediaset e (ii) Mediaset España è una società direttamente controllata da Mediaset, che detiene attualmente una quota pari al 51,63% del capitale sociale di Mediaset España (e una quota pari al 53,98% dei diritti di voto, tenuto conto delle azioni proprie attualmente detenute da Mediaset España).

Gli Amministratori riferiscono che, subordinatamente al completamento delle formalità preliminari alla Fusione e all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) delle condizioni sospensive, la Fusione sarà eseguita in conformità con quanto previsto dalla Sezione 2:318 del codice civile olandese e, pertanto, diverrà efficace alle ore 00:00 CET (*Central European Time*) del giorno successivo a quello di stipulazione dell'atto notarile di fusione (l'"Atto di Fusione") dinanzi a un notaio operante in Olanda (la "Data di Efficacia della Fusione"). Successivamente, il Registro delle Imprese olandese informerà il Registro delle Imprese di Milano e il Registro delle Imprese di Madrid in relazione alla Data di Efficacia della Fusione. A seguito dell'efficacia della Fusione, la denominazione di DutchCo sarà modificata in "MFE – MEDIAFOREUROPE N.V." ("MFE").

La Relazione riferisce inoltre che la Fusione è una fusione transfrontaliera ai sensi delle previsioni della Direttiva Europea (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario, le cui disposizioni in materia di fusioni transfrontaliere di società di capitali trovano applicazione (i) in Olanda secondo quanto previsto dal Titolo 2.7 del codice civile olandese, (ii) in Italia secondo quanto previsto dal Decreto Legislativo 108/2008, e (iii) in Spagna secondo quanto previsto dal Capitolo II del Titolo II della LME.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, la Fusione si inserisce nel contesto di un'unica e più ampia operazione (l'"Operazione") che prevede altresì le seguenti riorganizzazioni, finalizzate a mantenere le attività operative e di *business* di Mediaset e di Mediaset España, rispettivamente, in Italia e in Spagna, da completare prima che la Fusione diventi efficace:

- (i) la costituzione di una società italiana interamente e direttamente controllata da Mediaset (NewCo Italia);
- (ii) il trasferimento da parte di Mediaset a NewCo Italia, tramite conferimento in natura in conformità alle disposizioni del codice civile italiano, di sostanzialmente tutto il proprio *business* e alcune delle proprie partecipazioni (la "Riorganizzazione Mediaset"); e
- (iii) la separazione (*segregación*) da parte di Mediaset España, in conformità al titolo III della LME, di tutte le proprie attività e passività, incluse le partecipazioni in altre società, le quali verranno fatte confluire in Grupo Audiovisual Mediaset España Comunicación, S.A. ("GA Mediaset") – una società spagnola interamente e direttamente controllata da Mediaset España – in cambio dell'assegnazione a Mediaset España di tutte le azioni di nuova emissione di GA Mediaset, da emettere nel contesto dell'aumento di capitale che sarà deliberato a servizio dell'operazione di separazione (la "Segregazione Mediaset España" e, congiuntamente alla Riorganizzazione Mediaset, le "Riorganizzazioni Preliminari").

Di conseguenza, prima che la Fusione sia perfezionata, a Mediaset e a Mediaset España non farà capo alcuna attività in proprio (eccezion fatta per alcune attività finanziarie che rimarranno proprie di Mediaset e che saranno trasferite a MFE per effetto della Fusione). A seguito dell'efficacia della Fusione, MFE – quale società incorporante e nuova società a capo del Gruppo – sarà una società holding.

Gli Amministratori sottolineano che le Riorganizzazioni Preliminari – il cui perfezionamento costituisce una condizione sospensiva della Fusione, come descritto nel Paragrafo 1.2 della Relazione – non avranno alcun impatto sui Rapporti di Cambio (come definiti e descritti di seguito).

In esecuzione della Fusione, Mediaset e Mediaset España cesseranno di esistere come persone giuridiche e DutchCo acquisirà tutte le attività ed assumerà tutte le passività nonché gli altri rapporti giuridici di Mediaset e Mediaset España.

Le azioni Mediaset sono attualmente quotate sul Mercato Telematico Azionario e le azioni Mediaset España sono attualmente quotate sui mercati azionari spagnoli di Barcellona, Bilbao, Madrid e Valencia, organizzati e gestiti dalle rispettive società di gestione del mercato (*sociedades rectoras de las bolsas de valores*) (i “Mercati Azionari Spagnoli”) e sono negoziate attraverso il sistema di quotazione automatizzato dei Mercati Azionari Spagnoli, organizzato e gestito da Sociedad de Bolsas, S.A.U.

La Relazione riporta che il perfezionamento della Fusione è subordinato, *inter alia*, all'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie di DutchCo (le “Azioni Ordinarie DutchCo”) sul Mercato Telematico Azionario. Inoltre, DutchCo presenterà domanda di ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sui Mercati Azionari Spagnoli.

Gli Amministratori prevedono che la quotazione e le negoziazioni delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario e sui Mercati Azionari Spagnoli abbiano inizio alla Data di Efficacia della Fusione ovvero in una data prossima alla medesima.

La Relazione riporta pertanto che, a seguito del perfezionamento dell'Operazione, tutte le attività aziendali esistenti, le partecipazioni e qualsivoglia altra attività e passività riferibile al *business* di Mediaset e di Mediaset España saranno consolidate in (o saranno controllate da, a seconda dei casi) un'unica società (MFE), le cui azioni ordinarie saranno ammesse a quotazione e alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario e saranno altresì ammesse a quotazione sui Mercati Azionari Spagnoli.

2.2 Motivazioni della Fusione

Gli Amministratori riferiscono che, da un punto di vista strategico, operativo e industriale, l'Operazione si pone l'obiettivo di creare un gruppo pan-europeo nel settore dell'*entertainment* e dei media, con una posizione di leadership nei propri mercati di riferimento e una scala che gli permetta di essere maggiormente competitivo e aumentare potenzialmente il proprio raggio di azione ad altre nazioni in Europa. Una solida struttura patrimoniale coniugata ad una forte generazione di cassa potrà consentire a MFE, secondo quanto riferito dagli Amministratori, di avere capacità finanziarie adeguate a svolgere un ruolo centrale nel contesto di un possibile futuro scenario di consolidamento dell'industria televisiva e media europea.

La creazione di una *holding* in Olanda risponde alla necessità, rappresentata nella Relazione, di trovare una sede neutrale e adeguata alla realizzazione di un progetto così articolato (come testimoniato da altre società che hanno adottato la medesima struttura societaria). Secondo gli Amministratori, tale scelta gestionale costituisce un passo importante verso lo sviluppo di una società media pienamente integrata, che possa diventare leader nel mercato dell'intrattenimento, lineare e non lineare, in Europa, facendo leva su piattaforme tecnologiche di proprietà e su dati di profilazione dei propri spettatori per poter competere ad armi pari all'interno di un mercato dei media in continua evoluzione.

Il 29 maggio 2019 Mediaset ha annunciato l'acquisizione del 9,6% del capitale del *broadcaster* tedesco ProSiebenSat.1 Media, corrispondente al 9,9% dei diritti di voto escludendo le azioni proprie. Negli ultimi 5 anni Mediaset e Mediaset España hanno sviluppato con ProSiebenSat.1 Media una forte relazione di *business* all'interno della European Media Alliance (EMA). L'obiettivo dell'alleanza è di sviluppare economie di scala indispensabili per il futuro della tv europea.

In un panorama competitivo in continuo sviluppo, la realizzazione di economie di scala, la capacità di sviluppare un'offerta di prodotti di intrattenimento ad elevato contenuto tecnologico e l'internazionalizzazione del *business* diventano, secondo quanto riportato nella Relazione, elementi cruciali per realizzare una proficua strategia di sviluppo all'altezza di una *media company* moderna.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ritiene che tale primo passo consenta il conseguimento di vantaggi strategici e operativi che possono essere realizzati in maniera efficace ed efficiente soltanto attraverso un'aggregazione societaria guidata da un unico *management team* che abbia una visione chiara delle proprie priorità strategiche e dei modelli operativi necessari a creare valore a beneficio dei propri azionisti. I vantaggi indicati dagli Amministratori nella Relazione, segnatamente, sono:

- “*Scale to compete*”. Un gruppo media con un approccio integrato e diversificato, che parla ad una platea combinata di oltre 107 milioni di spettatori, può competere meglio con i grandi operatori globali. Lo sviluppo di economie di scala verrà realizzato in specifici settori chiave, quali (i) *audience/reach*, (ii) creazione e distribuzione di contenuti, (iii) dati di profilazione, (iv) piattaforme AdTech, (v) piattaforme OTT (AVOD) e (vi) attrazione e acquisizione di talenti;
- nuove opportunità di *business*. La nuova dimensione internazionale creerà la base per il conseguimento di opportunità che oggi, in considerazione delle dimensioni locali del *business*, non sono perseguibili e potrà impiegare maggiori risorse in aree “*core*” del *business* come, ad esempio, la creazione di una *production content house*, sviluppo di motori di profilazione dati, *Addressable TV*, *Digital audio*, *DOOH*, *Mobile proximity*;
- offerta più ampia di contenuti e di canali. MFE offrirà i migliori contenuti e la migliore esperienza di visione sulle varie piattaforme (lineari e non lineari). Inoltre, potrà contare su contenuti di intrattenimento ad alto coinvolgimento grazie a maggiori risorse produttive *in-house* oltre che di una migliore capacità di distribuire prodotti e contenuti di terzi;
- struttura organizzativa più snella ed efficiente. Il consolidamento pan-europeo impone un ripensamento integrale del modello operativo ed organizzativo. Questo deve abilitare una gestione più efficiente del *business* e il conseguimento di efficienze e di risparmi di costo, principalmente grazie all'innovazione tecnologica. A tal riguardo, si ritiene che la creazione di

un modello operativo più snello faciliterà un processo decisionale più agile che consentirà di far fronte ad un ambiente competitivo in forte evoluzione e permetterà di cogliere opportunità di *business*;

- “*Driving the change*”. La nuova dimensione del *business* coniugata ad una presenza pan-europea determinerà un beneficio per tutti gli *stakeholders* grazie ad un maggiore potere contrattuale e al vantaggio derivante dall’essere “*first mover*” in un contesto di mercato che tende al consolidamento.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che Mediaset e Mediaset España hanno condotto un’analisi dettagliata volta ad identificare specifici settori a partire da sei panieri (contenuti, *broadcasting & digital*, *IT/tech*, *procurement*, *G&A expenses*, *sales house*) nei quali una maggiore dimensione societaria e un diverso modello operativo possono generare significative efficienze di costo e risparmi di risorse, nonché il conseguimento di opportunità di sviluppo. A tal riguardo, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ritiene che l’Operazione potrebbe consentire il conseguimento di efficienze e risparmi di costi per un ammontare complessivo pari a circa Euro 100-110 milioni (prima delle imposte) nei prossimi 4 anni (dal 2020 al 2023), corrispondenti ad un *net present value* di circa Euro 800 milioni.

2.3 Rapporti di Cambio

La Relazione riferisce che, alla Data di Efficacia della Fusione,

- (i) ciascun azionista di Mediaset, inclusa la banca depositaria in conformità al programma di American Depositary Receipts (ADRs) di Mediaset, riceverà 1 (una) Azione Ordinaria DutchCo (avente valore nominale pari ad Euro 0,01) per ogni azione Mediaset (avente valore nominale pari a Euro 0,52) dallo stesso detenuta (il “Rapporto di Cambio I”);
- (ii) ciascun titolare di ADRs rappresentativi di azioni Mediaset riceverà un numero di ADRs rappresentativi di Azioni Ordinarie DutchCo come risultante dall’applicazione del Rapporto di Cambio I; e
- (iii) ciascun azionista di Mediaset España (tranne Mediaset, in quanto le azioni da questa detenute in Mediaset España saranno annullate di diritto ai sensi della Sezione 2:325(4) del codice civile olandese) riceverà 2,33 (due virgola trentatré) Azioni Ordinarie DutchCo per ogni azione Mediaset España (avente valore nominale pari a Euro 0,50) dallo stesso detenuta (il “Rapporto di Cambio II” e, congiuntamente con il Rapporto di Cambio I, i “Rapporti di Cambio”).

Nell’ambito della Fusione e ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset e il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España sono stati assistiti dai rispettivi consulenti finanziari. In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset è stato assistito da Citigroup Global Markets Ltd e il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España è stato assistito da J.P. Morgan Securities Plc. Per quanto specificamente riguarda Mediaset, Citigroup Global Markets Ltd (l’“*Advisor*”) ha rilasciato in data 7 giugno 2019 una *fairness opinion* sul Rapporto di Cambio II della Fusione tenuto conto del Rapporto di Cambio I (la “*Fairness Opinion*”). In base alle conclusioni della *Fairness Opinion*, i Rapporti di Cambio proposti sono stati ritenuti dall’*Advisor* congrui dal punto di vista finanziario, sulla base degli elementi, delle limitazioni e delle ipotesi in essi contenute.

Gli Amministratori sottolineano che non verranno attribuite ad alcun azionista di Mediaset España frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo. Gli azionisti che siano titolari di un numero di azioni di Mediaset España tale da non consentire un concambio con un numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo, in applicazione del Rapporto di Cambio II, riceveranno un numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo approssimato per difetto. Le azioni di Mediaset España (o le frazioni delle medesime) eccedenti il numero di azioni che consente un concambio con un numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo, in applicazione del Rapporto di Cambio II (e cioè, le azioni Mediaset España o le frazioni delle medesime che sarebbero concambiate con frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo) saranno cedute, in nome e per conto degli azionisti di Mediaset España, per il tramite dei loro intermediari, ad un agente nominato a tale scopo da Mediaset España.

La Relazione chiarisce che eventuali azioni proprie detenute da Mediaset e Mediaset España alla Data di Efficacia della Fusione non saranno concambiate e saranno annullate rispettivamente ai sensi dell'articolo 2504-ter del codice civile italiano e ai sensi dell'articolo 26 della LME, nonché ai sensi della Sezione 2:325(4) del codice civile olandese. Allo stesso modo, tutte le azioni eventualmente detenute da ciascuna delle società incorporate (i.e., Mediaset e Mediaset España) nell'altra società incorporata non saranno concambiate, ma saranno annullate alla Data di Efficacia della Fusione ai sensi dell'articolo 2504-ter del codice civile italiano e ai sensi dell'articolo 26 della LME, nonché ai sensi della Sezione 2:325(4) del codice civile olandese.

Gli Amministratori precisano che Mediaset España non detiene alcuna azione nel capitale sociale di Mediaset, né si prevede che ne detenga alcuna prima della Data di Efficacia della Fusione, sicché le considerazioni appena richiamate troveranno presumibilmente applicazione soltanto rispetto alle azioni Mediaset España che sono detenute da Mediaset alla data in cui l'Atto di Fusione sarà stipulato.

Non sono previsti conguagli, né in denaro né di altro tipo, da corrisondersi in aggiunta alle Azioni Ordinarie DutchCo, assegnate in applicazione dei Rapporti di Cambio, ad opera di DutchCo, Mediaset e Mediaset España in favore degli azionisti di Mediaset e di Mediaset España in relazione alla Fusione, fermi restando i diritti di recesso descritti nel successivo Paragrafo 2.4.

2.4 Diritti di recesso a favore degli azionisti Mediaset e Mediaset España

La Relazione riferisce che gli azionisti Mediaset che non concorrano all'adozione della deliberazione sulla Fusione avranno diritto di esercitare il diritto di recesso entro quindici giorni dall'iscrizione del verbale dell'Assemblea Straordinaria Mediaset presso il Registro delle Imprese di Milano. Il prezzo di liquidazione da riconoscere agli azionisti di Mediaset che esercitino il diritto di recesso è stato fissato in Euro 2,770 per ciascuna azione Mediaset. In particolare, gli Amministratori riferiscono che il prezzo di liquidazione è stato calcolato, ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 3, del codice civile italiano, facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni Mediaset nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea Straordinaria Mediaset (avvenuta l'8 giugno 2019).

Gli Amministratori precisano che se la Fusione non fosse perfezionata, le azioni in relazione alle quali sia stato esercitato il diritto di recesso continueranno ad essere di proprietà degli azionisti che abbiano esercitato il recesso, senza che alcun pagamento sia effettuato in favore dei suddetti azionisti, e le azioni Mediaset continueranno ad essere quotate sul Mercato Telematico Azionario.

La Relazione riferisce inoltre che gli azionisti di Mediaset España che votino contro la Fusione saranno legittimati ad esercitare il loro diritto di recesso, entro un mese dalla pubblicazione sulla Gazzetta

Ufficiale del Registro delle Imprese spagnolo dell'approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea Mediaset España. Il prezzo di liquidazione da riconoscere agli azionisti di Mediaset España che esercitino il diritto di recesso è pari ad Euro 6,5444 per ciascuna azione Mediaset España, corrispondente alla media ponderata dei prezzi di quotazione delle azioni di Mediaset España durante il periodo di tre mesi precedenti (senza includere) la data di approvazione del Progetto di Fusione, detraendo l'ammontare lordo del dividendo pari ad Euro 0,31557917 per ciascuna azione di Mediaset España, corrisposto in data 30 aprile 2019, dal prezzo medio ponderato in relazione alle sessioni di negoziazione intercorse tra il 7 marzo 2019 e il 25 aprile 2019 (compresi) in cui le azioni di Mediaset España sono state negoziate *cum dividend*.

Qualora fosse accertato che le condizioni sospensive della Fusione non si sono avverate o non sono state rinunciate (a seconda dei casi), e nella misura in cui il prezzo di liquidazione non sia stato ancora corrisposto agli azionisti recedenti, le azioni di Mediaset España in relazione alle quali il diritto di recesso è stato esercitato continueranno ad essere detenute dai corrispondenti azionisti recedenti, cesseranno di essere immobilizzate e continueranno ad essere quotate sui Mercati Azionari Spagnoli. Di conseguenza, in tale caso, non si procederà ad alcun pagamento del prezzo di liquidazione in favore degli azionisti recedenti Mediaset España.

Gli Amministratori riferiscono, inoltre, che la Fusione non legittimerà l'esercizio di alcun diritto di recesso per quanto riguarda gli azionisti di DutchCo.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, supportati dalle indicazioni dell'*Advisor* da essi nominato, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori supportati dall'*Advisor* da essi incaricato.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Mediaset le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, e in particolare:

- (i) il Progetto di Fusione transfrontaliera approvato in data 7 giugno 2019 dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset;
- (ii) la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset e approvata in data 7 giugno 2019, che illustra e giustifica sotto il profilo economico, ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del codice civile, il progetto comune di fusione transfrontaliera e, in particolare, i Rapporti di Cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione degli stessi;

- (iii) estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione della Società, tenutosi in data 7 giugno 2019, avente ad oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione e la definizione dei Rapporti di Cambio;
- (iv) il bilancio d'esercizio di Mediaset al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea degli azionisti di Mediaset in data 18 aprile 2019), il bilancio d'esercizio di Mediaset España al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea degli azionisti di Mediaset España in data 10 aprile 2019), e il bilancio di DutchCo al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea di DutchCo in data 17 aprile 2019), revisionati dalle rispettive società di revisione che hanno rilasciato le loro opinion senza rilievi. I summenzionati bilanci costituiscono le situazioni patrimoniali di fusione in base alle leggi applicabili;
- (v) il bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 di Mediaset e Mediaset España;
- (vi) le Informazioni periodiche finanziarie aggiuntive di Mediaset al 31 marzo 2019;
- (vii) *First Quarter Results* per l'esercizio 2019 di Mediaset España;
- (viii) lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- (ix) copia della *Fairness Opinion* predisposta dall'*Advisor* Citigroup Global Markets Ltd su incarico di Mediaset resa pubblica in data 18 giugno 2019;
- (x) le proiezioni derivanti da un ampio numero di ricerche di analisti finanziari per il periodo 2019-2021, con l'aggiunta di estrapolazioni per il triennio 2022-2024, convalidate dalla direzione di Mediaset e Mediaset España;
- (xi) il dettaglio della posizione finanziaria netta di Mediaset e Mediaset España al 31 dicembre 2018;
- (xii) il dettaglio delle partecipazioni in imprese collegate e a controllo congiunto e delle altre partecipazioni detenute al 31 dicembre 2018 da Mediaset e Mediaset España;
- (xiii) l'analisi delle imposte anticipate per perdite fiscali di Mediaset e di Mediaset España al 31 dicembre 2018 e le previsioni di utilizzo;
- (xiv) l'analisi dei benefici fiscali attesi di Mediaset España, in particolare in relazione a produzioni cinematografiche e di fiction, e agli ammortamenti ai fini fiscali dell'avviamento e del "Multiplex Cuatro";
- (xv) i prezzi obiettivo (*target price*) per le azioni di Mediaset e di Mediaset España, così come riportati in un ampio numero di ricerche di analisti finanziari;
- (xvi) dettagli relativi alle elaborazioni svolte dagli Amministratori in merito all'applicazione delle analisi dei prezzi di mercato, dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca e dei flussi di cassa attualizzati;
- (xvii) la presentazione del 7 maggio 2019 al Consiglio di Amministrazione di Mediaset relativa all'operazione di acquisizione della partecipazione in ProSiebenSat.1;

(xviii) le informazioni sul numero di azioni Mediaset e Mediaset España, incluse le azioni proprie, al 7 giugno 2019.

Sono state prese in considerazione anche altre informazioni pubblicamente disponibili, tra le quali

- i report degli analisti finanziari e le analisi di settore relative a media e *broadcasting*;
- l'evoluzione dei corsi azionari su diversi orizzonti temporali, desunta da piattaforme professionali, per Mediaset e Mediaset España;
- i comunicati stampa relativi all'Operazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera sottoscritta dal legale rappresentante di Mediaset in data 18 giugno 2019 che non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione dei Rapporti di Cambio.

5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

5.1 *Approccio alla valutazione e metodologie applicate dagli Amministratori*

Dato il coinvolgimento di tre società nella Fusione, gli Amministratori riferiscono di avere calcolato due Rapporti di Cambio: il Rapporto di Cambio I (per il concambio di azioni Mediaset con Azioni Ordinarie DutchCo) e il Rapporto di Cambio II (per il concambio di azioni Mediaset España con Azioni Ordinarie DutchCo).

Tenuto conto che, in applicazione del Rapporto di Cambio I, gli azionisti di Mediaset riceveranno una (1) Azione Ordinaria DutchCo per ogni azione posseduta in Mediaset, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ha analizzato, nel contesto della Fusione, la valutazione relativa di Mediaset e Mediaset España finalizzata alla determinazione del Rapporto di Cambio II tra azioni Mediaset España e Azioni Ordinarie DutchCo o, in modo equivalente (dato il Rapporto di Cambio I), tra azioni Mediaset España e azioni Mediaset.

Al fine di determinare il valore economico delle azioni ordinarie di Mediaset e di Mediaset España e, quindi, dei Rapporti di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset riferisce di avere seguito metodologie di valutazione generalmente accettate, con particolare riguardo a quelle più comunemente utilizzate a livello nazionale e internazionale in operazioni simili, dando priorità al principio di coerenza e comparabilità dei criteri di valutazione, applicati compatibilmente con gli elementi distintivi di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione.

In particolare, secondo gli Amministratori, la *best practice* richiede che le società che operano in un settore simile e coinvolte in una fusione debbano essere valutate sulla base di criteri omogenei, affinché i risultati dell'analisi di valutazione relativa possano considerarsi pienamente comparabili.

La Relazione afferma che la definizione di qualsiasi rapporto di cambio è la quantificazione del valore relativo (piuttosto che del valore assoluto) delle singole società che partecipano all'operazione,

considerato che l'obiettivo ultimo non è quello di calcolare un valore economico in termini assoluti per ciascuna delle società coinvolte nell'operazione, ma piuttosto determinare valori omogenei e comparabili in termini relativi. Pertanto, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno esprimere esclusivamente intervalli per i Rapporti di Cambio derivanti dall'applicazione omogenea di ciascuna metodologia di valutazione adottata; dunque, essi ritengono che i valori relativi stimati non dovrebbero essere presi come riferimento in contesti diversi dalla Fusione.

La valutazione è stata effettuata dagli Amministratori considerando Mediaset e Mediaset España come entità separate su base *stand-alone* e anche tenendo conto del fatto che Mediaset detiene attualmente azioni rappresentanti circa il 51,63% del capitale sociale di Mediaset España, riflettendo ipotesi finanziarie ed economiche basate sulle informazioni disponibili al 5 giugno 2019, che potrebbero variare o essere influenzate dalle condizioni di mercato nonché da eventi esogeni e/o endogeni che potrebbero influenzare l'andamento attuale e futuro e/o le prospettive economiche e finanziarie di Mediaset e Mediaset España.

Inoltre, la determinazione dei Rapporti di Cambio di Mediaset e di Mediaset España è stata effettuata dagli Amministratori senza tenere conto degli eventuali impatti economici e finanziari della Fusione, comprese le efficienze in termini di costi e i risparmi.

Le metodologie di valutazione utilizzate dagli Amministratori per determinare i Rapporti di Cambio sono le seguenti: (i) analisi dei prezzi di mercato; (ii) prezzi obiettivo degli analisti di ricerca; (iii) flussi di cassa attualizzati. La Relazione precisa che tali metodologie, tuttavia, non dovrebbero essere considerate singolarmente, ma dovrebbero piuttosto essere considerate come parte integrante di un processo valutativo unico e completo.

5.2 Descrizione delle metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori

I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per determinare i Rapporti di Cambio sono descritti nella Relazione nei termini che seguono.

(i) Analisi dei prezzi di mercato

Questo metodo si basa sulla capitalizzazione di mercato di Mediaset e Mediaset España. I prezzi storici delle azioni riflettono il valore economico che il mercato azionario attribuisce ad una società.

Il lasso di tempo su cui calcolare il prezzo deve bilanciare la volatilità di breve periodo causata da eventi di natura straordinaria, fluttuazioni a breve termine e tensioni speculative (per cui sarebbe preferibile un orizzonte temporale più lungo) e la necessità di riflettere le più recenti condizioni del mercato e delle società, per cui dovrebbero essere presi in considerazione i prezzi più recenti. Pertanto, i prezzi medi ponderati per i volumi (*Volume Weighted Average Prices* o "VWAP") per Mediaset e Mediaset España sono stati considerati dagli Amministratori per 1 mese, 3 mesi e 6 mesi prima del 5 giugno 2019 (compreso) e sono stati comparati su base omogenea. I prezzi medi ponderati per il volume di Mediaset España sono stati rettificati dagli Amministratori per tenere conto del pagamento del dividendo di Euro 0,31557917 per azione pagato il 30 aprile 2019 (data di stacco cedola 26 aprile 2019).

Gli Amministratori sottolineano che il 24 gennaio 2019 Mediaset España ha annunciato un programma di riacquisto di azioni proprie ("*buyback*") per un ammontare massimo di 200 milioni di euro. Alla data della presente Relazione, un totale di 14.419.910 azioni è stato acquistato da Mediaset

España, per un importo complessivo di Euro 95.532.864,96. Pertanto, gli Amministratori ritengono di non potere escludere che il corso azionario recente e attuale delle azioni Mediaset España possa essere stato influenzato da tale evento.

(ii) Prezzi obiettivo degli analisti di ricerca

Gli analisti di ricerca riassumono le loro raccomandazioni sulle società quotate identificando un prezzo obiettivo delle azioni, fornendo un'indicazione del valore implicito della società. Tuttavia, questo metodo fornisce, secondo quanto riferito dagli Amministratori nella Relazione, un'indicazione utile per determinare il valore delle società le cui azioni sono quotate in borsa, completando il quadro dei riferimenti per la valutazione.

Per entrambe le società Mediaset e Mediaset España (i) sono state considerate dagli Amministratori solo le ricerche degli analisti finanziari pubblicate dopo la pubblicazione dei risultati del 2018 e prima del 17 maggio 2019 (che includono quelle pubblicate dopo l'annuncio dei risultati del primo trimestre 2019); (ii) le ricerche che riportano i valori più alti e più bassi in termini di proiezioni sull'EBIT 2020 sono state escluse dall'analisi.

(iii) Flussi di cassa attualizzati

Questa metodologia di valutazione è stata adottata dagli Amministratori al fine di tenere conto delle caratteristiche specifiche di Mediaset e Mediaset España, riflette un'analisi dinamica dell'operatività delle società e si basa sull'idea che il valore della società sia determinato dalla sua capacità di generare flussi di cassa in futuro. Inoltre, questo metodo riflette, *inter alia*, il potenziale delle società a medio e lungo termine, in termini di redditività, crescita, livello di rischio, struttura del capitale e livello atteso di investimenti.

Secondo quanto riferito nella Relazione, questo metodo è basato sulle seguenti stime:

- stime dei flussi di cassa per ciascuna società. I flussi di cassa attualizzati prima del debito sono una proxy della generazione di cassa della società prima delle entrate e delle uscite finanziarie, dopo aver applicato l'imposta sulle società e aver considerato gli investimenti e le oscillazioni del capitale circolante;
- valore attuale netto dei flussi di cassa attualizzati stimati previsti applicando un tasso di sconto ("WACC"). Il tasso di sconto tiene conto del rischio implicito del business e del valore temporale del denaro;
- valore terminale ("*terminal value*") della società, ipotizzando una crescita perpetua alla fine del periodo di proiezione annuale dei flussi. Il tasso di sconto precedentemente citato viene applicato al valore terminale per ottenere il valore attuale netto.

L'*enterprise value* può essere stimato sommando il valore attuale netto dei flussi di cassa attualizzati previsti e del *terminal value*.

In particolare, con riferimento esclusivamente a Mediaset, la valutazione dei flussi di cassa attualizzati è stata effettuata utilizzando un approccio "somma delle parti", effettuando due valutazioni distinte dei flussi di cassa scontati per Mediaset España e per il business italiano (ossia Mediaset al netto della partecipazione detenuta da Mediaset in Mediaset España).

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati consente di determinare l'*enterprise value*; quindi per calcolare il valore dell'*equity value* ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, le rettifiche abituali (incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, l'indebitamento finanziario netto – rettificato tenuto conto del dividendo pagato da Mediaset España in data 30 aprile 2019 ad un prezzo unitario di Euro 0,31557917 per azione e del programma di acquisto di azioni proprie cui Mediaset España ha dato corso dopo il 31 dicembre 2018 e fino al 5 giugno 2019 –, gli interessi delle minoranze, le passività nei confronti dei dipendenti a fini pensionistici, le partecipazioni in società collegate e altre partecipazioni) sono state apportate all'*enterprise value*.

L'*equity value* per azione è stato determinato dagli Amministratori dividendo tale *equity value* per il numero di azioni ordinarie Mediaset e Mediaset España in circolazione (i.e., al netto delle azioni proprie rispettivamente detenute alla data del 5 giugno 2019).

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, comma 2, del codice civile italiano, gli Amministratori evidenziano nella loro Relazione le seguenti criticità derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate per determinare i Rapporti di Cambio.

In particolare, gli Amministratori riferiscono che:

- Mediaset ha pubblicato (i) target finanziari di medio periodo (2020) nel gennaio 2017 (limitati all'EBIT rispetto al 2016) e (ii) linee guida di medio periodo (2020-2021) nel marzo 2019. Sebbene Mediaset aggiorni regolarmente il mercato sul raggiungimento degli obiettivi e i progressi sulla strategia precedentemente comunicata, non esiste un *business plan* completo per Mediaset disponibile ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio. Pertanto, l'analisi di valutazione e la metodologia dei flussi di cassa scontati (*discounted cash flows*) in particolare sono state basate dagli Amministratori su proiezioni derivanti dall'applicazione del seguente approccio (come concordato dalle rispettive direzioni di Mediaset e Mediaset España):
 - per il periodo 2019-2021: proiezioni ricavate da un ampio numero di ricerche di analisti finanziari che rappresentano la totalità delle ricerche su Mediaset e Mediaset España pubblicate dopo l'annuncio dei risultati annuali 2018 e precedenti al 17 maggio 2019 (che includono quelle pubblicate dopo l'annuncio dei risultati del primo trimestre 2019), e che riportano le proiezioni per l'intero periodo 2019-2021, con l'esclusione delle due ricerche che riportano il valore più alto e più basso in termini di proiezioni sull'EBIT 2020;
 - per il periodo 2022-2024: estrapolazioni in linea con le attuali aspettative di lungo termine che la direzione italiana e spagnola hanno sui rispettivi *business*. In particolare, le direzioni hanno indicato una crescita a lungo termine pari allo 0,5% nell'ultimo anno di proiezioni (2024), mentre la maggior parte delle altre voci relative ai flussi di cassa sono state considerate in linea con le proiezioni del 2021, in termini di percentuale sui ricavi, per l'intero periodo di estrapolazioni;

- l'approccio sopra descritto è stato lo stesso per Mediaset e Mediaset España ed è stato concordato e convalidato dai rispettivi *management* di Mediaset e Mediaset España, i quali hanno confermato che le proiezioni e le estrapolazioni sono sostanzialmente in linea con le attuali aspettative di lungo termine sui rispettivi *business*. Tuttavia, tali previsioni sono soggette per loro natura a sostanziale incertezza.
- Tenuto conto delle modalità e delle tempistiche previste per l'esercizio del diritto di recesso e dell'opposizione dei creditori, e poiché non è possibile quantificare l'impatto futuro in termini di uscita di cassa, gli effetti del (potenziale) esercizio di tali diritti da parte degli azionisti di Mediaset che non abbiano concorso alla deliberazione riguardante la Fusione in occasione dell'Assemblea Straordinaria Mediaset e degli azionisti di Mediaset España che votino contro la Fusione in occasione dell'Assemblea Mediaset España non sono stati presi in considerazione dagli Amministratori, anche alla luce del fatto che tale impatto è stato dagli stessi stimato non significativo nel contesto delle valutazioni complessive che portano alla determinazione dei Rapporti di Cambio.
- I prezzi di mercato delle azioni Mediaset e Mediaset España sono stati e sono soggetti a volatilità e fluttuazioni anche in considerazione dell'andamento generale dei mercati; inoltre si assume che il mercato sia sufficientemente liquido ed efficiente. Pertanto, gli Amministratori non possono escludere che, sebbene i Rapporti di Cambio restino congrui in base alle metodologie utilizzate per la loro determinazione, il valore di mercato delle Azioni Ordinarie DutchCo da assegnare alla Data di Efficacia della Fusione possa risultare in un valore di mercato inferiore o superiore rispetto a quello relativo alla data in cui sono stati fissati i Rapporti di Cambio.
- In relazione al programma di *buyback* annunciato da Mediaset España, sebbene il corso azionario di Mediaset España possa essere stato influenzato da tale programma di acquisto di azioni proprie, gli Amministratori non ritengono possibile quantificarne l'impatto e isolarlo da altri fattori che potrebbero avere influenzato il corso azionario.
- Gli Amministratori riferiscono di avere applicato diverse metodologie, sia analitiche che basate su valori di mercato, che hanno richiesto l'uso di diverse informazioni, parametri e ipotesi. Nell'applicare tali metodologie, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ha preso in considerazione le caratteristiche e le limitazioni inerenti a ciascuna di esse, in conformità con la prassi di valutazione professionale seguita a livello nazionale e internazionale.
- La metodologia dei multipli delle società comparabili non è stata considerata rilevante dagli Amministratori in quanto sia Mediaset che Mediaset España sono quotate su un mercato regolamentato dell'Unione Europea. In particolare, l'utilizzo dei multipli di società comparabili, sebbene sia una metodologia di valutazione comunemente utilizzata, ha il limite di basarsi su valori medi di settore piuttosto che sulle peculiarità di Mediaset e Mediaset España, che sono note al mercato e teoricamente riflesse nei propri multipli e nei prezzi di mercato delle azioni.
- Anche la metodologia dei multipli di transazione non è stata considerata rilevante in quanto ha il limite di basarsi su valori medi di settore piuttosto che sulle peculiarità di Mediaset e Mediaset España. I premi storici relativi a transazioni precedenti comparabili e ad offerte pubbliche sono stati considerati, ma non sono stati ritenuti rilevanti sulla base del fatto che gli azionisti di Mediaset e di Mediaset España otterrebbero azioni MFE, quindi parteciperebbero

al valore potenzialmente creato dalla Fusione attraverso le azioni che otterrebbero come corrispettivo. Inoltre, poiché Mediaset rappresenta tuttora l'azionista di controllo di Mediaset España, non si verificherebbe alcun cambio di proprietà tale da giustificare un premio di controllo.

- È in corso un contenzioso tra Mediaset e Vivendi S.A. a seguito del mancato completamento di un'operazione che ha coinvolto Mediaset Premium. Qualora l'esito del contenzioso fosse favorevole per Mediaset, a Mediaset potrebbe essere riconosciuto un risarcimento in denaro. Prudenzialmente, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset non ha considerato alcun ricavato dal contenzioso ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.
- In generale, nessuna evoluzione riguardante specifici contenziosi (attuali o potenziali) di Mediaset e di Mediaset España è stata tenuta in considerazione a fronte del grado di incertezza dei loro esiti e delle tempistiche connesse ai medesimi.
- Le perdite fiscali portate a nuovo e i crediti fiscali di Mediaset e Mediaset España sono state tenute in considerazione dagli Amministratori nella metodologia di valutazione dei flussi di cassa attualizzati. In relazione alle perdite fiscali portate a nuovo di Mediaset España, non è stata considerata alcuna limitazione in conformità ai Paragrafi 8.1.2 e 8.2.1 della Relazione.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

La Relazione precisa che la Fusione comporterà l'assegnazione di Azioni Ordinarie DutchCo agli azionisti di Mediaset e Mediaset España (diversi da Mediaset, poiché le azioni detenute da Mediaset in Mediaset España saranno annullate per effetto di legge ai sensi dell'articolo 2:325(4) del codice civile olandese) in cambio delle azioni Mediaset e Mediaset España, che saranno annullate.

Tenuto conto che, in applicazione del Rapporto di Cambio I, gli azionisti di Mediaset riceveranno una (1) Azione Ordinaria DutchCo per ogni azione posseduta in Mediaset, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ha analizzato, nel contesto della Fusione, la valutazione relativa di Mediaset e Mediaset España, finalizzata alla determinazione del Rapporto di Cambio II tra azioni Mediaset España e Azioni Ordinarie DutchCo o, in modo equivalente (dato il Rapporto di Cambio I), tra azioni Mediaset España e azioni Mediaset.

La seguente tabella riportata nella Relazione presenta una sintesi dei risultati conseguiti dagli Amministratori attraverso l'applicazione delle diverse metodologie di valutazione sopra descritte (i prezzi medi ponderati per i volumi - *Volume Weighted Average Prices* o "VWAP" – a un mese, tre mesi e sei mesi prima del 5 giugno 2019, prezzi obiettivo degli analisti di ricerca e flussi di cassa attualizzati) ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio II, ovvero il numero delle Azioni Ordinarie DutchCo da emettere per ciascuna azione di Mediaset España.

| Metodologia | Rapporto di Cambio II |
|---|-----------------------|
| (i) VWAP 1 mese | 2,19 – 2,68 |
| (ii) VWAP 3 mesi | 2,11 – 2,57 |
| (iii) VWAP 6 mesi | 2,05 – 2,50 |
| (iv) prezzi obiettivo degli analisti di ricerca | 2,14 – 2,62 |
| (v) flussi di cassa attualizzati | 2,16 – 2,64 |

Il range del Rapporto di Cambio II è stato determinato dagli Amministratori applicando un +/- 10% a:

- per quanto riguarda i prezzi di mercato, il rapporto di cambio tra i VWAP per ciascun periodo di analisi;
- per quanto riguarda i prezzi obiettivo degli analisti di ricerca, il rapporto di cambio tra i valori mediani di ciascun gruppo di analisti;
- per quanto riguarda i flussi di cassa attualizzati, il rapporto di cambio tra i valori centrali risultanti dall'applicazione del metodo DCF.

Il range in cui i rapporti di cambio risultanti dalla comparazione delle varie metodologie si sovrappongono è tra 2,19 e 2,50 (l'“*Overlapping Range*”).

Considerando i risultati delle metodologie di valutazione applicate, i Consigli di Amministrazione di Mediaset, di DutchCo e di Mediaset España, dopo aver esaminato le valutazioni esposte nelle *fairness opinions* emesse dai rispettivi consulenti finanziari (in particolare, per quanto riguarda Mediaset, la *Fairness Opinion* dell'Advisor), hanno deciso di proporre:

- il Rapporto di Cambio I di 1 (una) Azione Ordinaria DutchCo (del valore nominale di Euro 0,01) per ciascuna azione Mediaset (del valore nominale di Euro 0,52); e
- il Rapporto di Cambio II di 2,33 (due virgola trentatré) Azioni Ordinarie DutchCo (del valore nominale di Euro 0,01 cadauna) per ciascuna azione di Mediaset España (del valore nominale di Euro 0,50).

Gli Amministratori sottolineano che il Rapporto di Cambio II concordato dalle parti rientra nell'“*Overlapping Range*” come sopra individuato.

Ciascun titolare di ADRs rappresentativi di azioni Mediaset riceverà un numero di ADRs rappresentativi di Azioni Ordinarie DutchCo come risultante dall'applicazione del Rapporto di Cambio I.

Sulla base dei Rapporti di Cambio, secondo quanto riferito nella Relazione degli Amministratori, assumendo che la quota di partecipazione di Mediaset nel capitale sociale di Mediaset España rimanga inalterata, e che il numero di azioni proprie detenute alla data del Progetto di Fusione da Mediaset (n. 44.071.568) e Mediaset España (n. 14.269.073) rimanga tale e, dunque, tali azioni proprie vengano annullate per effetto della Fusione, DutchCo emetterebbe n. 1.472.925.998 Azioni Ordinarie DutchCo, aventi valore nominale pari a Euro 0,01 ciascuna, per un valore nominale complessivo di Euro 14.729.259,98. L'ammontare esatto dell'aumento di capitale dipenderà, *inter alia*, dal numero di azioni proprie di Mediaset e Mediaset España detenute alla Data di Efficacia della Fusione.

8. LAVORO SVOLTO

Per le finalità del nostro incarico, abbiamo letto criticamente la Relazione degli Amministratori di Mediaset e l'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché le bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale.

Il Progetto di Fusione prevede che, ai fini della Fusione, il bilancio di Mediaset al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea degli azionisti di Mediaset in data 18 aprile 2019), il bilancio di Mediaset España al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea degli azionisti di Mediaset España in data 10 aprile 2019), e il bilancio di DutchCo al 31 dicembre 2018 (approvato dall'Assemblea di DutchCo in data 17 aprile 2019) costituiscano le situazioni patrimoniali di fusione in base alle leggi applicabili. I summenzionati bilanci sono stati revisionati dalle rispettive società di revisione, appartenenti al *network* Deloitte & Touche, che hanno rilasciato i loro pareri senza rilievi.

Considerato che il metodo di valutazione DCF, utilizzato dagli Amministratori e descritto al paragrafo 5.2 (iii), assume come base di riferimento i bilanci consolidati delle Società al 31 dicembre 2018, abbiamo incontrato il revisore del Gruppo Mediaset, Deloitte & Touche SpA, per discutere gli aspetti più rilevanti della revisione delle Società Partecipanti alla Fusione.

Abbiamo inoltre discusso con la direzione di Mediaset, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la redazione del bilancio e abbiamo effettuato analisi critiche degli ammontari in esso esposti. Abbiamo raccolto, specificatamente attraverso discussione con la direzione di Mediaset, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura del bilancio che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Le sopra menzionate attività sul bilancio sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione dei Rapporti di Cambio, abbiamo svolto le seguenti attività:

- discusso con la direzione di Mediaset e con il suo *Advisor* il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione dei Rapporti di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde analizzarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivate e non arbitrarie;
- analizzato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione dei Rapporti di Cambio e la loro applicazione, considerando le peculiarità delle Società Partecipanti alla Fusione;
- approfondito e discusso le motivazioni degli Amministratori di Mediaset riguardanti la scelta dei metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione dei Rapporti 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;

- in relazione al metodo dei flussi di cassa attualizzati relativi a Mediaset e Mediaset España, basati sulle proiezioni derivanti da un ampio numero di ricerche di analisti finanziari per il periodo 2019-2021, con l'aggiunta di estrapolazioni per il triennio 2022-2024, discusso con la direzione di Mediaset e con l'Advisor i criteri utilizzati per l'identificazione delle ricerche, lo sviluppo delle proiezioni e la loro ragionevolezza, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi a ogni dato di natura previsionale. Abbiamo inoltre ottenuto copia delle ricerche degli analisti e, per un campione delle stesse, le abbiamo riscontrate con le proiezioni effettuate dagli Amministratori. Abbiamo infine esaminato la correttezza matematica dei calcoli alla base delle proiezioni;
- in relazione ai prezzi di mercato delle azioni Mediaset e Mediaset España, quotate rispettivamente su Mercato Telematico Azionario e sui Mercati Azionari Spagnoli, ottenuto il calcolo delle medie ponderate sulla base dei volumi scambiati a un mese, tre mesi e sei mesi prima del 5 giugno 2019, riscontrandole con gli effettivi prezzi di borsa ed esaminando la correttezza matematica dei calcoli. Abbiamo inoltre rilevato ulteriori informazioni quali, a titolo esemplificativo, caratteristiche del flottante, volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- ottenuto un elenco dei prezzi obiettivo (*target price*) per le azioni Mediaset e Mediaset España, così come riportati in un ampio numero di ricerche di analisti finanziari, nonché ottenuto copia delle relative ricerche, con le quali abbiamo riscontrato il valore dei prezzi obiettivo;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di Mediaset e Mediaset España, con l'obiettivo di esaminare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- ricevuto formale attestazione del legale rappresentante di Mediaset sugli elementi di valutazione messi a nostra disposizione e sul fatto che, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'Operazione e agli altri elementi presi in considerazione tali da comportare la necessità di apportare aggiornamenti alle valutazioni predisposte dagli Amministratori.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

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

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, privilegiando la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società.

Gli Amministratori riferiscono infatti che, nelle valutazioni per operazioni di fusione, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione dei Rapporti di Cambio.

La determinazione finale dei Rapporti di Cambio effettuata dagli Amministratori si è posizionata al livello di (i) n. 1 azione di DutchCo per ogni azione di Mediaset (Rapporto di Cambio I) e (ii) n. 2,33 azioni di DutchCo per ogni azione Mediaset España (Rapporto di Cambio II).

Tenuto conto del Rapporto di Cambio I, secondo cui gli azionisti di Mediaset riceveranno un'azione ordinaria DutchCo per ogni azione Mediaset, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ha analizzato, nel contesto della Fusione, la valutazione relativa di Mediaset e Mediaset España, finalizzata alla determinazione del Rapporto di Cambio II tra azioni Mediaset España e azioni DutchCo e quindi, in modo equivalente (dato il Rapporto di Cambio I), tra azioni Mediaset España e azioni Mediaset.

La Relazione predisposta dagli Amministratori di Mediaset per illustrare l'operazione di Fusione indica le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dell'*Advisor*, ed i *range* del Rapporto di Cambio II ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie prescelte.

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

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Mediaset e di Mediaset España è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando criteri comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale quali metodologie principali o forme di controllo.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Mediaset e Mediaset España sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi, in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, ai fini dell'individuazione dei Rapporti di Cambio.
- Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare, per Mediaset e Mediaset España, tre metodologie (analisi dei prezzi di mercato, prezzi obiettivo degli analisti di ricerca e DCF) alle quali è stata attribuita eguale rilevanza principale, secondo un approccio che non ha comportato la necessità di individuazione di criteri di importanza relativa.
- La scelta degli Amministratori di adottare, ai fini delle proprie valutazioni sia criteri di mercato (quali l'analisi dei prezzi di mercato e i prezzi obiettivo degli analisti di ricerca), sia criteri economico-analitici (quale la metodologia DCF) appare in linea con la migliore dottrina. I metodi di mercato e quelli di tipo analitico in effetti risultano, ad oggi, quelli più

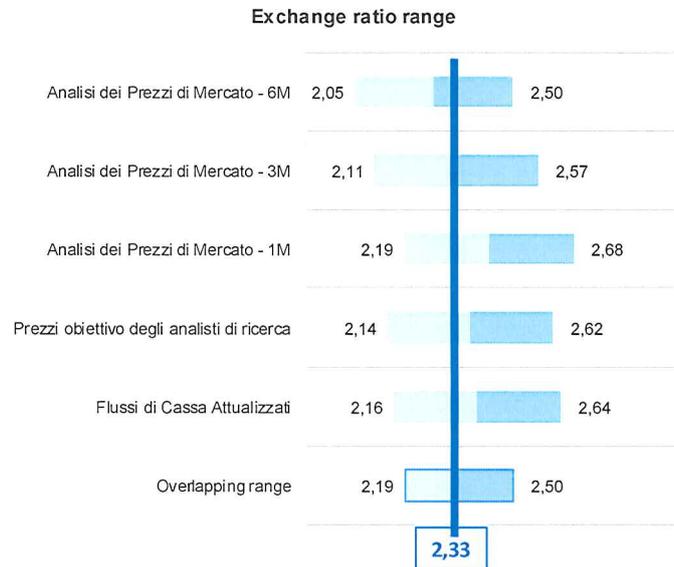
diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.

- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Mediaset e Mediaset España come entità separate su base c.d. “*stand alone*”. Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale Mediaset e Mediaset España senza tenere conto degli eventuali impatti economici e finanziari della Fusione, comprese le efficienze in termini di costi e risparmi. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo di Mediaset e Mediaset España ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio. Tale scelta risulta appropriata e in linea con l’orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.
- Il riferimento all’analisi dei prezzi di mercato individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante approccio della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti le quotazioni di Borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate: le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l’andamento economico e finanziario della società. In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l’arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generino fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi esaminate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori stessi, e risultano, nelle circostanze, appropriate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.
- Nell’applicazione nel caso di specie dell’analisi dei prezzi di mercato sono stati utilizzati dagli Amministratori valori rilevati su intervalli temporali di diversa ampiezza. In particolare, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad archi temporali di un mese, tre mesi e sei mesi anteriori rispetto alla data del 5 giugno 2019. Tenuto anche conto delle caratteristiche dell’Operazione, la scelta degli Amministratori di fare riferimento a medie dei valori di borsa registrati in orizzonti temporali antecedenti la data del Consiglio di Amministrazione del 7 giugno 2019 che ha assunto la decisione di avviare l’Operazione, e pertanto non condizionato dagli effetti dell’annuncio medesimo, risulta ragionevole e in linea con la prassi.
- La scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina espressasi sul tema. Con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni, il Consiglio di Amministrazione ha deciso di utilizzare medie ponderate in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione: anche tale scelta degli Amministratori appare dunque ragionevole.

- I prezzi obiettivo degli analisti di ricerca sono stime di prezzi che si potranno formare sul mercato in un predefinito orizzonte temporale, al verificarsi di certi eventi o alla condivisione da parte di altri partecipanti al mercato di talune *assumption* che non sono apprezzate nei prezzi correnti. Tali stime rappresentano il risultato sintetico dell'applicazione di molteplici metodologie valutative da parte di una pluralità di soggetti, configurando, sotto il profilo teorico, un'indicazione di valore potenziale. Tale approccio è riscontrabile nella prassi valutativa, anche di operazioni di fusione, e pertanto la scelta degli Amministratori in ordine al suo utilizzo risulta nelle circostanze accettabile.
- Nel caso specifico, gli Amministratori hanno scelto di utilizzare, con riferimento sia a Mediaset sia a Mediaset España, specificamente i *report* degli analisti finanziari emessi successivamente alla pubblicazione dei risultati del 2018 sino al 17 maggio 2019, che includono le ricerche emesse successivamente alla pubblicazione delle "Informazioni periodiche finanziarie aggiuntive" di Mediaset al 31 marzo 2019 e dei "*First Quarter Results*" per l'esercizio 2019 di Mediaset España: la scelta degli Amministratori al riguardo appare ragionevole e non arbitraria, in quanto tiene conto dell'informativa più aggiornata fornita al mercato per entrambe le società. Inoltre, gli Amministratori hanno ritenuto di non considerare i report degli analisti finanziari indicanti i valori estremi (vale a dire il più alto e il più basso) in termini di proiezioni sull'EBIT 2020: anche sotto questo profilo, l'approccio degli Amministratori appare ragionevole e appropriato da un punto di vista tecnico.
- È in linea con la tecnica professionale l'applicazione della metodologia DCF, che risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Il metodo DCF è stato sviluppato dagli Amministratori determinando l'*Enterprise Value* di Mediaset e di Mediaset España attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che si stima le due società possano generare in futuro, utilizzando come riferimento le proiezioni *stand alone* sviluppate dagli analisti di ricerca riguardanti Mediaset e Mediaset España. Tali flussi di cassa operativi prospettici sono stati attualizzati a tassi di sconto che tengono conto della struttura finanziaria di entrambe le società e del valore temporale del denaro. Al valore attuale dei flussi è stato aggiunto l'effetto dei benefici fiscali di cui godono attualmente Mediaset e Mediaset España. All'*Enterprise Value* così determinato è stato quindi sottratto l'indebitamento finanziario e sono state apportate ulteriori rettifiche in relazione, tra l'altro, alle *minorities* e alle partecipazioni, al fine di determinare l'*Equity Value* di Mediaset e di Mediaset España. In tale contesto, l'indebitamento finanziario è stato rettificato anche al fine di tenere in considerazione (i) il pagamento in data 30 aprile 2019 da parte di Mediaset España di Euro 0,31557917 per azione a titolo di dividendo e (ii) l'importo di Euro 95.532.864,96 relativo al *buyback* di nr. 14.419.910 azioni di Mediaset España. A tale proposito, nella Relazione vengono illustrate sinteticamente le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto, ma non anche le scelte effettuate per la sua concreta applicazione e i parametri individuati e utilizzati. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi esaminate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.
- Con riferimento ai dati previsionali di Mediaset e di Mediaset España necessari per lo sviluppo della metodologia DCF, gli Amministratori hanno espressamente indicato le modalità con le quali sono stati costruiti detti dati, tenuto conto del fatto che non esiste un *business plan* completo per il Gruppo disponibile ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio. In

particolare, gli Amministratori riferiscono espressamente che la valutazione tramite la metodologia DCF si è basata: (i) per il periodo 2019-2021, su proiezioni ricavate da un ampio numero di ricerche di analisti finanziari successive alla pubblicazione dei risultati 2018 sino al 17 maggio 2019 (che includono le ricerche emesse successivamente alla pubblicazione delle “Informazioni periodiche finanziarie aggiuntive” di Mediaset al 31 marzo 2019 e dei “*First Quarter Results*” per l’esercizio 2019 di Mediaset España), con l’esclusione delle due ricerche che riportano il valore più alto e il valore più basso in termini di proiezioni sull’EBIT 2020; (ii) per il periodo 2022-2024, su estrapolazioni in linea con le attuali aspettative di lungo termine che il *management* italiano e spagnolo hanno sui rispettivi *business*. Tale approccio è stato adottato in maniera omogenea sia per Mediaset sia per Mediaset España: esso è stato concordato e convalidato dai rispettivi *management*, i quali hanno confermato che le proiezioni e le estrapolazioni sono sostanzialmente in linea con le attuali aspettative di lungo termine sui rispettivi *business* e utilizzato dai rispettivi organi amministrativi per le proprie proposte alle Assemblee. Tale scelta metodologica, pur non in linea con un più comune approccio che presuppone la disponibilità di un piano economico-finanziario completo predisposto dal *management* e formalmente approvato e fatto proprio dall’organo amministrativo della società oggetto della valutazione, appare nelle circostanze accettabile e non arbitraria.

- Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare l’impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell’ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l’analisi dell’accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- La Relazione illustra e fornisce le ragioni in merito alle ulteriori metodologie che gli Amministratori hanno ritenuto non utilizzabili nel caso di specie, vale a dire i multipli di società comparabili e i multipli di transazioni precedenti. In particolare, con riferimento alle richiamate metodologie, gli Amministratori hanno argomentato la scelta affermando che, sebbene si tratti di tecniche di valutazione comunemente utilizzate, hanno il limite di basarsi su valori medi di settore piuttosto che sulle peculiarità di Mediaset e Mediaset España, che sono note al mercato e teoricamente riflesse nei propri multipli e nei prezzi di mercato delle azioni. Alla luce delle informazioni fornite dagli Amministratori nella loro Relazione, la scelta di non adottare le richiamate metodologie appare nelle specifiche circostanze motivata e non arbitraria.
- Sulla base dei *range* risultanti dalle diverse metodologie sviluppate, alle quali è stata attribuita eguale rilevanza principale, gli Amministratori hanno provveduto a definire, all’esito delle negoziazioni che caratterizzano usualmente tale tipologia di operazioni, i Rapporti di Cambio che saranno proposti alle Assemblee.
- I *range* individuati dagli Amministratori con ciascuna metodologia relativamente al Rapporto di Cambio II sono di seguito riepilogati graficamente:



- In particolare, tenuto conto del Rapporto di Cambio I tra azioni DutchCo e azioni Mediaset individuato come pari a 1 a 1, il Rapporto di Cambio II tra azioni DutchCo e azioni Mediaset España si posiziona sostanzialmente in corrispondenza del valore medio dell'*Overlapping Range*, vale a dire il *range* in cui i rapporti di cambio risultanti dalla comparazione delle varie metodologie si sovrappongono. I sopra indicati *range* di ciascuna metodologia sono stati determinati dagli Amministratori attraverso l'applicazione di un +/- 10% rispetto ai valori puntuali emersi da ciascuna delle stesse. Dalle analisi di sensitività da noi condotte emerge che il Rapporto di Cambio II si colloca comunque pienamente anche all'interno del *range* ricavabile dal più basso (2,28) e dal più alto (2,43) dei valori medi impliciti negli intervalli sopra richiamati. Tale elemento rappresenta ulteriore conferma, sotto i profili della ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine all'adeguatezza nelle circostanze delle considerazioni svolte nel presente paragrafo.

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

- (i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
 - le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle analisi dei prezzi di mercato e il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione. Nel

caso di specie, inoltre, le azioni Mediaset e le azioni Mediaset España sono quotate su mercati regolamentati differenti e, dunque, i rispettivi corsi di borsa possono in linea di principio risentire delle peculiarità proprie dello specifico mercato di quotazione.

- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sulla base della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-finanziarie, nel caso di specie elaborate in funzione delle ricerche degli analisti finanziari sulla base di un approccio da noi commentato al precedente paragrafo 9. In ogni caso, occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative ad eventi futuri che non necessariamente si verificheranno. Deve inoltre essere sottolineato che i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
 - L'informativa prospettica economico-finanziaria rappresentata dai flussi di cassa su cui si basa l'applicazione del metodo DCF è desumibile da un *consensus* degli analisti di mercato definito in funzione di svariate osservazioni, così come evidenziato in precedenza. La coerenza tra i dati di mercato e la base informativa necessaria per lo sviluppo della specifica metodologia valutativa è dunque implicita nella modalità stessa di costruzione dei flussi di cassa futuri. Tuttavia, stante il predetto approccio, non risultano disponibili particolari dettagli delle grandezze economico-finanziarie utilizzate per finalità valutative, poiché si tratta essenzialmente di indicazioni quantitative sintetiche su specifiche metriche, che, seppur avallate dalle direzioni nella loro magnitudo complessiva, risultano prive della possibilità di essere disaggregate in specifiche componenti.
 - Nello svolgimento della nostra attività non ci è stato possibile ottenere le relazioni redatte da Grant Thornton S.L.P., esperto nominato in Spagna ai sensi dell'articolo 34 della LME, e da Deloitte Accountants B.V., esperto nominato in Olanda ai sensi delle Sezioni 2:328, comma I, e 2:333g del codice civile olandese. Abbiamo comunque avuto modo di discutere e approfondire in appositi incontri con detti soggetti il lavoro da loro svolto e le conclusioni dagli stessi raggiunte.
- (ii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:
- la Relazione degli Amministratori non illustra direttamente i dettagli analitici in ordine ai differenti parametri utilizzati per lo sviluppo dei vari metodi prescelti, né i valori unitari delle azioni utilizzati per la determinazione dei Rapporti di Cambio. Tali elementi e dettagli sono stati comunque messi a nostra disposizione dagli Amministratori nella documentazione da noi richiesta e utilizzata nel corso dello svolgimento del lavoro, indicata al precedente paragrafo 4, nonché riportati in maniera sintetica negli allegati alla Relazione.

- Gli Amministratori riferiscono che Mediaset, Mediaset España e DutchCo sono parti correlate, in quanto Mediaset España e DutchCo sono società controllate da Mediaset, ma che la Fusione beneficia dell'esenzione prevista dall'articolo 14, comma 2, del Regolamento approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e dall'articolo 7, lett. d), delle "Procedure per le operazioni con parti correlate" adottate da Mediaset. In virtù di tale esenzione, gli Amministratori riferiscono che Mediaset non pubblicherà il relativo documento informativo ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento. Si ricorda altresì che, sempre in virtù di tale esenzione, l'operazione non è stata sottoposta al parere preventivo del comitato di amministratori indipendenti istituito ai sensi delle sopra richiamate procedure. Secondo quanto riferito dagli Amministratori, inoltre, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España ha affidato l'analisi della prospettata Operazione, il relativo processo decisionale nonché la predisposizione del Progetto di Fusione a un comitato interno (c.d. *Merger Committee*) composto da quattro membri, dei quali tre amministratori indipendenti e un membro c.d. "esterno" del Consiglio di Amministrazione di Mediaset España. Nella medesima ottica, gli amministratori nominati dal socio di maggioranza Mediaset e gli amministratori esecutivi di Mediaset España si sono astenuti dal partecipare alle discussioni, alla negoziazione e alla votazione del Progetto di Fusione, che è stato pertanto approvato dal solo membro c.d. "esterno" e dai membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione di Mediaset España.
- Gli Amministratori segnalano che è in corso un contenzioso tra Mediaset e Vivendi S.A. a seguito del mancato completamento di un'operazione che ha coinvolto l'iniziativa Mediaset Premium e che, qualora l'esito del contenzioso fosse favorevole a Mediaset, a quest'ultima potrebbe essere riconosciuto un risarcimento in denaro. Gli Amministratori riferiscono di non aver considerato prudenzialmente alcun ricavato dal contenzioso ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.
- La Relazione riporta inoltre che, in generale, nessuna evoluzione riguardante specifici contenziosi (attuali o potenziali) di Mediaset e di Mediaset España è stata tenuta in considerazione a fronte del grado di incertezza dei loro esiti e delle tempistiche connesse ai medesimi.
- La direzione di Mediaset ci ha confermato che Mediaset e Mediaset España non hanno emesso strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni di nuova emissione (obbligazioni convertibili e/o *cum warrant* e/o *warrants* e/o altri strumenti finanziari convertibili) e che i piani di incentivazione su base azionaria attualmente in essere non comportano aumenti, anche gratuiti, di capitale sociale al servizio di detti piani.
- Si segnala che agli azionisti di Mediaset è stato riconosciuto dagli Amministratori il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, del codice civile e dell'articolo 5 del D.Lgs. 108/2008. Pertanto, resta ferma la possibilità per gli azionisti di Mediaset, qualora non intendessero partecipare alla Fusione, di ottenere la liquidazione in denaro della loro partecipazione sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni Mediaset nei sei mesi che precedono la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea, ai sensi dell'articolo 2437-ter, comma 3, del codice civile (8 giugno 2019). Sulla base di tale criterio, gli Amministratori di

Mediaset riferiscono di avere fissato il valore di liquidazione delle azioni di Mediaset ai fini del recesso come pari a Euro 2,77.

- Gli Amministratori riferiscono inoltre che la finalizzazione dell'Operazione è condizionata a una serie di condizioni sospensive puntualmente indicate al paragrafo 1.2 della loro Relazione. Si segnala in particolare che l'Operazione è subordinata alla circostanza che non venga superato l'importo di Euro 180 milioni per il pagamento da parte di Mediaset e Mediaset España (i) agli azionisti di Mediaset e Mediaset España che abbiano esercitato il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437-*quater* del codice civile e ai sensi dell'articolo 62 della LME e l'ulteriore normativa spagnola applicabile e/o (ii) ai creditori di Mediaset e di Mediaset España che abbiano proposto opposizione alla Fusione ai sensi della legge applicabile.
- Esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni DutchCo attribuite in concambio agli azionisti Mediaset e Mediaset España, con conseguente piena facoltà di questi ultimi, a seguito della consegna delle azioni di DutchCo, di negoziarle sul mercato.

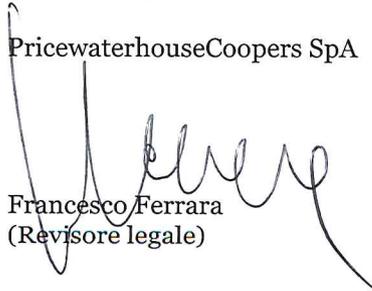
11 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Mediaset SpA siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio pari a:

- n. 1 azione ordinaria di Mediaset Investment NV per ogni azione di Mediaset SpA;
- n. 2,33 azioni ordinarie di Mediaset Investment NV per ogni azione Mediaset España Comunicación SA.

Milano, 18 giugno 2019

PricewaterhouseCoopers SpA



Francesco Ferrara
(Revisore legale)