



ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEGLI AZIONISTI

**Relazione illustrativa sulla proposta all'ordine del giorno
dell'assemblea straordinaria degli azionisti**

INFORMAZIONI IMPORTANTI PER GLI INVESTITORI E GLI AZIONISTI

Il presente documento ha scopo puramente informativo e non è inteso e non costituisce un'offerta o un invito a scambiare, vendere o una sollecitazione di un'offerta di sottoscrizione o acquisto, o un invito a scambiare, acquistare o sottoscrivere alcun strumento finanziario o qualsiasi parte del *business* o degli *asset* qui descritti, qualsiasi altra partecipazione o una sollecitazione di qualsiasi voto o approvazione in qualsiasi giurisdizione, in relazione a questa operazione o altrimenti, né avrà luogo alcuna vendita, emissione o trasferimento di strumenti finanziari in qualsiasi giurisdizione in violazione della legge applicabile. Nessuna offerta di strumenti finanziari sarà effettuata. Questo documento non è un prospetto, un'informativa sul prodotto finanziario o altro documento di offerta ai fini della direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, come modificata, in particolare, dalla direttiva 2010/73/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, come modificata e attuata in ciascuno Stato Membro dello Spazio Economico Europeo e in base alla legge italiana, spagnola e olandese.

Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico in Italia, ai sensi della Sezione 1, lettera (t) del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato e integrato, né in Spagna, ai sensi dell'articolo 35.1 del testo riformulato del *Securities Market Act* approvato con Regio Decreto Legislativo 4/2015, del 23 ottobre. L'emissione, la pubblicazione o la distribuzione del presente documento in alcune giurisdizioni possono essere limitati dalla legge, e pertanto i soggetti nelle giurisdizioni in cui il presente documento viene rilasciato, pubblicato o distribuito devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il presente documento non costituisce un'offerta di vendita di strumenti finanziari negli Stati Uniti ai sensi del Securities Act o in qualsiasi altra giurisdizione in cui è illegale farlo, o una sollecitazione di voti per l'assemblea degli azionisti citata nel presente documento. Gli strumenti finanziari di cui al presente documento non sono stati e non saranno registrati ai sensi del Securities Act o delle leggi concernenti gli strumenti finanziari di qualsiasi stato degli Stati Uniti, e qualsiasi dichiarazione contraria costituisce una violazione della legge. Gli strumenti finanziari di cui al presente documento non possono essere offerti o venduti negli Stati Uniti o a, o per conto o a beneficio di, U.S. Persons, come definite nella Regulation S ai sensi del Securities Act, salvo in virtù di un'esenzione o in un'operazione non soggetta agli obblighi di registrazione del Securities Act e alle leggi statali o locali applicabili in materia di strumenti finanziari.

* * *

Disclaimer per gli investitori americani

La presente Operazione concerne strumenti finanziari di una società estera. L'Operazione è soggetta agli obblighi di comunicazione di un Paese straniero che sono diversi da quelli degli Stati Uniti. I bilanci eventualmente inclusi nei documenti sono stati redatti in conformità a principi contabili esteri che potrebbero non risultare comparabili a quelli utilizzati nei bilanci delle società statunitensi.

Potrebbe essere difficile per voi esercitare i vostri diritti e qualsiasi pretesa giudiziale sulla base delle leggi federali statunitensi sugli strumenti finanziari, poiché l'emittente ha sede in un Paese straniero e alcuni o tutti i suoi dirigenti e amministratori possono essere residenti in un Paese straniero. Potreste non riuscire a citare in giudizio una società straniera o i suoi dirigenti o amministratori presso un tribunale straniero per violazione delle leggi statunitensi sugli strumenti finanziari. Potrebbe risultare difficile costringere una società straniera e le sue affiliate a dare esecuzione ad una decisione di un tribunale statunitense.

Dovete essere consapevoli del fatto che l'emittente potrebbe acquistare strumenti finanziari al di fuori dell'Operazione, come, ad esempio, sul mercato o mediante acquisti privati fuori mercato.

* * *

Dichiarazioni previsionali

Il presente documento contiene alcune dichiarazioni previsionali relative a Mediaset, Mediaset España e alla proposta operazione di aggregazione. Tutte le dichiarazioni incluse nel presente documento relative ad attività, eventi o sviluppi attesi, creduti o previsti che si verifichino o che si possano verificare in futuro sono dichiarazioni previsionali. Le dichiarazioni previsionali si basano sulle attuali aspettative e proiezioni su eventi futuri e comportano rischi noti e sconosciuti, incertezze e altri fattori, tra cui, a titolo esemplificativo, i seguenti: volatilità e deterioramento dei mercati dei capitali e finanziari, cambiamenti nelle condizioni economiche generali, crescita economica e altri cambiamenti nelle condizioni di business, cambiamenti nella regolamentazione governativa, incertezze sulla realizzabilità della prospettata operazione di aggregazione, incertezze sui tempi della prospettata operazione di aggregazione, incertezze circa il numero di azionisti che parteciperanno alla prospettata operazione di aggregazione, il rischio che l'annuncio della prospettata operazione di aggregazione possa rendere più difficile per Mediaset o Mediaset España stabilire o mantenere relazioni con i suoi dipendenti, fornitori e altri partner commerciali, il rischio che le attività di Mediaset o Mediaset España subiscano un impatto negativo durante il periodo precedente al perfezionamento della prospettata operazione di aggregazione; il rischio che le attività di Mediaset o di Mediaset España non siano integrate con successo e altri fattori economici, commerciali e concorrenziali che incidono sulle attività di Mediaset e di Mediaset España in generale, compresi quelli indicati nelle relazioni finanziarie annuali per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 di Mediaset e di Mediaset España.

Pertanto, Mediaset e Mediaset España e le loro affiliate, nonché i loro amministratori, consulenti, dipendenti e rappresentanti, declinano espressamente qualsiasi responsabilità per tali dichiarazioni previsionali.

Tali dichiarazioni previsionali si riferiscono solo alla data del presente documento e né Mediaset né Mediaset España si impegnano ad aggiornare o rivedere alcuna dichiarazione previsionale, sia a seguito di nuove informazioni, eventi e sviluppi futuri o altro, tranne nei casi previsti dalla legge.

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIASET S.P.A. RELATIVA AL PROGETTO COMUNE DI FUSIONE TRANSFRONTALIERA TRIPARTITA RELATIVO ALLA FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI MEDIASET S.P.A. E MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN S.A. NELLA SOCIETÀ DI DIRITTO OLANDESE MEDIASET INVESTMENT N.V., INTERAMENTE CONTROLLATA DA MEDIASET S.P.A.

La presente relazione è stata predisposta ai sensi dell'Articolo 2501-*quinquies* del codice civile, dell'Articolo 8 del Decreto Legislativo n. 108 del 30 maggio 2008 e dell'Articolo 70, comma 2, del regolamento adottato con Delibera Consob n. 11971/1999.

Signori Azionisti,

sottoponiamo alla Vostra approvazione il progetto comune di fusione transfrontaliera tripartita relativo alla fusione per incorporazione di Mediaset S.p.A. (**Mediaset**) e di Mediaset España Comunicación S.A. (**Mediaset España**) in Mediaset Investment N.V. (**DutchCo**), società di diritto olandese interamente controllata da Mediaset.

La presente relazione (la **Relazione**) è stata predisposta ai sensi dell'Articolo 2501-*quinquies* del codice civile, dell'Articolo 8 del Decreto Legislativo n. 108 del 30 maggio 2008 (il **Decreto Legislativo 108**) e, poiché le azioni di Mediaset sono quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il **Mercato Telematico Azionario**), anche ai sensi dell'Articolo 70, comma 2, della Delibera Consob n. 11971/1999 (il **Regolamento Emittenti**) nonché nel rispetto dello schema n. 1 dell'Allegato 3A del Regolamento Emittenti. Due relazioni illustrative separate sono state predisposte, rispettivamente, dal consiglio di amministrazione di Mediaset España (il **Consiglio di Amministrazione di Mediaset España**) e dal consiglio di amministrazione di DutchCo (il **Consiglio di Amministrazione di DutchCo**).

La proposta di deliberazione da sottoporre alla Vostra approvazione è riportata in allegato alla presente Relazione.

La restante documentazione relativa alla Fusione (ivi incluso il Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera, come di seguito definito) sarà messa a disposizione ai sensi di legge.

Prima dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Mediaset (l'**Assemblea Straordinaria Mediaset**), convocata per l'approvazione della Fusione (come di seguito definita), Mediaset renderà disponibili sul proprio sito internet (www.mediaset.it) le "Domande e Risposte" relative alla Fusione e predisposte da Mediaset ai sensi dell'Articolo 127-*ter*, comma 2, del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (il **TUF**).

1. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E MOTIVAZIONI DELLA STESSA

1.1. La Fusione

Introduzione

La presente Relazione è stata predisposta dal consiglio di amministrazione di Mediaset (il **Consiglio di Amministrazione di Mediaset**) e, congiuntamente con il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España e il Consiglio di Amministrazione di DutchCo, i **Consigli di Amministrazione**) al fine di descrivere la fusione transfrontaliera tripartita per incorporazione di Mediaset e Mediaset España in DutchCo (la **Fusione**). A seguito dell'efficacia della Fusione, la denominazione di DutchCo sarà modificata in "MFE - MEDIAFOREUROPE N.V." (**MFE - MEDIAFOREUROPE** o **MFE**).

DutchCo, Mediaset e Mediaset España (congiuntamente definite le **Società Partecipanti alla Fusione**) 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).

Subordinatamente al completamento delle formalità preliminari alla Fusione e all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) delle condizioni sospensive, come descritte nel Paragrafo 1.2, la Fusione sarà eseguita in conformità con quanto previsto dalla Sezione 2:318 del codice civile olandese (il **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 ad 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.

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 (la **Direttiva**), 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, e (iii) in Spagna secondo quanto previsto dal Capitolo II del Titolo II della Legge 3/2009 del 3 aprile sulle modifiche strutturali delle società commerciali (la **LME**).

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**).

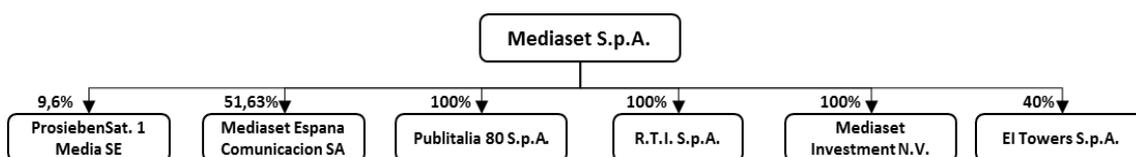
Di conseguenza, prima che la Fusione sia perfezionata, a Mediaset e a Mediaset España non farà capo alcuna attività in proprio (eccezion fatta per alcune attività finanziarie che rimarranno proprie di Mediaset e che saranno trasferite a MFE per effetto della Fusione). A seguito dell'efficacia della Fusione,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

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

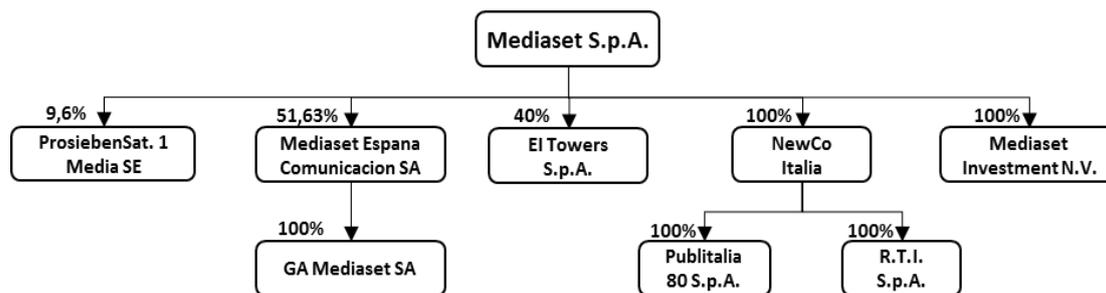
Le Riorganizzazioni Preliminari saranno perfezionate prima della stipulazione dell'Atto di Fusione e, pertanto, non saranno condizionate al perfezionamento della Fusione.

Alla luce della struttura della prospettata Operazione, la presente Relazione è stata predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset tenendo conto dell'intera Operazione e del suo impatto complessivo su Mediaset.

Si riporta di seguito l'attuale struttura del Gruppo.

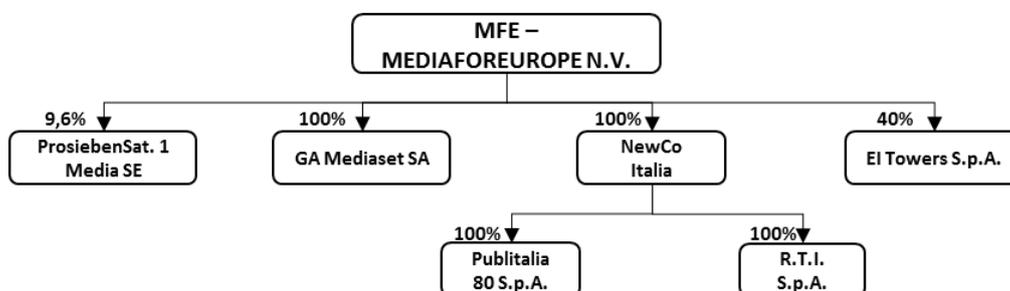


Si riporta di seguito la struttura del Gruppo in un momento successivo al perfezionamento delle Riorganizzazioni Preliminari, ma anteriore al perfezionamento della Fusione.



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.

Si riporta di seguito la struttura del Gruppo in un momento successivo al perfezionamento della Fusione.



In data odierna il Consiglio di Amministrazione di Mediaset ha approvato il progetto comune di fusione transfrontaliera, predisposto congiuntamente dai Consigli di Amministrazione (il **Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera**).

La Fusione sarà sottoposta all'approvazione degli azionisti di Mediaset, degli azionisti di Mediaset España e dell'unico socio di DutchCo (*i.e.*, Mediaset) rispettivamente all'Assemblea Straordinaria Mediaset, all'assemblea degli azionisti di Mediaset España (l'**Assemblea Mediaset España**) e all'assemblea dei soci di DutchCo.

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 (*Sistema de Interconexión Bursátil Español* – il **SIBE**), organizzato e gestito da *Sociedad de Bolsas, S.A.U.*

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 (per maggiori informazioni sulle condizioni sospensive, si rinvia al Paragrafo 1.2). Inoltre, DutchCo presenterà domanda di ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sui Mercati Azionari Spagnoli, per la loro negoziazione attraverso il SIBE.

Si prevede che la quotazione e le negoziazioni delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario e sui Mercati Azionari Spagnoli (attraverso il SIBE) abbiano inizio alla Data di Efficacia della Fusione ovvero in una data prossima alla medesima.

Al fine dell'ammissione a quotazione e alla negoziazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario, DutchCo dovrà presentare a Borsa Italiana S.p.A. le relative domande di ammissione a quotazione e alle negoziazioni.

Al fine dell'ammissione a quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo sui Mercati Azionari Spagnoli per la loro negoziazione sul SIBE, DutchCo dovrà presentare le relative domande di ammissione a quotazione e alle negoziazioni, rispettivamente, alle società di gestione dei Mercati Azionari Spagnoli e alla commissione nazionale spagnola del mercato di valori mobiliari (*Comisión Nacional del Mercado de Valores* – la **CNMV**).

DutchCo dovrà altresì predisporre un prospetto di quotazione da sottoporre all'autorità di vigilanza olandese (*Autoriteit Financiële Markten – l'AFM*); il prospetto di quotazione, a seguito dell'approvazione da parte dell'AFM, dovrà beneficiare del c.d. "regime di passaporto" ai fini della sua validità in Italia e in Spagna, ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Pertanto, 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, per la loro negoziazione attraverso il SIBE.

Documenti pubblici

Ai fini della Fusione e ai sensi dell'Articolo 2501-*septies* del codice civile italiano e dell'Articolo 70, comma 1, del Regolamento Emittenti, in aggiunta alla presente Relazione e alle relazioni predisposte dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset España e dal Consiglio di Amministrazione di DutchCo, i seguenti documenti saranno resi disponibili, ai sensi delle leggi e dei regolamenti applicabili, sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it) e presso la sede legale di Mediaset a Milano, via Paleocapa 3, nonché presso l'ufficio principale di DutchCo e sul sito internet di Mediaset España (www.telecinco.es), al fine di consentire a tutti di prenderne visione:

- (i) il Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera;
- (ii) le relazioni degli esperti sulla congruità dei Rapporti di Cambio (come di seguito definiti) predisposte da (i) PricewaterhouseCoopers S.p.A. (**PwC**) nell'interesse di Mediaset, ai sensi dell'Articolo 2501-*sexies* del codice civile italiano e dell'Articolo 9 del Decreto Legislativo 108; (ii) Grant Thornton, S.L.P. (**Grant Thornton**) nell'interesse di Mediaset España, ai sensi dell'Articolo 34 della LME; e (iii) Deloitte Accountants B.V. (**Deloitte**) nell'interesse di DutchCo, ai sensi delle Sezioni 2:328, comma I, e 2:333g del Codice Civile Olandese;
- (iii) i bilanci di Mediaset, Mediaset España e DutchCo al 31 dicembre 2018, ai sensi, rispettivamente, dell'Articolo 2501-*quater* del codice civile italiano, dell'Articolo 36 della LME e della Sezione 2:314 del Codice Civile Olandese;
- (iv) i bilanci di Mediaset e di Mediaset España per gli esercizi 2017 e 2016, insieme alle relative relazioni illustrative allegate; con riferimento a DutchCo, che è stata costituita in data 20 dicembre 2017, sarà reso disponibile il bilancio (comprensivo di relazione illustrativa del consiglio di amministrazione) per l'esercizio fiscale terminato al 31 dicembre 2017.

Motivazioni della Fusione

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 consentirà a MFE 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 di trovare una sede neutrale e adeguata alla realizzazione di un progetto così ambizioso (come testimoniato da altre società che hanno adottato la medesima struttura societaria). 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 a il 9,9% dei diritti di voto escludendo le azioni proprie. Negli ultimi 5 anni Mediaset e Mediaset España hanno sviluppato con ProSiebenSat.1 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 tutti elementi cruciali per realizzare una proficua strategia di sviluppo all'altezza di una *media company* moderna.

In particolare, i consigli di amministrazione di Mediaset e Mediaset España ritengono 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. Tali vantaggi, 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.

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, i consigli di amministrazione di Mediaset e Mediaset España ritengono 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.

Rapporti di cambio

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**).

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 (l’**Agente per le Azioni Frazionate**).

L’Agente per le Azioni Frazionate, agendo per proprio conto e assumendosi ogni rischio, riconoscerà agli

azionisti, come corrispettivo per il trasferimento delle azioni di Mediaset España (o di frazioni delle medesime), un ammontare in denaro pari al prezzo di mercato. A sua volta, l'Agente per le Azioni Frazionate effettuerà, a proprio nome e per proprio conto, il concambio di tali azioni e frazioni di azioni Mediaset España (dopo aver aggregato tutte le frazioni di azioni acquistate) con un corrispondente numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo, in applicazione del Rapporto di Cambio II; le Azioni Mediaset España (o le frazioni delle medesime) che diano luogo a frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo che l'Agente per le Azioni Frazionate venga a detenere non verranno considerate.

Le 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.

Per mera chiarezza, si precisa 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 il paragrafo di cui sopra troverà 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 corrispondersi 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 Paragrafo 11.

1.2. Condizioni sospensive

Il perfezionamento della Fusione attraverso la stipulazione dell'Atto di Fusione è subordinato all'avveramento delle seguenti condizioni sospensive, fermo restando che Mediaset e Mediaset España possono congiuntamente rinunciare all'avveramento delle condizioni indicate *sub* (iv) e (v):

- (i) che le Riorganizzazioni Preliminari siano state perfezionate; a tal fine, *inter alia*, la Segreteria di Stato spagnola per lo Sviluppo Digitale, facente riferimento al Ministero dell'Economia e dell'Impresa (*Secretaría de Estado para el Avance Digital del Ministerio de Economía y Empresa* – la **SEAD**) dovrà aver fornito la propria autorizzazione al trasferimento delle licenze dei diritti audiovisivi, attualmente di proprietà di Mediaset España, a favore di GA Mediaset;
- (ii) che le Azioni Ordinarie DutchCo, che dovranno essere emesse ed assegnate agli azionisti di Mediaset e di Mediaset España a seguito dell'efficacia della Fusione, siano state ammesse a quotazione sul Mercato Telematico Azionario e sia stato rilasciato il provvedimento di ammissione alle negoziazioni. Tale ammissione sarà subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte dell'AFM e/o delle altre autorità competenti;
- (iii) che nessuna entità governativa di una giurisdizione competente abbia approvato, emesso, promulgato, attuato o presentato qualsivoglia provvedimento che abbia l'effetto di vietare o rendere invalida – o estremamente gravosa – l'esecuzione dell'Operazione;
- (iv) che l'ammontare in denaro eventualmente da pagarsi da parte di Mediaset e Mediaset España (a) agli azionisti di Mediaset e Mediaset España che abbiano esercitato il diritto di recesso in relazione alla Fusione ai sensi dell'Articolo 2437-*quater* del codice civile italiano e ai sensi dell'Articolo 62 della LME e l'ulteriore normativa spagnola applicabile e/o (b) ai creditori di Mediaset e di Mediaset España che abbiano proposto opposizione alla Fusione ai sensi della legge applicabile (o alternativamente, a entità finanziarie al fine di garantire in maniera sufficiente i crediti di tali creditori di Mediaset e di Mediaset España) (**Ammontare del Recesso e delle Opposizioni**), non ecceda complessivamente l'importo di Euro 180 milioni, fermo restando, in ogni caso e per chiarezza, che l'Ammontare del Recesso e delle Opposizioni sarà calcolato al netto dell'importo complessivo dovuto dai soci di Mediaset o dai terzi per l'acquisto delle azioni Mediaset ai sensi dell'Articolo 2437-*quater* del codice civile italiano, nonché dell'importo complessivo da corrispondersi (o corrisposto) da soggetti terzi ai sensi di qualsivoglia acquisto o impegno di acquisto di azioni Mediaset e/o Mediaset España in relazione alle quali sia stato esercitato il diritto di recesso; e
- (v) che non si siano verificati, in qualsiasi momento prima della stipulazione dell'Atto di Fusione, a livello nazionale o internazionale, (a) eventi o circostanze di carattere straordinario comportanti mutamenti nella situazione normativa, politica, economica, finanziaria, valutaria o dei mercati dei capitali, o qualsiasi *escalation* o aggravamento degli stessi; o (b) eventi o circostanze che,

individualmente o nell'insieme, comportino o sia ragionevole ritenere che possano comportare mutamenti sostanzialmente pregiudizievoli sulla situazione giuridica, sugli affari, sui risultati economici o sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria (anche prospettica) di Mediaset e/o di Mediaset España e/o sull'andamento di mercato delle azioni di Mediaset e/o di Mediaset España e/o che possano avere un impatto negativo rilevante sull'Operazione (**Clausola MAC**).

Mediaset, Mediaset España e DutchCo comunicheranno al mercato l'avveramento o il mancato avveramento (o la rinuncia, ove applicabile) delle condizioni sospensive che precedono.

In aggiunta alle condizioni sospensive sopra elencate, prima della Data di Efficacia della Fusione:

- (i) Deloitte dovrà avere rilasciato a DutchCo, secondo quanto previsto dalle applicabili disposizioni di legge, la relazione sulla congruità dei Rapporti di Cambio (e copia di tale relazione dovrà essere stata consegnata a Mediaset e Mediaset España subito dopo la consegna a DutchCo);
- (ii) PwC dovrà avere rilasciato a Mediaset, secondo quanto previsto dalle applicabili disposizioni di legge, la relazione sulla congruità dei Rapporti di Cambio (e copia di tale relazione dovrà essere stata consegnata a DutchCo e Mediaset España subito dopo la consegna a Mediaset);
- (iii) Grant Thornton dovrà avere rilasciato a Mediaset España, secondo quanto previsto dalle applicabili disposizioni di legge, la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio II (e copia di tale relazione dovrà essere stata consegnata a DutchCo e Mediaset subito dopo la consegna a Mediaset España);
- (iv) DutchCo dovrà aver ricevuto una dichiarazione emessa dal Tribunale di Amsterdam, Olanda, che indichi che nessun creditore ha proposto opposizione alla Fusione ai sensi della Sezione 2:316 del Codice Civile Olandese o, nel caso in cui sia stata proposta opposizione ai sensi della Sezione 2:316 del Codice Civile Olandese, tale dichiarazione dovrà essere ricevuta entro un mese a partire dalla data in cui la rinuncia all'opposizione o il rigetto della medesima siano divenuti efficaci;
- (v) dovrà essere decorso il termine di 60 giorni dalla data di iscrizione della deliberazione dell'Assemblea Straordinaria Mediaset presso il Registro delle Imprese di Milano senza che alcun creditore di Mediaset – il cui credito sia sorto in una data anteriore a quella dell'iscrizione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera – abbia proposto opposizione alla Fusione ai sensi dell'Articolo 2503 del codice civile italiano ovvero, in caso sia stata proposta opposizione, (i) tale opposizione sia stata rinunciata, definita in via transattiva o respinta, e/o (ii) Mediaset abbia depositato presso una banca le somme necessarie al soddisfacimento dei propri creditori oppositori, e/o (iii) il Tribunale competente – se ritenga infondato il rischio di pregiudizio dei creditori o qualora Mediaset abbia rilasciato una garanzia sufficiente a soddisfare le pretese dei propri creditori – abbia emesso un provvedimento che autorizzi comunque la Fusione nonostante l'opposizione, ai sensi del combinato disposto degli Articoli 2503 e 2445 del codice civile italiano;
- (vi) dovrà essere decorso il termine di un mese a partire dalla pubblicazione della delibera dell'Assemblea Mediaset España di approvazione della Fusione senza che alcun creditore di Mediaset España – i cui crediti non garantiti siano sorti prima della pubblicazione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sul sito internet di Mediaset España e non siano scaduti e divenuti esigibili prima di tale data – abbia proposto opposizione alla Fusione ai sensi dell'Articolo 44 della LME ovvero, nel caso in cui sia stata proposta opposizione, (i) tale opposizione sia stata rinunciata, definita in via transattiva o respinta, e/o (ii) Mediaset España abbia provveduto a fornire adeguate garanzie (direttamente, ovvero per il tramite di un istituto di credito) in relazione a tali crediti; e
- (vii) tutte le formalità preliminari ai fini dell'efficacia della Fusione dovranno essere state compiute, ivi inclusa la consegna al notaio olandese da parte (i) del notaio italiano scelto da Mediaset e (ii) del Registro delle Imprese di Madrid dei rispettivi certificati attestanti a titolo definitivo l'adempimento regolare degli atti e delle formalità preliminari alla Fusione, ai sensi dell'Articolo 127 della Direttiva.

1.3. Società partecipanti alla Fusione

1.3.1. DutchCo (società incorporante)

Denominazione: Mediaset Investment N.V.

Forma giuridica: Società per azioni (*naamloze vennootschap*) costituita ai sensi del diritto olandese

Sede legale: Amsterdam (Olanda)

Domicilio fiscale: Cologno Monzese, Milano (Italia)

Ufficio principale: Viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese, Milano (Italia)

Capitale sociale: capitale sociale emesso di Euro 90.000,00, interamente versato, suddiviso in 90.000 azioni, ciascuna con valore nominale di Euro 1 (uno), in relazione alle quali nessun certificato di deposito è stato emesso con la cooperazione di DutchCo

Capitale sociale autorizzato di Euro 180.000,00

Iscrizione: Società iscritta presso il Registro delle Imprese olandese (*Kamer van Koophandel*) al numero 70347379

Codice fiscale: 10367000964

Vincoli: Nessuna azione di DutchCo è stata costituita in pegno né concessa in usufrutto.

A seguito dell'efficacia della Fusione, la denominazione di DutchCo sarà modificata in "MFE - MEDIAFOREUROPE N.V.". MFE – quale società risultante dalla Fusione – manterrà la propria attuale forma giuridica e la propria attuale sede legale continuando, pertanto, ad essere una società retta dal diritto olandese avente la propria residenza fiscale in Italia.

Lo statuto sociale di DutchCo è stato originariamente adottato al momento della costituzione di DutchCo con atto notarile eseguito dinanzi al notaio C.A. Voogt, operante in Amsterdam (Olanda), in data 20 dicembre 2017. Lo statuto sociale di DutchCo attualmente in vigore è stato modificato con atto notarile eseguito dinanzi al notaio P.C. Cramer-de Jong, operante in Amsterdam (Olanda), in data 4 ottobre 2018. Una copia dello statuto sociale di DutchCo attualmente in vigore è riportata quale Allegato 1 al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera.

Affinché dall'ultimo bilancio di DutchCo risultino sufficienti riserve disponibili per consentire a MFE di dare corso, dopo la Data di Efficacia della Fusione, ad un programma di acquisto di azioni proprie (come descritto con maggior dettaglio nel Paragrafo 5.1), prima del 30 giugno 2019 l'attuale statuto sociale di DutchCo sarà modificato così da prevedere che l'attuale esercizio sociale si concluda il 30 giugno 2019, restando inteso che, prima del 30 settembre 2019, lo statuto sociale di DutchCo sarà nuovamente modificato così da prevedere che l'esercizio sociale coincida con l'anno solare e si concluda, quindi, il 31 dicembre 2019.

Inoltre, alla Data di Efficacia della Fusione lo statuto sociale di DutchCo sarà nuovamente modificato e completamente sostituito da un nuovo testo secondo quanto previsto nella proposta di statuto sociale allegata al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera quale Allegato 2.

È previsto che, anteriormente alla Data di Efficacia della Fusione, il Consiglio di Amministrazione di DutchCo sia autorizzato dall'assemblea dei soci ad aumentare in una o più volte il capitale sociale, con esclusione o limitazione del diritto di opzione, nonché ad emettere obbligazioni convertibili. Queste operazioni potranno essere effettuate per qualsiasi finalità, ivi incluso per promuovere lo sviluppo di un mercato maggiormente liquido per le Azioni Ordinarie DutchCo sul Mercato Telematico Azionario, subito dopo la Fusione.

1.3.2. Mediaset (società incorporanda)

Denominazione: Mediaset S.p.A.

Forma giuridica: Società per azioni costituita ai sensi del diritto italiano

Sede legale: Via Paleocapa 3, 20121 Milano (Italia)

Capitale sociale: Capitale sociale sottoscritto di Euro 614.238.333,28, interamente versato, suddiviso in 1.181.227.564 azioni, ciascuna avente valore nominale di Euro 0,52 e quotata sul Mercato Telematico Azionario

Iscrizione: Società iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano al numero 09032310154

Codice fiscale: 09032310154 (anche ai fini IVA)

Ai sensi del regolamento in materia di operazioni con parti correlate, approvato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il **Regolamento**), Mediaset, Mediaset España, DutchCo e NewCo Italia sono parti correlate in quanto Mediaset España, DutchCo e NewCo Italia sono (o saranno, nel caso di NewCo Italia) società controllate da Mediaset, che ne è l'azionista di controllo ai sensi dell'Articolo 93 del TUF.

La Fusione, così come la Riorganizzazione Mediaset, beneficia dell'esenzione prevista dall'Articolo 14, comma 2, del Regolamento e dall'Articolo 7, let. d) delle "Procedure per le operazioni con parti correlate" adottate da Mediaset e pubblicate sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it). In virtù di tale esenzione, Mediaset non pubblicherà il relativo documento informativo ai sensi dell'Articolo 5 del Regolamento.

1.3.3. Mediaset España (società incorporanda)

Denominazione: Mediaset España Comunicación, S.A.

Forma giuridica: Società per azioni (*sociedad anónima*) costituita ai sensi del diritto spagnolo

Sede legale: Carretera de Fuencarral a Alcobendas 4, 28049 Madrid (Spagna)

Capitale sociale: Capitale sociale di Euro 163.717.608,00, interamente versato, suddiviso in 327.435.216 azioni, ciascuna avente valore nominale di Euro 0,50 e quotata sui Mercati Azionari Spagnoli, per la negoziazione attraverso il SIBE

Iscrizione: Società iscritta presso il Registro delle Imprese di Madrid (*Registro Mercantil de Madrid*) al volume 33.442, foglio 122, sezione 8, pagina M-93.306

Codice fiscale: A-79.075.438

Mediaset España e DutchCo sono parti correlate in quanto DutchCo è società interamente controllata dalla società che controlla Mediaset España (Mediaset), e diventerà la società controllante della società che succederà a Mediaset España ai sensi della Segregazione Mediaset España a seguito del perfezionamento della Fusione.

Il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España ha affidato l'analisi della prospettata Operazione, il relativo processo decisionale nonché la predisposizione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera a un comitato interno composto da quattro membri, dei quali tre sono amministratori indipendenti e uno è il membro c.d. "esterno" del Consiglio di Amministrazione di Mediaset España (il **Merger Committee**).

Nella medesima ottica, e nel rispetto delle *best corporate governance practices* di cui agli Articoli 228 e 229 del testo riformato della legge spagnola sul diritto delle società, approvata con Decreto Legislativo Reale 1/2010 del 2 luglio (la **LSC**), gli amministratori nominati dal socio di maggioranza e gli amministratori esecutivi di Mediaset España si sono astenuti dal partecipare alle discussioni, alla negoziazione e alla votazione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera, che è stato pertanto approvato dal solo membro esterno e dai membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione di Mediaset España. Per questo motivo, in calce al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sono riportate unicamente le firme di tali amministratori.

2. VALORI ATTRIBUITI A MEDIASET E DI MEDIASET ESPAÑA AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

2.1. Introduzione

Come anticipato nel Paragrafo 1.1 della presente Relazione, dato il coinvolgimento di tre società nella Fusione, sono stati calcolati 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.

Come risulta dalla Sezione 19 del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España ha affidato l'analisi dell'operazione in oggetto, il relativo processo decisionale nonché la predisposizione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera al Merger Committee.

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 e, limitatamente alla Fairness Opinion, anche il Consiglio di Amministrazione di DutchCo, sono stati assistiti da Citigroup Global Markets Ltd (**Citi**) e il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España è stato assistito da J.P. Morgan Securities plc (**JP Morgan**).

Citi e JP Morgan hanno rilasciato una *fairness opinion* sul Rapporto di Cambio II della Fusione (tenuto conto, come indicato, del Rapporto di Cambio I) rispettivamente ai consigli di amministrazione di Mediaset e di DutchCo e al Consiglio di Amministrazione di Mediaset España (le **Fairness Opinions** e ciascuna di esse, singolarmente, una **Fairness Opinion**); ciascuna Fairness Opinion fornisce una valutazione relativa di Mediaset (comprensiva di DutchCo) e di Mediaset España.

Le analisi finanziarie e valutative eseguite da Citi debbono essere considerate nel loro insieme, e una valutazione di queste analisi non è del tutto matematica; al contrario, le analisi eseguite da Citi hanno richiesto complesse considerazioni e valutazioni circa le caratteristiche finanziarie e operative, così come circa altri fattori, che possono avere un impatto sulla valutazione, sul valore di borsa o su altre valutazioni delle società analizzate. Per maggiori informazioni in merito alle attività svolte da Citi, nonché per una descrizione più analitica degli aspetti e metodologie valutativi utilizzati e delle analisi eseguite, si rinvia alla Fairness Opinion rilasciata in data 7 giugno 2019, il cui testo integrale è allegato al presente documento *sub* Allegato A (unitamente a una traduzione di cortesia in italiano).

In base alle conclusioni delle Fairness Opinions, ciascuna delle quali è datata 7 giugno 2019, sulla base dei, e subordinatamente ai, fattori, assunzioni, limitazioni e procedure ivi specificati, il Rapporto di Cambio I) proposto (che, come indicato *supra*, tiene conto del Rapporto di Cambio I) è congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Mediaset e di Mediaset España (diversi da Mediaset e dalle sue affiliate).

Le Fairness Opinion non costituiscono una raccomandazione su come gli amministratori e gli azionisti debbano votare o agire in relazione alla Fusione o ad ogni altra questione e non attribuiscono alcun diritto a nessun soggetto terzo diverso dai rispettivi clienti (*i.e.*, i Consigli di Amministrazione di Mediaset e DutchCo e il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España, rispettivamente).

Il Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera 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) costituiscono le situazioni patrimoniali di fusione in base alle leggi applicabili. I summenzionati bilanci sono stati revisionati dalle rispettive società di revisione che hanno rilasciato i loro pareri senza rilievi.

Eventuali modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera e la/le data/e delle assemblee degli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione che dovranno decidere sulla Fusione, dovranno essere segnalate ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'Articolo 39.3 della LME e dell'Articolo 2501-*quinquies*, comma 3, del codice civile italiano. Inoltre (e, per quanto concerne Mediaset España, ai sensi dell'Articolo 31.9^a della LME), le attività e passività di Mediaset e di Mediaset España saranno iscritte nel bilancio di DutchCo nei limiti dei valori contabili riportati nel bilancio consolidato di Mediaset prima dell'esecuzione della Fusione.

2.2. Approccio alla valutazione e metodologie applicate

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 ha 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 Mediaset e Mediaset España.

In particolare, 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 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, è stato ritenuto opportuno esprimere esclusivamente intervalli per i Rapporti di Cambio derivanti dall'applicazione omogenea di ciascuna metodologia di valutazione adottata; dunque, i valori relativi stimati non dovrebbero essere presi come riferimento in contesti diversi dalla Fusione.

La valutazione è stata effettuata 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 di Mediaset España.

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

Le seguenti metodologie di valutazione sono state utilizzate per determinare i Rapporti di Cambio: (i) analisi dei prezzi di mercato; (ii) prezzi obiettivo degli analisti di ricerca; (iii) flussi di cassa attualizzati. Tali

metodologie, tuttavia, non dovrebbero essere considerate singolarmente, ma dovrebbero piuttosto essere considerate come parte integrante di un processo valutativo unico e completo.

Le metodologie di analisi dei prezzi di mercato e dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca sono basate sulla capitalizzazione di mercato e sui prezzi obiettivo delle azioni di Mediaset e Mediaset España pubblicati dagli analisti finanziari, che riflettono il valore economico (“*equity value*”) che il mercato attribuisce a ciascuna società.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati porta al valore complessivo della società (“*enterprise value*”); quindi per calcolare il valore economico 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 pari a 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*.

Alla luce di quanto sopra e ai fini dell'analisi, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset non ha individuato valori assoluti attribuiti a Mediaset e Mediaset España ma solo i Rapporti di Cambio risultanti dalla stima dei valori relativi.

2.3. Documentazione utilizzata ai fini della valutazione

Ai fini della valutazione e determinazione dei Rapporti di Cambio, il Consiglio di Amministrazione di Mediaset, con l'assistenza del proprio consulente finanziario, ha esaminato la seguente documentazione:

- (i) il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato 2018 di Mediaset e Mediaset España;
- (ii) il bilancio 2018 di DutchCo;
- (iii) la relazione finanziaria trimestrale di Mediaset e Mediaset España al 31 marzo 2019;
- (iv) proiezioni derivanti da un ampio numero di ricerche di analisti finanziari per il periodo 2019-2021, con l'aggiunta di estrolazioni per il triennio 2022-2024 convalidate dai rispettivi *management* di Mediaset e Mediaset España;
- (v) dati sulla posizione finanziaria netta e altre voci di bilancio al 31 dicembre 2018 utilizzati per calcolare il valore del patrimonio netto partendo dall’*enterprise value*;
- (vi) prezzi obiettivo così come riportati in un ampio numero di ricerche di analisti finanziari;
- (vii) informazioni sul numero di azioni Mediaset e Mediaset España alla data della presente Relazione;
- (viii) evoluzione dei corsi azionari di Mediaset e Mediaset España sui rispettivi mercati azionari (MTA e Mercati Azionari Spagnoli).

Sono state prese in considerazione anche altre informazioni pubblicamente disponibili, incluse le seguenti:

- *report* degli analisti finanziari, bilanci e relazioni, analisi relative a società operanti nei settori *media* e *broadcasting*;
- evoluzione dei corsi azionari, desunta da piattaforme professionali, per le società citate in precedenza;
- alcune altre informazioni pubblicamente disponibili su Mediaset e Mediaset España ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

2.4. Descrizione delle metodologie di valutazione

I metodi di valutazione utilizzati per determinare i Rapporti di Cambio sono riportati di seguito.

(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 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 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).

Da notare 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, non si può 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 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 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 al fine di tenere conto delle caratteristiche specifiche di Mediaset e di 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.

Questo metodo è stato basato sulle seguenti stime:

- (i) 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;
- (ii) 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;
- (iii) 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.

Per ulteriori informazioni sull'approccio e le previsioni utilizzate ai fini dell'applicazione di questa metodologia di valutazione, si veda il Paragrafo 3.4.

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 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).

3. DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

3.1. Introduzione

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.

Nessun corrispettivo aggiuntivo, in denaro o in altra forma, sarà corrisposto da DutchCo, Mediaset e Mediaset España agli azionisti di Mediaset e Mediaset España in relazione alla Fusione, fermi restando i diritti di recesso, come descritto nel Paragrafo 11.

Le azioni proprie detenute da Mediaset e Mediaset España alla Data di Efficacia della Fusione, ove presenti, non saranno scambiate e saranno annullate ai sensi rispettivamente dell'articolo 2504-ter del Codice Civile italiano e dell'articolo 26 della LME, nonché in conformità con la Sezione 2:325(4) del Codice Civile olandese.

3.2. Applicazione delle metodologie selezionate

Ferme restando le considerazioni, assunzioni e limitazioni descritte nei paragrafi precedenti, la seguente tabella presenta una sintesi dei risultati conseguiti attraverso l'applicazione delle diverse metodologie di valutazione sopra descritte 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 di Mediaset España (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 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**).

3.3. Rapporti di Cambio definiti

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 espresse nelle Fairness Opinions emesse dai rispettivi consulenti finanziari (i.e. Citi e JP Morgan), 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).

Il Rapporto di Cambio II, concordato dalle parti e qui proposto, rientra nell'Overlapping Range.

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.

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, all'Agente per le Azioni Frazionate.

L'Agente per le Azioni Frazionate, agendo per proprio conto e assumendosi ogni rischio, riconoscerà agli azionisti, come corrispettivo per il trasferimento delle azioni di Mediaset España (o di frazioni delle medesime), un ammontare in denaro pari al prezzo di mercato. A sua volta, l'Agente per le Azioni Frazionate effettuerà, a proprio nome e per proprio conto, il concambio di tali azioni e frazioni di azioni Mediaset España (dopo aver aggregato tutte le frazioni di azioni acquistate) con un corrispondente numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo, in applicazione del Rapporto di Cambio II; le Azioni Mediaset España (o le frazioni delle medesime) che diano luogo a frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo che l'Agente per le Azioni Frazionate venga a detenere non verranno considerate.

Sulla base dei Rapporti di Cambio, come sopra indicati, 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 Comune di Fusione Transfrontaliera 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.

3.4. Difficoltà e limiti incontrati nella valutazione dei Rapporti di Cambio

Ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, comma 2, del Codice Civile italiano, sono state prese in considerazione alcune criticità derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate per determinare i Rapporti di Cambio.

In particolare:

- 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 si basano su proiezioni derivanti dall'applicazione del seguente approccio (come concordato dai rispettivi *management* 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 il valore 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 il *management* italiano e spagnolo hanno sui rispettivi *business*. In particolare, i due *management* 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, anche alla luce del fatto che tale impatto è stato 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, non si può 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, non è possibile quantificarne l'impatto e isolarlo da altri fattori che potrebbero avere influenzato il corso azionario.
- Sono state applicate 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, i Consigli di Amministrazione di Mediaset e Mediaset España hanno 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 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 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 provento dal contenzioso ai fini della determinazione del Rapporto 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 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.

3.5. Rilevazioni degli esperti e Fairness Opinions

Su richiesta di DutchCo, Deloitte predisporrà una relazione sulla congruità dei Rapporti di Cambio ai sensi della Sezione 2:328, comma I, del Codice Civile Olandese. Inoltre, Deloitte predisporrà una seconda relazione ai sensi della Sezione 2:328, comma II, del Codice Civile Olandese. Tali relazioni saranno messe a disposizione del pubblico ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Su richiesta di Mediaset, PwC predisporrà una relazione sulla congruità dei Rapporti di Cambio, come disposto dall'Articolo 2501-sexies del codice civile italiano e dall'Articolo 9 del Decreto Legislativo 108. Tale

relazione sarà messa a disposizione del pubblico ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Su richiesta di Mediaset España, Grant Thornton, in qualità di esperto indipendente designato dal Registro delle Imprese di Madrid, rilascerà una relazione sul Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera (inclusa la congruità del Rapporto di Cambio II), come disposto dall'Articolo 34 della LME. Tale relazione sarà messa a disposizione del pubblico ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

Citi, in qualità di *financial advisor* di Mediaset, ha rilasciato ai consigli di amministrazione di Mediaset e di DutchCo una Fairness Opinion, datata 7 giugno 2019, sulla base dei, e subordinatamente a, fattori, assunzioni, limitazioni e procedure ivi specificati, sulla congruità, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di Mediaset, del Rapporto di Cambio II (che, come indicato *supra*, tiene conto del Rapporto di Cambio I) in relazione alla potenziale Fusione. Una copia della Fairness Opinion di Citi è allegata al presente documento *sub* Allegato A (unitamente a una traduzione di cortesia in italiano).

JP Morgan, in qualità di *advisor* finanziario di Mediaset España, ha rilasciato al consiglio di amministrazione di Mediaset España, e a beneficio dei suoi azionisti (ad eccezione di Mediaset), una Fairness Opinion, datata 7 giugno 2019, sulla base degli elementi, limiti e presupposti ivi contenuti, sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio II in relazione alla proposta Fusione.

Le Fairness Opinion non costituiscono una raccomandazione su come gli amministratori e gli azionisti debbano votare o agire in relazione alla Fusione o ad ogni altra questione e non attribuiscono alcun diritto a nessun soggetto terzo diverso dai rispettivi clienti (*i.e.*, i consigli di amministrazione di Mediaset e DutchCo e il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España, rispettivamente).

4. DATI CONSOLIDATI PRO-FORMA DEL GRUPPO MEDIASET

Nel presente paragrafo vengono presentati i dati salienti del conto economico, della situazione patrimoniale-finanziaria e del rendiconto finanziario pro-forma del gruppo di società facente capo a Mediaset (Gruppo Mediaset) al 31 dicembre 2018 (i "**Dati Consolidati Pro-Forma**"), nonché alcune note di commento a tali prospetti.

I Dati Consolidati Pro-Forma sono stati predisposti in conformità con la Comunicazione Consob n. DEM/1052803 del 5 luglio 2001, al fine di riflettere retroattivamente gli effetti significativi dell'operazione di Fusione e delle operazioni ad essa correlate sui dati storici del Gruppo Mediaset. In particolare, i Dati Consolidati Pro-Forma sono stati elaborati per riflettere retroattivamente gli effetti prodotti dalla Fusione come se questa fosse avvenuta, a livello di effetti patrimoniali, il 31 dicembre 2018 e, con riferimento ai soli effetti economici e dei flussi finanziari, il 1° gennaio 2018.

Ai fini di una corretta interpretazione delle informazioni fornite dai Dati Consolidati Pro-Forma, è necessario considerare che:

- i. trattandosi di rappresentazioni costruite su ipotesi, qualora la Fusione fosse realmente stata realizzata alle date prese a riferimento per la predisposizione dei Dati Consolidati Pro-Forma, anziché alla data effettiva, non necessariamente i dati storici sarebbero stati uguali a quelli pro-forma;
- ii. le rettifiche pro-forma rappresentano gli effetti patrimoniali, economici e finanziari più significativi connessi direttamente alla Fusione;
- iii. i Dati Consolidati Pro-Forma sono stati predisposti al solo fine di fornire una rappresentazione degli effetti identificabili e oggettivamente misurabili della Fusione, come se la Fusione avesse avuto luogo alla data sopra indicata nel presente paragrafo. Pertanto, i Dati Consolidati Pro-Forma rappresentano una situazione ipotetica e, quindi, non rappresentano la situazione finanziaria effettiva o i risultati del Gruppo Mediaset;
- iv. i Dati Consolidati Pro-Forma non riflettono dati prospettici e non intendono rappresentare in alcun modo una previsione dell'andamento della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica futura del Gruppo Mediaset *post* Fusione;
- v. in considerazione delle diverse finalità dei dati consolidati pro-forma rispetto a quelli storici inclusi nella relazione finanziaria annuale e, in considerazione delle diverse metodologie di calcolo delle rettifiche pro-forma apportate al Bilancio Consolidato del Gruppo Mediaset, il conto economico, la situazione patrimoniale-finanziaria e il rendiconto finanziario consolidati pro-forma devono essere esaminati ed interpretati separatamente, senza ricercare collegamenti contabili tra gli elementi di conto economico e rendiconto finanziario con quelli patrimoniali.

I Dati Consolidati Pro-Forma non sono stati oggetto di esame da parte della Società di Revisione.

I Dati Consolidati Pro-Forma di seguito esposti includono:

- i dati storici significativi (*Conto economico, Situazione patrimoniale e finanziaria, Rendiconto finanziario*) desunti dal Bilancio Consolidato del Gruppo Mediaset al 31 dicembre 2018, redatto secondo gli IFRS e assoggettato a revisione contabile da parte di Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso la propria relazione senza rilievi in data 27 marzo 2019;
- le rettifiche pro-forma applicate ai dati storici per riflettere gli effetti delle operazioni significative correlate all'operazione di Fusione;
- i Dati Consolidati Pro-Forma del Gruppo Mediaset al 31 dicembre 2018.

I criteri di valutazione adottati per la predisposizione delle rettifiche pro-forma e per la redazione dei Dati Consolidati Pro-Forma sono omogenei rispetto a quelli applicati nel Bilancio Consolidato del Gruppo Mediaset al 31 dicembre 2018, a cui si rimanda.

I Dati Consolidati Pro-Forma riportati di seguito devono essere letti alla luce della descrizione delle assunzioni e dei metodi utilizzati per la preparazione degli stessi e le altre informazioni contenute nel presente paragrafo.

I dati sono esposti, ove non diversamente indicato, in milioni di euro.

(Milioni di euro)

	Bilancio Consolidato Gruppo Mediaset (storico)	Rettifiche pro-forma	Bilancio Consolidato Gruppo Mediaset post fusione (Pro-forma)
CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO			
Ricavi netti consolidati	3.401,5	-	3.401,5
Risultato operativo	73,7	-	73,7
Risultato prima delle imposte	67,0	-	67,0
Risultato netto dell'esercizio	597,7	-	597,7
Attribuibile a:			
Capogruppo	471,3	96,9	568,1
- <i>Attività in funzionamento</i>	-48,7	96,9	48,2
- <i>Attività discontinue</i>	520,0		520,0
Interessi di minoranza	126,4	-96,9	29,5
- <i>Attività in funzionamento</i>	96,5	-96,9	(0,4)
- <i>Attività discontinue</i>	30,0		30,0
STATO PATRIMONIALE			
Attività	5.252,1	-	5.252,1
Patrimonio netto di Gruppo	2.412,4	437,6	2.850,0
Patrimonio netto di terzi	443,7	-437,6	6,1
Totale patrimonio netto di Gruppo e di terzi	2.856,1	-	2.856,1
Passività	2.396,0	-	2.396,0

Totale passività e Patrimonio Netto	5.252,1	-	5.252,1
RENDICONTO FINANZIARIO CONSOLIDATO			
Disponibilità liquide nette derivanti dall'attività operativa (A)	1.241,7	-	1.241,7
Disponibilità liquide nette derivanti/impiegate dall'attività di investimento (B)	-738,6	-	-738,6
Disponibilità liquide nette derivanti/impiegate dall'attività di finanziamento (C)	-286,0	-	-286,0
Variazione disponibilità liquide e mezzi equivalenti (D=A+B+C)	217,1	-	217,1

Ipotesi di base dei Dati Consolidati Pro-Forma

La Fusione, in quanto riorganizzazione di imprese esistenti, non dà luogo a trasferimenti di controllo delle stesse, comportando nella sostanza l'acquisizione delle quote azionarie detenute dagli azionisti di minoranza di Mediaset España a fronte dell'emissione di nuove azioni di DutchCo, attualmente controllata al 100% da Mediaset. La Fusione comporterà contestualmente anche l'incorporazione in DutchCo di Mediaset stessa.

Come riportato al successivo paragrafo 7, la Fusione si configura pertanto come un'operazione di "*business combination involving entities or businesses under common control*" e, in quanto tale, esclusa dall'ambito di applicazione obbligatoria dell'IFRS 3 – *Business Combinations*. Conseguentemente, i Dati Consolidati Pro-Forma sono stati predisposti applicando il principio della continuità dei valori, che dà luogo alla rilevazione nella situazione patrimoniale di valori di attività e passività uguali a quelli risultanti dal bilancio consolidato del Gruppo Mediaset *ante* Fusione.

I dati consolidati storici del Gruppo Mediaset includono pertanto già i dati consolidati del gruppo Mediaset España, in quanto consolidati con il metodo dell'integrazione globale: in particolare dal momento che Mediaset deteneva al 31 dicembre 2018 un'interessenza pari al 51,63% del capitale di Mediaset España, nella situazione economica e nella situazione patrimoniale redatte a tale data, venivano attribuiti alle interessenze di pertinenza degli azionisti terzi la quota di utile e di patrimonio netto relative al gruppo Mediaset España di loro spettanza.

Rettifiche pro-forma

Tenuto conto di quanto precede, le **rettifiche pro-forma** consistono nell'evidenziare l'attribuzione al Gruppo Mediaset post Fusione delle quote di spettanza degli azionisti di minoranza di Mediaset España ante Fusione.

In particolare a seguito dell'eliminazione degli azionisti di minoranza di Mediaset España, al 31 dicembre 2018, sarebbe stata attribuita al Gruppo Mediaset post fusione una quota di risultato dell'esercizio 2018 di pertinenza degli azionisti di minoranza, pari a 96,9 milioni di euro e una quota di patrimonio di pertinenza degli azionisti di minoranza, pari a 437,6 milioni di euro.

A livello di rendiconto finanziario consolidato la Fusione non comporta alcuna rettifica pro-forma.

Altri effetti

Si precisa inoltre che le rettifiche pro-forma non includono:

- i costi diretti connessi dalla Fusione, in quanto ritenuti non significativi.
- gli effetti derivanti dalle modifiche, risultanti dalla Fusione, ai piani di incentivazione basati su azioni in quanto tali modifiche saranno attuate con la finalità di mantenere sostanzialmente inalterato il *fair value* degli strumenti di *equity* senza comportare effetti contabili.

Si precisa infine che la Fusione non determina impatti fiscali come riportato nel successivo paragrafo 8.

Dati Pro-forma per azione

Di seguito sono riportati i dati storici per azione del Gruppo Mediaset al 31 dicembre 2018 e quelli pro-forma per azione dopo la Fusione al 31 dicembre 2018.

<i>(EUR per share)</i>	Dati storici	Dati pro-forma
EPS (Utile netto consolidato)	0,41	0,39
EPS (Utile netto consolidato da attività in funzionamento)	-0,04	0,03
N. di azioni ordinarie, escluse le azioni proprie (EPS)	1.137.142.325	1.472.925.998

I dati storici e pro-forma del risultato netto per azione sono stati calcolati sulla base dell'utile dell'esercizio attribuibile ai soci della controllante e del numero totale di azioni in circolazione della controllante, rispettivamente, al 31 dicembre 2018 e successivamente alla Fusione, come descritto nel Paragrafo 3.3 che precede.

5. ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DI DUTCHCO AGLI AZIONISTI DI MEDIASET E DI MEDIASET ESPAÑA E DATA DI GODIMENTO DELLE MEDESIME

5.1. Le Azioni Ordinarie DutchCo

Caratteristiche delle Azioni Ordinarie DutchCo

A seguito dell'efficacia della Fusione, tutte le azioni Mediaset e Mediaset España attualmente emesse saranno annullate di diritto e DutchCo delibererà un aumento di capitale sociale ai sensi di legge e assegnerà Azioni Ordinarie DutchCo in cambio, rispettivamente, delle:

- (i) azioni Mediaset (ad eccezione delle azioni proprie, che saranno annullate di diritto e senza concambio ai sensi della Sezione 2:325(4) del Codice Civile Olandese e dell'Articolo 2504-ter del codice civile italiano), sulla base del Rapporto di Cambio I, come descritto nel Paragrafo 3; e
- (ii) azioni Mediaset España (ad eccezione delle (i) azioni proprie, che saranno annullate di diritto e senza concambio ai sensi della Sezione 2:325(4) del Codice Civile Olandese e dell'Articolo 26 della LME; e (ii) azioni Mediaset España detenute da Mediaset, che saranno annullate di diritto ai sensi della Sezione 2:325(4) del Codice Civile Olandese), sulla base del Rapporto di Cambio II, come descritto nel Paragrafo 3.

Le Azioni Ordinarie DutchCo da assegnare in occasione del perfezionamento della Fusione saranno emesse in regime di dematerializzazione ed assegnate agli azionisti beneficiari attraverso i sistemi di gestione accentrata organizzati da Monte Titoli S.p.A., *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. (Iberclear)* e dai rispettivi depositari presso i quali le azioni Mediaset e Mediaset España sono detenute o depositate, con effetto a partire dalla Data di Efficacia della Fusione.

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, all'Agente per le Azioni Frazionate.

L'Agente per le Azioni Frazionate, agendo per proprio conto e assumendosi ogni rischio, riconoscerà agli azionisti, come corrispettivo per il trasferimento delle azioni di Mediaset España (o di frazioni delle medesime), un ammontare in denaro pari al prezzo di mercato. A sua volta, l'Agente per le Azioni Frazionate effettuerà, a proprio nome e per proprio conto, il concambio di tali azioni e frazioni di azioni Mediaset España (dopo aver aggregato tutte le frazioni di azioni acquistate) con un corrispondente numero intero di Azioni Ordinarie DutchCo, in applicazione del Rapporto di Cambio II; le Azioni Mediaset España (o le frazioni delle

medesime) che diano luogo a frazioni di Azioni Ordinarie DutchCo che l'Agente per le Azioni Frazionate venga a detenere non verranno considerate.

Fermi restando i diritti di recesso descritti nel Paragrafo 11 – e al di là delle Azioni Ordinarie DutchCo da assegnare in cambio delle azioni Mediaset e delle azioni Mediaset España – non sono previsti conguagli, né in denaro né di altro tipo, da corrispondersi ad opera di DutchCo, Mediaset o Mediaset España in favore degli azionisti di Mediaset e di Mediaset España in relazione alla Fusione.

DutchCo sopporterà i costi del concambio delle azioni di Mediaset e Mediaset España con Azioni Ordinarie DutchCo diversi dai costi addebitati ai titolari di azioni Mediaset e Mediaset España da parte dei rispettivi depositari.

Le Azioni Ordinarie DutchCo emesse in favore degli azionisti di Mediaset e Mediaset España a servizio dei Rapporti di Cambio daranno diritto, a partire dalla Data di Efficacia della Fusione, alla partecipazione agli utili eventualmente distribuiti da DutchCo agli stessi termini e condizioni delle Azioni Ordinarie DutchCo esistenti.

Gli ADRs rappresentativi di Azioni Ordinarie DutchCo da assegnare in occasione del perfezionamento della Fusione saranno emessi dalla banca depositaria con effetto dalla Data di Efficacia della Fusione in regime di dematerializzazione ed assegnati ai beneficiari.

Azioni proprie di DutchCo

Le n. 90.000 azioni DutchCo detenute da Mediaset, nonché ogni ulteriore azione DutchCo emessa a favore di, o altrimenti acquistata da, Mediaset successivamente alla data del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera e che siano detenute da Mediaset alla Data di Efficacia della Fusione saranno in parte annullate ai sensi della Sezione 2:325, paragrafo 3, del Codice Civile Olandese, e in parte saranno frazionate (e avranno un valore nominale di Euro 0,01 ciascuna) e saranno Azioni Ordinarie DutchCo detenute come azioni proprie.

Ai sensi del diritto olandese, dell'attuale statuto di DutchCo e della versione proposta dello statuto di MFE, tali azioni non avranno diritto alle distribuzioni né saranno munite del diritto di voto fintantoché saranno azioni proprie di DutchCo. Le azioni proprie di DutchCo saranno poste al servizio (i) dei piani di incentivazione indicati nel Paragrafo 12.3, (ii) di operazioni di negoziazione e copertura, (iii) del rapporto di cambio in relazione alla fusione di Videotime S.p.A. in Mediaset (efficace dal 1 marzo 2018); potranno, altresì, essere offerte e collocate sul mercato per la loro negoziazione successivamente alla Fusione ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari ovvero utilizzate per qualsiasi altro scopo consentito ai sensi delle applicabili disposizioni legislative e regolamentari.

In data 1 marzo 2018 è divenuta efficace la fusione per incorporazione di Videotime S.p.A., una società per azioni di diritto italiano il cui capitale era detenuto per circa il 99,2% da Mediaset (**Videotime**), in Mediaset (la **Fusione Videotime**). Per effetto della Fusione Videotime, gli azionisti di Videotime (diversi da Mediaset) hanno maturato il diritto di ricevere 0,294 azioni Mediaset per ciascuna azione Videotime detenuta (il **Rapporto di Cambio Videotime**).

Alcuni ex-azionisti di Videotime non hanno ancora richiesto e, dunque, ricevuto le azioni Mediaset in conformità al Rapporto di Cambio Videotime; pertanto, alla Data di Efficacia della Fusione, DutchCo dovrà detenere azioni proprie nella misura necessaria per soddisfare tali azionisti. Si prevede che il numero di azioni proprie che dovranno essere detenute da MFE al servizio degli ex-azionisti di Videotime sia pari a circa 113.174.

Tenuto conto di quanto precede, attualmente si stima che MFE detenga, alla Data di Efficacia della Fusione, n. 5.000.000 azioni proprie.

5.2. Le Azioni a Voto Speciale

Al fine di incentivare lo sviluppo e il coinvolgimento continuativo di una base stabile di azionisti di lungo periodo, così da rafforzare la stabilità del Gruppo, la versione proposta dello statuto sociale di MFE prevede un meccanismo di voto speciale (il **Meccanismo di Voto Speciale**). Lo scopo del Meccanismo di Voto Speciale è quello di premiare la detenzione di lungo periodo di Azioni Ordinarie DutchCo e di promuovere la stabilità della base azionaria di DutchCo assegnando agli azionisti di lunga durata azioni a voto speciale cui sono attribuiti diritti di voto ulteriori al diritto di voto attribuito da ciascuna Azione Ordinaria DutchCo.

Le caratteristiche delle Azioni a Voto Speciale sono meglio descritte nella versione proposta dello statuto sociale di MFE, allegata al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera quale Allegato 2, nonché nei *“Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale”*, allegati al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera quale Allegato 5.

5.2.1 Il Meccanismo di Voto Speciale

Il Meccanismo di Voto Speciale prevede:

(a) *Legittimazione a 3 diritti di voto. L'assegnazione di Azioni a Voto Speciale A*

- (i) Assegnazione Iniziale: il trentesimo giorno successivo alla Data di Efficacia della Fusione, gli azionisti di Mediaset e di Mediaset España che ne abbiano fatto richiesta (nel rispetto della procedura e dei requisiti descritti nel paragrafo che segue) prima, rispettivamente, dell'Assemblea Straordinaria Mediaset e dell'Assemblea Mediaset España saranno legittimati ad avere 3 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria DutchCo detenuta. A tale fine, MFE emetterà azioni a voto speciale A munite di 2 diritti di voto ciascuna, aventi valore nominale pari ad Euro 0,02 (le **Azioni a Voto Speciale A**). Decorsi trenta giorni dalla Data di Efficacia della Fusione (la **Data di Assegnazione A Iniziale**), tali Azioni a Voto Speciale A saranno assegnate agli azionisti di Mediaset e di Mediaset España legittimati;
- (ii) Assegnazione Successiva: in alternativa all'Assegnazione Iniziale, come descritta *sub* (i), decorsi tre anni di detenzione ininterrotta delle Azioni Ordinarie DutchCo nonché di registrazione continuativa delle medesime in un apposito registro speciale, gli azionisti di MFE saranno legittimati ad avere 3 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria DutchCo detenuta. A tale fine, MFE emetterà Azioni a Voto Speciale A. Il giorno corrispondente a tre anni dopo la data di iscrizione delle Azioni Ordinarie DutchCo in un apposito registro speciale (la **Data di Assegnazione A Successiva**), tali Azioni a Voto Speciale A saranno assegnate agli azionisti di MFE legittimati;

(b) *Legittimazione a 5 diritti di voto. L'assegnazione di Azioni a Voto Speciale B*

Decorsi due anni di detenzione ininterrotta di Azioni a Voto Speciale A – nonché di iscrizione continuativa in un apposito registro speciale delle Azioni Ordinarie DutchCo cui tali Azioni a Voto Speciale A sono associate – gli azionisti di MFE saranno legittimati ad avere 5 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria DutchCo detenuta. A tale fine, ciascuna Azione a Voto Speciale A detenuta sarà convertita in un'azione a voto speciale B munite di 4 diritti di voto, avente valore nominale pari ad Euro 0,04 (le **Azioni a Voto Speciale B**). Il giorno corrispondente a due anni dopo la data di assegnazione di Azioni a Voto Speciale A – sia essa la Data di Assegnazione A Iniziale o la Data di Assegnazione A Successiva, a seconda dei casi –, tali Azioni a Voto Speciale B saranno acquisite dagli azionisti di MFE legittimati per effetto della conversione delle Azioni a Voto Speciale A già detenute.

(c) *Legittimazione a 10 diritti di voto. Assegnazione di Azioni a Voto Speciale C*

Decorsi tre anni di detenzione ininterrotta di Azioni a Voto Speciale B – nonché di iscrizione continuativa in un apposito registro speciale delle Azioni Ordinarie DutchCo cui tali Azioni a Voto Speciale B sono associate – gli azionisti di MFE saranno legittimati ad avere 10 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria DutchCo detenuta. A tale fine, ciascuna Azione a Voto Speciale B detenuta sarà convertita in un'azione a voto speciale C munite di 9 diritti di voto, avente valore nominale pari ad Euro 0,09 (le **Azioni a Voto Speciale C**). Il giorno corrispondente a tre anni dopo la data di assegnazione di Azioni a Voto Speciale B, tali Azioni a Voto Speciale C saranno acquisite dagli azionisti di MFE legittimati per effetto della conversione delle Azioni a Voto Speciale B già detenute.

Le Azioni a Voto Speciale A, le Azioni a Voto Speciale B e le Azioni a Voto Speciale C sono di seguito congiuntamente definite le **Azioni a Voto Speciale**.

Si precisa che le Azioni a Voto Speciale non costituiscono parte dei Rapporti di Cambio, descritti nel Paragrafo 3.

5.2.2 *L'assegnazione di Azioni a Voto Speciale*

L'Assegnazione Iniziale di Azioni a Voto Speciale A

Ai titolari di azioni Mediaset e Mediaset España che desiderino ricevere Azioni a Voto Speciale A alla Data di Assegnazione Iniziale A è richiesto di seguire la procedura descritta, rispettivamente, nei "*Termini e Condizioni per l'assegnazione iniziale di azioni a voto speciale A – Mediaset*" e nei "*Termini e Condizioni per l'assegnazione iniziale di azioni a voto speciale A – Mediaset España*", allegati al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera rispettivamente quali Allegato 3 e Allegato 4, nonché nei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*", allegati al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera quale Allegato 5.

A tal fine, in particolare, i titolari di azioni Mediaset e Mediaset España dovranno:

- (i) trasmettere un modulo di richiesta (il **Modulo di Richiesta Iniziale**), che sarà reso disponibile sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it) e di Mediaset España (www.telecinco.es), opportunamente compilato e sottoscritto, al loro rispettivo intermediario, così che questo possa adoperarsi affinché il Modulo di Richiesta Iniziale sia ricevuto da Mediaset o da Mediaset España,

a seconda dei casi, nel periodo compreso tra il 15 luglio 2019 e il 26 agosto 2019 (*i.e.*, il settimo giorno lavorativo precedente l'Assemblea Straordinaria Mediaset); e

- (ii) continuare a detenere le azioni Mediaset o Mediaset España (nonché le Azioni Ordinarie DutchCo ricevute a seguito del perfezionamento della Fusione in applicazione del Rapporto di Cambio I o del Rapporto di Cambio II, a seconda dei casi), in relazione alle quali sarà stata richiesta l'assegnazione delle Azioni a Voto Speciale A, nel periodo intercorrente tra il giorno in cui il Modulo di Richiesta Iniziale è trasmesso al rispettivo intermediario e la Data di Assegnazione A Iniziale.

Nel compilare il Modulo di Richiesta Iniziale, gli azionisti dovranno indicare il numero di azioni Mediaset o Mediaset España detenute in relazione alle quali richiedono di ricevere un corrispondente numero di Azioni a Voto Speciale A.

Il Modulo di Richiesta Iniziale, opportunamente compilato e sottoscritto dagli azionisti richiedenti, dovrà essere ricevuto da Mediaset o da Mediaset España, attraverso l'intermediario presso cui le relative azioni sono depositate, entro e non oltre il 26 agosto 2019.

La titolarità delle azioni Mediaset o Mediaset España alla data di trasmissione del Modulo di Richiesta Iniziale all'intermediario depositario sarà attestata dall'intermediario medesimo.

Tramite la sottoscrizione del Modulo di Richiesta Iniziale, l'azionista richiedente rilascerà altresì una procura ad un agente (**l'Agente**), con la quale autorizzerà e darà irrevocabili istruzioni all'Agente di rappresentarlo e di agire per suo conto in relazione all'emissione, assegnazione, acquisizione, conversione, vendita, ri-acquisto e trasferimento delle Azioni Voto Speciale ai sensi dei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*". Ai sensi dei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*", anche MFE avrà diritto di conferire i medesimi poteri e obblighi (in tutto o in parte) all'Agente. L'Agente sarà legittimato a rappresentare MFE nonché ad eseguire e sottoscrivere tutta la documentazione relativa alle Azioni a Voto Speciale per conto di MFE.

Le azioni Mediaset e Mediaset España – che, a seguito del perfezionamento della Fusione, saranno concambiate in Azioni Ordinarie DutchCo in applicazione, rispettivamente, del Rapporto di Cambio I e del Rapporto di Cambio II – in relazione alle quali sarà stata richiesta l'assegnazione di Azioni a Voto Speciale A alla Data di Assegnazione Iniziale A, saranno automaticamente registrate in un registro speciale tenuto da DutchCo ai sensi dei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*" (il **Registro Speciale**).

Dalla data in cui le Azioni Ordinarie DutchCo saranno iscritte nel Registro Speciale in nome dello stesso azionista o del suo avente causa ("*loyalty transferee*", come definito nei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*"), tali Azioni Ordinarie DutchCo diventeranno azioni ordinarie designate iniziali (le **Azioni Ordinarie Designate Iniziali**). Decorsi trenta giorni ininterrotti dalla Data di Efficacia della Fusione, tali azioni legittimeranno il relativo titolare a ricevere un numero corrispondente di Azioni a Voto Speciale A e diventeranno, pertanto, azioni ordinarie legittimate A (le **Azioni Ordinarie Legittimate A**). Alla stessa data, il titolare riceverà un'Azione a Voto Speciale A per ciascuna Azione Ordinaria Legittimata A detenuta.

Gli azionisti Mediaset e di Mediaset España che eserciteranno il loro diritto di recesso in relazione alla delibera che sarà adottata, rispettivamente, dall'Assemblea Straordinaria Mediaset e dall'Assemblea Mediaset España non avranno diritto di ricevere Azioni Ordinarie DutchCo né, di conseguenza, Azioni a Voto Speciale.

L'Assegnazione Successiva di Azioni a Voto Speciale A

Successivamente al perfezionamento della Fusione, gli azionisti di MFE, che vogliano ricevere Azioni a Voto Speciale A, dovranno richiedere a MFE di iscrivere (in tutto o in parte) le proprie Azioni Ordinarie DutchCo all'interno del Registro Speciale inviando, tramite i rispettivi intermediari depositari, un modulo di richiesta (il **Modulo di Richiesta**), che sarà reso disponibile sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it) e di Mediaset España (www.telecinco.es), debitamente compilato.

La titolarità delle Azioni Ordinarie DutchCo alla data di trasmissione del Modulo di Richiesta all'intermediario depositario sarà attestata dall'intermediario medesimo.

Tramite la sottoscrizione del Modulo di Richiesta, l'azionista richiedente rilascerà altresì una procura all'Agente con la quale autorizzerà e darà irrevocabili istruzioni all'Agente di rappresentarlo e di agire per suo conto in relazione all'emissione, assegnazione, acquisizione, conversione, vendita, ri-acquisto e trasferimento delle Azioni a Voto Speciale ai sensi dei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*". Ai sensi dei "*Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale*", anche MFE avrà diritto di conferire i medesimi poteri e obblighi (in tutto o in parte) all'Agente. L'Agente sarà legittimato a rappresentare MFE nonché ad eseguire e sottoscrivere tutta la documentazione relativa alle Azioni a Voto Speciale per conto di MFE.

Dalla data in cui le Azioni Ordinarie DutchCo saranno iscritte nel Registro Speciale in nome dello stesso azionista o del suo avente causa (*“loyalty transferee”*, come definito nei *“Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale”*), tali Azioni Ordinarie DutchCo diventeranno azioni ordinarie designate (le **Azioni Ordinarie Designate**). Dopo tre anni di detenzione ininterrotta – nonché di iscrizione continuativa nel Registro Speciale –, le Azioni Ordinarie Designate diventeranno Azioni Ordinarie Legittimate A e il titolare riceverà un’Azione a Voto Speciale A per ciascuna Azione Ordinaria Legittimata A detenuta.

L’assegnazione di Azioni a Voto Speciale B in sostituzione di Azioni a Voto Speciale A

Decorsi due anni di detenzione ininterrotta – nonché di iscrizione continuativa nel Registro Speciale – di Azioni Ordinarie Legittimate A, gli azionisti di DutchCo saranno legittimati ad avere 5 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria Legittimata A detenuta. Alla stessa data, le Azioni Ordinarie Legittimate A diventeranno azioni ordinarie legittimate B (le **Azioni Ordinarie Legittimate B**) e il titolare riceverà un’Azione a Voto Speciale B in sostituzione di ciascuna delle Azioni a Voto Speciale A già detenute.

L’assegnazione di Azioni a Voto Speciale C in sostituzione di Azioni a Voto Speciale B

Decorsi tre anni di detenzione ininterrotta – nonché di iscrizione continuativa nel Registro Speciale – di Azioni Ordinarie Legittimate B, gli azionisti di DutchCo saranno legittimati ad avere 10 diritti di voto per ciascuna Azione Ordinaria Legittimata B detenuta. Alla stessa data, le Azioni Ordinarie Legittimate B diventeranno azioni ordinarie legittimate C (le **Azioni Ordinarie Legittimate C** e, congiuntamente con le Azioni Ordinarie Legittimate A e le Azioni Ordinarie Legittimate B, le **Azioni Ordinarie Legittimate**) e il titolare riceverà un’Azione a Voto Speciale C in sostituzione di ciascuna delle Azioni a Voto Speciale B già detenute.

5.2.3 I requisiti degli azionisti per l’assegnazione delle Azioni a Voto Speciale

Ai sensi dell’Articolo 42.1 della versione proposta dello statuto sociale di MFE, nonché ai sensi dei *“Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale”*, ogni assegnazione di Azioni a Voto Speciale sarà subordinata al rispetto, da parte degli azionisti richiedenti, del Requisito di Detenzione e del Requisito Contrattuale (come definiti nel Paragrafo 12.1).

Il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo (come definito nel Paragrafo 12.1) rifiuterà, a seconda dei casi, (a) l’iscrizione di una o più Azioni Ordinarie DutchCo nel Registro Speciale; e/o (b) l’assegnazione di Azioni a Voto Speciale A; e/o (c) la conversione di Azioni a Voto Speciale A in Azioni a Voto Speciale B; e/o (d) la conversione di Azioni a Voto Speciale B in Azioni a Voto Speciale C, qualora l’azionista richiedente (i) non rispetti il Requisito di Detenzione ovvero non lo rispetti più per effetto dell’assegnazione delle Azioni a Voto Speciale A, e/o della conversione delle Azioni a Voto Speciale A in Azioni a Voto Speciale B, e/o della conversione delle Azioni a Voto Speciale B in Azioni a Voto Speciale C, a seconda dei casi, e/o (ii) non rispetti il Requisito Contrattuale.

In caso di violazione del Requisito di Detenzione, il rifiuto da parte del Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo sarà limitato al numero di Azioni Ordinarie DutchCo e/o di Azioni a Voto Speciale che sarebbero detenute in violazione del Requisito di Detenzione. Maggiori informazioni sono contenute nei *“Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale”*.

5.2.4 Le caratteristiche delle Azioni a Voto Speciale

Le Azioni a Voto Speciale non saranno negoziabili sul Mercato Telematico Azionario né sui Mercati Azionari Spagnoli.

L’emissione delle Azioni a Voto Speciale non richiede la corresponsione a MFE del relativo valore nominale da parte degli azionisti legittimati. Ai sensi dell’Articolo 13.4 della versione proposta dello statuto sociale di MFE, infatti, MFE manterrà una riserva di capitale separata (la **Riserva di Capitale Speciale**) al fine di liberare il valore nominale delle Azioni a Voto Speciale da emettere in favore dei titolari delle Azioni Ordinarie Legittimate.

L’Articolo 13.5 della versione proposta dello statuto sociale di MFE, tuttavia, consente al titolare di Azioni a Voto Speciale – emesse mediante imputazione del valore nominale a carico della Riserva di Capitale Speciale – di sostituire tale imputazione effettuando il pagamento in favore di MFE del valore nominale delle Azioni a Voto Speciale emesse in proprio favore (le **Azioni Speciali Liberate per Contanti**). Ai sensi delle applicabili disposizioni della versione proposta dello statuto sociale di MFE, le Azioni Speciali Liberate per Contanti saranno le uniche Azioni a Voto Speciale a legittimare i relativi titolari ad alcuni diritti patrimoniali.

In particolare, le Azioni Speciali Liberate per Contanti avranno diritto – ai sensi dell’Articolo 28.2 della versione proposta dello statuto sociale di MFE – ad un dividendo pari all’1% del valore nominale effettivamente pagato. Si precisa, tuttavia, che tali dividendi saranno corrisposti solo nei limiti in cui i profitti realizzati nel corso dell’esercizio non siano stati imputati integralmente per incrementare e/o formare riserve.

Inoltre, ai sensi dell'Articolo 41.4 della versione proposta dello statuto sociale di MFE, nel caso in cui MFE fosse posta in liquidazione, l'importo che residua dopo il pagamento di tutti i debiti della società sarà corrisposto nel modo seguente: in primo luogo, sarà rimborsato il valore nominale corrisposto dagli azionisti titolari di Azioni Speciali Liberate per Contanti e, in secondo luogo, il residuo sarà ripartito tra i titolari di Azioni Ordinarie DutchCo.

Ai sensi dell'Articolo 14.2 dei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale", i "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale" possono essere modificati sulla base di una delibera del Consiglio di Amministrazione di DutchCo, a condizione che si tratti di modifiche non sostanziali e/o meramente tecniche. Le modifiche sostanziali e/o non meramente tecniche saranno, viceversa, soggette all'approvazione dell'assemblea degli azionisti di MFE nonché dell'assemblea speciale dei titolari di Azioni a Voto Speciale, salvo che si tratti di modifiche richieste per garantire la conformità con le leggi applicabili o con i regolamenti di quotazione.

5.2.5 Trasferimento delle Azioni Ordinarie Designate Iniziali, delle Azioni Ordinarie Designate, delle Azioni Ordinarie Legittimate e delle Azioni a Voto Speciale: rimozione dal Registro Speciale

Mentre le Azioni Ordinarie DutchCo sono liberamente trasferibili, le Azioni a Voto Speciale non possono essere trasferite a terze parti (tranne che in alcune circostanze).

Al fine di trasferire le Azioni Ordinarie Designate Iniziali, le Azioni Ordinarie Designate o le Azioni Ordinarie Legittimate, l'azionista dovrà richiedere, a seconda dei casi, la rimozione dal Registro Speciale delle proprie Azioni Ordinarie Designate Iniziali, delle proprie Azioni Ordinarie Designate o delle proprie Azioni Ordinarie Legittimate; successivamente a tale rimozione, le relative Azioni Ordinarie DutchCo cesseranno di essere Azioni Ordinarie Designate Iniziali, Azioni Ordinarie Designate o Azioni Ordinarie Legittimate e potranno essere trasferite liberamente.

In caso di trasferimento (i) delle Azioni Ordinarie Designate Iniziali in un momento anteriore alla Data di Assegnazione A Iniziale, ovvero (ii) delle Azioni Ordinarie Designate in un momento anteriore alla Data di Assegnazione A Successiva (in entrambi i casi, fatti salvi i trasferimenti a specifici aventi causa ("loyalty transferee"), come definiti nei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale"), nonché qualora, nello stesso periodo, si verifichi un cambio di controllo sull'azionista in questione, ai sensi dei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale", l'azionista non avrà diritto di ricevere Azioni a Voto Speciale A.

In caso di trasferimento delle Azioni Ordinarie Legittimate (fatti salvi i trasferimenti a specifici aventi causa ("loyalty transferee"), come definiti nei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale"), nonché qualora si verifichi un cambio di controllo sull'azionista in questione, ai sensi dei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale", i diritti di voto associati alle Azioni a Voto Speciale saranno sospesi con effetto immediato e le Azioni a Voto Speciale saranno trasferite a MFE senza il riconoscimento di alcun corrispettivo (*om niet*).

Per completezza, deve essere precisato che, in relazione alla procedura di assegnazione iniziale di Azioni a Voto Speciale A, il titolare di azioni Mediaset – in relazione alle quali sia stata richiesta l'assegnazione di Azioni a Voto Speciale A alla Data di Assegnazione Iniziale A – può trasferire tali azioni ad un avente causa ("loyalty transferee", come definito nei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale") senza che tale trasferimento implichi la decadenza dal diritto di ricevere le corrispondenti Azioni a Voto Speciale A. Al contrario, il titolare di azioni Mediaset – in relazione alle quali sia stata richiesta l'assegnazione di Azioni a Voto Speciale A alla Data di Assegnazione Iniziale A – non sarà più legittimato a ricevere le Azioni a Voto Speciale A a seguito del verificarsi di un cambio di controllo in relazione a tale azionista. Maggiori dettagli sono contenuti nei "Termini e Condizioni per l'assegnazione iniziale di azioni a voto speciale A" e nei "Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale".

6. EFFETTI DELL'OPERAZIONE AI FINI DEL BILANCIO DI DUTCHCO

Ai sensi delle disposizioni olandesi in materia di contabilità, le attività, le passività e gli altri rapporti giuridici di Mediaset e Mediaset España saranno riflessi nei bilanci e nelle altre relazioni finanziarie di DutchCo a partire dal primo giorno dell'esercizio sociale di DutchCo in cui sarà intervenuta la Data di Efficacia della Fusione e, pertanto, gli effetti contabili della Fusione saranno registrati nei bilanci annuali di DutchCo da tale data.

Ai sensi delle disposizioni italiane in materia di contabilità, gli effetti contabili della Fusione in Italia saranno retrodatati, con riferimento a Mediaset, al primo giorno dell'esercizio sociale di DutchCo in cui sarà intervenuta la Data di Efficacia della Fusione.

Ai sensi delle disposizioni spagnole in materia di contabilità (*Plan General de Contabilidad*), gli effetti contabili della Fusione in Spagna saranno retrodatati, con riferimento a Mediaset España, al primo giorno dell'esercizio sociale di DutchCo in cui l'Assemblea Mediaset España abbia approvato la Fusione.

Pertanto, qualora la Data di Efficacia della Fusione intervenga entro la fine del 2019, gli effetti contabili della Fusione in Spagna, in Italia e in Olanda saranno retrodatati al 1 luglio 2019; viceversa, qualora la Data di Efficacia della Fusione intervenga nel 2020, gli effetti contabili della Fusione in Italia e in Olanda saranno retrodatati al 1 gennaio 2020, mentre gli effetti contabili della Fusione in Spagna saranno retrodatati al 1 luglio 2019.

Ai sensi dell'Articolo 172, comma 9, del D.P.R. italiano n. 917 del 22 dicembre 1986 (**Tuir**), l'Atto di Fusione stabilirà che ai fini delle imposte italiane sui redditi gli effetti della Fusione decorreranno dal primo giorno del periodo di imposta della società incorporante in cui sarà intervenuta la Data di Efficacia della Fusione.

Le Azioni Ordinarie DutchCo emesse a beneficio degli azionisti di Mediaset e di Mediaset España in applicazione dei Rapporti di Cambio daranno diritto, a partire dalla Data di Efficacia della Fusione, alla partecipazione agli utili eventualmente distribuiti da MFE agli stessi termini e condizioni delle Azioni Ordinarie DutchCo esistenti.

Nessun diritto particolare a ricevere dividendi sarà riconosciuto in relazione alla Fusione.

Si prevede che, dopo la Data di Efficacia della Fusione, MFE proceda alla distribuzione di un dividendo, ai sensi del diritto olandese, per un ammontare lordo complessivo pari ad Euro 100 milioni a beneficio di tutti gli azionisti di MFE.

Gli azionisti di Mediaset e di Mediaset España che esercitino il proprio diritto di recesso in relazione alla Fusione non avranno diritto a percepire dividendi eventualmente distribuiti a seguito della Data di Efficacia della Fusione.

7. TRATTAMENTO CONTABILE APPLICABILE ALL'OPERAZIONE

DutchCo, Mediaset (sia per il bilancio consolidato che per quello individuale) e Mediaset España (solo per il bilancio consolidato) redigono i loro bilanci sulla base degli IAS/IFRS.

Successivamente alla Fusione, MFE predisporrà il proprio bilancio consolidato e il proprio bilancio d'esercizio in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea (EU-IFRS) e al Titolo 9 Libro 2 del Codice Civile Olandese.

Conformemente agli IFRS, la Fusione consiste in una riorganizzazione degli enti esistenti che non dà luogo ad alcun cambiamento di controllo, essendo il capitale sociale di DutchCo attualmente interamente posseduto da Mediaset e la maggioranza del capitale sociale di Mediaset España attualmente posseduto da Mediaset. Pertanto, la Fusione non rientra nell'ambito di applicazione dell'IFRS 3 - Aggregazioni tra imprese. L'eventuale differenza tra il *fair value* delle azioni di nuova emissione di DutchCo e il valore contabile delle quote di minoranza attribuibili ai soci di minoranza di Mediaset España (alla data della Fusione) sarà rilevata in una riserva di patrimonio netto come operazione tra azionisti.

Pertanto, le attività e passività di Mediaset e di Mediaset España saranno iscritte nel bilancio di DutchCo nei limiti dei valori contabili riportati nel bilancio consolidato di Mediaset prima dell'esecuzione della Fusione.

Gli effetti contabili della Fusione saranno registrati nei conti annuali di DutchCo con effetto retroattivo all'inizio dell'esercizio in cui la Fusione sarà divenuta efficace.

Riorganizzazione Mediaset

Dal punto di vista italiano, l'operazione di conferimento in natura (Riorganizzazione Mediaset) si configura come operazione tra società facenti parte dello stesso gruppo per le quali è prevista l'applicazione del principio della continuità dei valori. In base a tale principio, la società conferente (Mediaset) deve valutare la propria partecipazione nella neo-costituita controllata diretta italiana al valore netto contabile al quale le voci conferite sono contabilizzate, secondo i principi contabili (i.e., IAS/IFRS) applicati nella redazione del proprio bilancio individuale, alla data dell'operazione. La società acquirente che redigerà il proprio bilancio individuale secondo gli IAS/IFRS, dovrà rilevare tali voci per lo stesso importo.

Segregazione Mediaset España

Dal punto di vista spagnolo, la Ventunesima Norma di Valutazione del Piano Contabile Generale Spagnolo si applica alle operazioni tra imprese appartenenti allo stesso gruppo ⁽¹⁾, come avviene nel conferimento non monetario previsto (i.e., la Segregazione Mediaset España). Di conseguenza, la Segregazione Mediaset España sarà registrata come segue:

⁽¹⁾ **Ai sensi della tredicesima norma per la predisposizione del bilancio di esercizio:** "Ai fini della presentazione del bilancio di esercizio di una società, un'altra società è considerata parte del gruppo quando tra le due società esiste un rapporto di controllo diretto o indiretto simile a quello previsto dall'articolo 42 del Codice di commercio per i gruppi di società, o quando le società sono controllate con qualsiasi mezzo, da una o più persone fisiche o giuridiche congiuntamente o che sono gestite esclusivamente secondo clausole statutarie o accordi".

- la società conferente (Mediaset España) deve misurare il proprio investimento al valore contabile al quale le voci conferite sono iscritte nei conti annuali consolidati alla data dell'operazione, conformemente all'applicazione delle norme per la redazione dei conti annuali consolidati;
- l'acquirente (ossia GA Mediaset) deve riconoscere tali voci per lo stesso importo;
- il bilancio consolidato utilizzato a tal fine è quello del più grande gruppo o sottogruppo spagnolo in cui le voci sono integrate. Nel caso in cui non sia richiesta la redazione di tali conti annuali consolidati, in virtù di una delle esenzioni previste dai principi di consolidamento, si utilizzeranno gli importi iscritti nei bilanci di esercizio individuali della società conferente prima dell'operazione.

8. ASPETTI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE

8.1. Aspetti fiscali italiani

8.1.1. Principali aspetti fiscali della Riorganizzazione Mediaset

Regime delle imposte sui redditi

Ai sensi dell'art. 176, D.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917 ("TUIR"), la Riorganizzazione Mediaset - avendo ad oggetto il conferimento in natura di un ramo d'azienda - costituisce un'operazione fiscalmente neutrale ai fini dell'imposta sul reddito delle società (IRES).

Pertanto, la società conferente (*i.e.*, Mediaset) non realizzerà alcuna plusvalenza fiscalmente rilevante (seppure contabilmente rilevata) e la società beneficiaria assumerà le attività e le passività conferite al medesimo valore fiscale che esse avevano in capo alla società conferente.

Inoltre, la Riorganizzazione Mediaset non rileverà ai fini dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).

Tuttavia, la società beneficiaria potrà optare, sia ai fini IRES sia ai fini IRAP, per l'affrancamento del valore fiscale delle attività materiali e immateriali (ivi incluso l'avviamento) trasferite per effetto della Riorganizzazione, fino a concorrenza del valore contabile ad esse attribuito in bilancio, mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva con aliquota compresa tra il 12% e il 16%.

Regime delle imposte indirette

La Riorganizzazione Mediaset non è soggetta ad IVA ai sensi dell'art. 2, D.p.r. 26 ottobre 1972, n. 633.

La Riorganizzazione Mediaset è soggetta ad imposta di registro nella misura fissa di Euro 200. Se la Riorganizzazione Mediaset comporta il trasferimento di beni immobili, le imposte ipotecarie e catastali trovano applicazione nella misura fissa di Euro 200 ciascuna.

Regime di responsabilità solidale

Per effetto della Riorganizzazione Mediaset, la società conferitaria sarà solidalmente responsabile con la società conferente (*i.e.*, Mediaset), fatto salvo il diritto di preventiva escussione della conferente, per le obbligazioni fiscali anche potenziali (inclusi sanzioni e interessi) della società conferente (*i.e.* Mediaset) riferibili a violazioni commesse o contestate nell'anno in cui è avvenuta la Riorganizzazione Mediaset e nei due precedenti.

Tale responsabilità solidale è limitata al valore del ramo d'azienda conferito e può essere ulteriormente limitata mediante la richiesta all'Agenzia delle entrate di un certificato dei carichi fiscali pendenti relativo alla società conferente (*i.e.*, Mediaset).

Se in tale certificato non risultano carichi fiscali pendenti, la società conferitaria sarà integralmente liberata dalla predetta responsabilità solidale. Se nel certificato sono indicati carichi fiscali pendenti, la responsabilità solidale della società conferitaria sarà limitata al minore valore tra:

- l'ammontare delle passività fiscali indicate nel certificato dei carichi fiscali pendenti; e
- il valore del ramo d'azienda trasferito.

La limitazione di responsabilità derivante dall'emissione del certificato fiscale trova applicazione solo in relazione alle passività fiscali (e non con riferimento anche alle passività commerciali o contributive) e non si applica qualora sia contestato che l'operazione sia stata realizzata in frode ai crediti erariali.

Implicazioni della Riorganizzazione Mediaset sul Consolidato Fiscale Mediaset

La società beneficiaria della Riorganizzazione Mediaset potrà aderire al Consolidato Fiscale Mediaset (come definito al paragrafo 8.1.2), in qualità di società consolidata, dal periodo di imposta in cui è stata costituita a condizione che la sua costituzione sia precedente al termine per la presentazione della dichiarazione dei

redditi (i.e., 30 settembre 2019 assumendo che la Riorganizzazione Mediaset sarà effettuata nel 2019). In tal caso, la società beneficiaria della Riorganizzazione Mediaset dovrà esercitare l'opzione per il Consolidato Fiscale Mediaset unitamente a Mediaset entro il medesimo termine.

Implicazioni della Riorganizzazione Mediaset sull'IVA di gruppo di Mediaset

La Riorganizzazione Mediaset non determina l'interruzione anticipata del regime di liquidazione dell'IVA di gruppo di Mediaset. La società beneficiaria della Riorganizzazione Mediaset potrà essere inclusa nel regime di liquidazione, in qualità di società controllata.

8.1.2. Principali implicazioni fiscali della Fusione

Regime delle imposte sui redditi

i. *Neutralità fiscale/tassazione in uscita*

Posto che DutchCo è fiscalmente residente in Italia, la Fusione sarà soggetta alle disposizioni fiscali ordinariamente applicabili alle fusioni domestiche e intracomunitarie.

In particolare, ai sensi dell'articolo 172 e dell'articolo 178, TUIR, le fusioni tra società fiscalmente residenti in Italia e le fusioni in cui una società fiscalmente residente in Italia incorpora una società residente in un altro paese dell'Unione europea sono neutrali ai fini fiscali sia per le società partecipanti alla fusione sia per i relativi soci⁽²⁻³⁾. Per l'effetto:

- a) la Fusione non determina il realizzo né la distribuzione di alcuna plusvalenza tassabile o minusvalenza deducibile in relazione ai beni delle Società Partecipanti alla Fusione, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore dell'avviamento;
- b) le attività e le passività trasferite da Mediaset a DutchCo per effetto della Fusione manterranno lo stesso costo fiscale che avevano presso Mediaset prima della Fusione. Tuttavia, DutchCo, in qualità di società risultante dalla Fusione, potrà optare per l'affrancamento del valore fiscale delle immobilizzazioni materiali e immateriali (incluso l'avviamento eventualmente emerso, ove contabilmente rilevabile) trasferite per effetto della Fusione, fino a concorrenza del valore contabile attribuito a tali attività nel bilancio post-Fusione, versando un'imposta sostitutiva con aliquota compresa tra il 12% e il 16%. Essendo la Fusione una fusione inversa, le attività materiali e immateriali che possono essere affrancate sono quelle possedute da DutchCo prima della Fusione; e
- c) le attività e le passività trasferite da Mediaset España a DutchCo avranno un costo fiscale pari al loro valore di mercato ai sensi dell'articolo 166-bis del TUIR.

ii. *Implicazioni sulle posizioni soggettive*

Le perdite fiscali maturate (e non utilizzate) da DutchCo e da Mediaset prima del rispettivo ingresso nel Consolidato Fiscale Mediaset (come sotto definito), al pari degli interessi passivi in eccesso non utilizzati e delle eccedenze ACE non trasferite al Consolidato Fiscale Mediaset, potranno essere riportate ed utilizzate per abbattere la base imponibile della società risultante dalla Fusione (i.e., DutchCo):

- a) fino a concorrenza rispettivamente del valore del patrimonio netto di DutchCo e di Mediaset risultante dall'ultimo bilancio antecedente alla Fusione o, se inferiore, dalla situazione patrimoniale redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, senza considerare i conferimenti e i versamenti effettuati nel corso degli ultimi 24 mesi (c.d. "test del patrimonio netto"); e a condizione che
- b) DutchCo e Mediaset abbiano contabilizzato nel conto economico dell'esercizio precedente a quello in cui la Fusione è stata deliberata un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica e un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi superiore al 40% di quello risultante dalla media dei due esercizi anteriori (c.d. "test di vitalità").

Qualora una o entrambe le società di cui sopra non dovessero superare il test del patrimonio netto e/o il test di vitalità, è possibile presentare un apposito interpello disapplicativo all'Agenzia delle entrate.

Le perdite fiscali maturate da Mediaset España prima della fusione (e durante il periodo di residenza fiscale in Spagna) non saranno riportabili da DutchCo.

⁽²⁾ Fatto salvo il regime fiscale applicabile alla società estera estinta (i.e. Mediaset España) nell'altro paese dell'UE (cfr. paragrafo 8.2.2.).

⁽³⁾ In ipotesi di conguagli in denaro, i soci di Mediaset e i soci italiani di Mediaset España realizzeranno proporzionalmente le loro partecipazioni. In tal caso, la differenza positiva tra il conguaglio in denaro ricevuto e il valore fiscale della partecipazione realizzata viene considerata, ai fini fiscali, come: (i) una distribuzione di dividendi per i soci persone fisiche e per i soci non residenti; o (ii) una plusvalenza per i soci società commerciali residenti in Italia. Per il regime fiscale applicabile si veda il successivo paragrafo 8.1.3.

iii. Il regime fiscale applicabile all'avanzo o al disavanzo da fusione

L'avanzo o il disavanzo da fusione contabilizzato da DutchCo ad esito della Fusione non sono rilevanti ai fini delle imposte sui redditi.

L'avanzo da fusione deve essere allocato in via prioritaria alla ricostituzione delle riserve in sospensione di imposta (se esistenti), come meglio specificato nel successivo paragrafo 8.1.2(iv).

Il disavanzo da fusione può essere contabilmente allocato da DutchCo sul maggior valore iscritto in bilancio successivamente alla Fusione sulle proprie attività materiali e immateriali trasferite e, su opzione, affrancato mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva compresa tra il 12% e il 16% (cfr. paragrafo 8.1.2(i) *supra*)⁽⁴⁾.

iv. Regime di tassazione delle riserve del patrimonio netto

In linea di principio, le riserve soggette a regime di sospensione d'imposta contabilizzate nel bilancio di Mediaset o DutchCo prima della Fusione devono essere ricostituite nel bilancio della società risultante dalla Fusione (*i.e.*, DutchCo) mediante l'utilizzo dell'avanzo da fusione (se esistente) e di altri elementi del patrimonio netto (qualora l'avanzo da fusione non sia capiente). Tali riserve sono assoggettate ad imposizione in capo alla società risultante dalla fusione (*i.e.*, DutchCo) nella misura in cui non siano state ricostituite.

Le riserve in sospensione di imposta tassabili solo in caso di distribuzione (e.g. le riserve contabilizzate ad esito di specifiche leggi di rivalutazione) sono tassabili solo qualora l'avanzo da fusione sia distribuito oppure l'ammontare dell'aumento di capitale a servizio della fusione (eccedente il capitale sociale della società incorporata) sia rimborsato agli azionisti.

v. Ulteriori implicazioni fiscali rilevanti

In linea di principio, gli effetti fiscali della Fusione possono essere retrodatati – sia ai fini dell'imposta sulle società (IRES), sia ai fini dell'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) – fino ad una data non precedente a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio delle società incorporate (*i.e.*, Mediaset e Mediaset España) o, se successiva, alla data in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante (*i.e.*, DutchCo).

Di conseguenza, assumendo che la Fusione sarà realizzata entro la fine del 2019, gli effetti fiscali della Fusione saranno retrodati al 1 luglio 2019 (*i.e.*, la data successiva alla chiusura dell'ultimo bilancio di esercizio di DutchCo).

La retrodatazione degli effetti fiscali della Fusione deve essere espressamente prevista dall'Atto di Fusione.

vi. Regime delle imposte indirette applicabile alla Fusione

La Fusione è un'operazione fuori campo IVA e l'imposta di registro trova applicazione nella misura fissa di Euro 200.

vii. Applicabilità delle disposizioni antiabuso

Ai sensi della disposizione generale antiabuso prevista dalla legislazione italiana (art. 10 *bis*, L. n. 212 del 27 luglio 2000, "Art. 10 *bis*"), si considerano abusive una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, sono essenzialmente finalizzate all'ottenimento di un indebito vantaggio fiscale.

L'Art. 10 *bis* dispone che:

- una o più operazioni si considerano prive di sostanza economica quando consistono in fatti, atti o contratti, anche collegati tra loro, inidonei a realizzare effetti significativi diversi dai vantaggi fiscali;
- un indebito vantaggio fiscale consiste in un beneficio, anche non immediato, contrario alle finalità delle disposizioni fiscali applicate o con i principi dell'ordinamento tributario.

Se i menzionati requisiti sono soddisfatti, l'Agenzia delle entrate può:

- disconoscere il trattamento fiscale applicato a suddette operazioni; e
- contestare le maggiori imposte (e le sanzioni amministrative), determinate sulla base delle disposizioni fiscali aggirate dal contribuente. Nell'ambito di tale contestazione, l'Agenzia delle entrate deve considerare le imposte già pagate dal contribuente.

Nel caso in esame, la Fusione è supportata da valide ragioni economiche (ossia, per finalità diverse dall'ottenimento di un risparmio di imposta) posto che tale operazione è inserita nell'ambito di un più ampio

⁽⁴⁾ Le attività trasferite da Mediaset España a DutchCo attraverso la Fusione non possono essere oggetto di affrancamento, poiché il valore fiscale di tali attività in capo a DutchCo sarà pari al loro valore di mercato (si veda il punto 8.1.2, lettera i).

progetto di riorganizzazione come meglio specificato nella Sezione 1 (*Illustrazione dell'operazione e motivazioni della stessa*) e, pertanto, non appare in linea di principio contestabile dall'Agenzia delle entrate ai sensi dell'Art. 10 *bis*.

viii. Responsabilità della società risultante dalla Fusione nei confronti dell'Agenzia delle entrate per le violazioni commesse dalla società incorporata prima della Fusione

La società risultante dalla Fusione (*i.e.*, DutchCo) subentrerà in tutte le obbligazioni fiscali italiane delle società incorporate (*i.e.*, Mediaset e Mediaset España), ivi incluse quelle connesse al pagamento delle sanzioni amministrative.

ix. Implicazioni della fusione sul regime del Consolidato Fiscale Mediaset

Mediaset ha optato, in qualità di consolidante, per il regime del consolidato fiscale con le società italiane da essa controllate ai sensi degli artt. 117 e ss. del TUIR (il "**Consolidato Fiscale Mediaset**").

DutchCo ha aderito al Consolidato Fiscale Mediaset, in qualità di società consolidata, a partire dal periodo d'imposta 2018, mediante apposita opzione esercitata unitamente a Mediaset.

Pertanto, il reddito imponibile o la perdita fiscale realizzata da DutchCo nel periodo d'imposta 2018 sarà trasferito al Consolidato Fiscale Mediaset e soggetto ad imposizione, o compensato, unitamente al reddito imponibile delle altre società partecipanti al Consolidato Fiscale Mediaset.

La chiusura anticipata dell'esercizio sociale al 30 giugno 2019 determinerà la fuoriuscita di DutchCo dal Consolidato Fiscale Mediaset a partire dal periodo d'imposta 2019. Tuttavia, il riallineamento dell'esercizio sociale al 31 dicembre 2019 che sarà deliberato da DutchCo (entro il 30 settembre 2019) consentirà alla stessa di esercitare nuovamente l'apposita opzione per entrare a fare parte del Consolidato Fiscale Mediaset, in qualità di società consolidata, sin dal periodo 1 luglio 2019 – 31 dicembre 2019.

Sarà presentato un interpello all'Agenzia delle entrate volto ad ottenere conferma che la Fusione non determini l'interruzione anticipata del Consolidato Fiscale Mediaset e che, ad esito della stessa, il Consolidato Fiscale Mediaset potrà continuare in capo a DutchCo, in qualità di consolidante, senza che sia necessario riattribuire le perdite fiscali generate in costanza del Consolidato Fiscale Mediaset alle società che le hanno prodotte.

x. Implicazioni della Fusione sul regime IVA di gruppo di Mediaset

Mediaset ha optato, in qualità di società controllante, per il regime della liquidazione IVA di gruppo con le società italiane da essa controllate ai sensi dell'art. 73, D.p.r. 26 ottobre 1972, n. 633 (il "**Liquidazione IVA di Gruppo Mediaset**").

La Fusione non determinerà l'interruzione del regime della Liquidazione IVA di Gruppo Mediaset. Considerato che DutchCo è entrata a far parte del regime di Liquidazione IVA di Gruppo Mediaset a partire dal periodo d'imposta 2019, assumendo che la Fusione sarà realizzata nel 2019, come chiarito dall'Agenzia delle entrate il regime di Liquidazione IVA di Gruppo Mediaset potrà proseguire in capo alla società risultante dalla Fusione per tutte le società precedentemente incluse in tale regime.

8.1.3. Il regime di tassazione dei dividendi e delle plusvalenze

Regime di tassazione dei dividendi distribuiti da DutchCo

Il regime fiscale applicabile ai dividendi distribuiti da DutchCo, ovvero, alle plusvalenze realizzate sulle azioni di DutchCo dipenderà dalla natura e dalla residenza dei relativi azionisti, nonché dalla natura fiscale (qualificata o meno) delle partecipazioni detenute e può essere sintetizzato come segue.

i. Persone fisiche fiscalmente residenti in Italia

Il regime fiscale applicabile ai dividendi percepiti da persone fisiche che non detengono la partecipazione in regime di impresa dipende dal periodo di imposta in cui gli utili distribuiti sono stati realizzati e dalla natura qualificata o meno della partecipazione ⁽⁵⁾. In particolare, i dividendi percepiti da:

- (i) azionisti che detengono una partecipazione non qualificata sono soggetti ad una ritenuta a titolo di imposta del 26% ⁽⁶⁻⁷⁾;

⁽⁵⁾ Con riferimento a società le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato, una partecipazione si considera qualificata ai fini fiscali se l'azionista detiene più del 2% dei diritti di voto, ovvero, più del 5% del relativo capitale sociale.

⁽⁶⁾ In luogo della ritenuta a titolo di imposta del 26%, l'ammontare lordo dei dividendi pagati da una società le cui azioni sono depositate in un sistema centralizzato gestito da Monte Titoli S.p.A., ai propri azionisti persone fisiche residenti in Italia, sono soggette ad una imposta sostitutiva del 26%.

⁽⁷⁾ I dividendi percepiti da persone fisiche che detengono le azioni nell'ambito di un rapporto per il quale è stata esercitata l'opzione per il regime del c.d. "Risparmio Gestito" non sono soggetti ad alcuna ritenuta a titolo di imposta o imposta sostitutiva e concorrono alla formazione del risultato annuo di gestione soggetto ad un'apposita imposta sostitutiva del 26%.

- (ii) azionisti che detengono una partecipazione qualificata ⁽⁸⁾:
- a. concorrono alla formazione della base imponibile dell'azionista nella misura del 40% del relativo ammontare se i dividendi distribuiti sono formati con utili realizzati fino al periodo di imposta in corso al 31 dicembre 2007;
 - b. concorrono alla formazione della base imponibile dell'azionista nella misura del 49,72% del relativo ammontare se i dividendi distribuiti sono formati con utili realizzati a partire dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007 e fino al periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2016;
 - c. concorrono alla formazione della base imponibile dell'azionista nella misura del 58,14% del relativo ammontare se i dividendi distribuiti sono formati con utili realizzati nel periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2016; e
 - d. sono soggetti a ritenuta a titolo di imposta del 26% se i dividendi distribuiti sono formati con utili realizzati a partire dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2017 ⁽⁹⁻¹⁰⁾.

I dividendi percepiti da persone fisiche fiscalmente residenti in Italia che detengono le azioni di DutchCo in regime di impresa concorrono a formare la relativa base imponibile (soggetta alle ordinarie aliquote progressive dell'Imposta sui redditi delle persone fisiche fino al 43%) nella misura del: (i) 58,14%, per gli utili realizzati nel periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2016; (ii) 49,72%, per gli utili realizzati dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007 fino al periodo di imposta in corso al 31 dicembre 2016; e (iii) 40%, per gli utili realizzati fino al periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2007 ⁽¹¹⁾.

ii. Società commerciali fiscalmente residenti in Italia

I dividendi distribuiti da DutchCo e percepiti da società soggette all'imposta sul reddito delle società (IRES) concorrono nella misura del 5% alla formazione della relativa base imponibile IRES, soggetta all'ordinaria aliquota del 24% (con una tassazione effettiva dell'1,2%) ⁽¹²⁾.

Per i soci *IAS adopter* che contabilizzeranno le azioni di DutchCo quali titoli detenuti per la negoziazione, i dividendi distribuiti da DutchCo concorreranno integralmente alla formazione della relativa base imponibile IRES.

I dividendi percepiti da società di persone commerciali (*i.e.*, società in nome collettivo e società in accomandita semplice) concorrono alla formazione della relativa base imponibile (successivamente imputata ai soci per trasparenza) nella misura del: (i) 58,14%, per gli utili realizzati nel periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2016; (ii) 49,72%, per gli utili realizzati dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007 fino al periodo di imposta in corso al 31 dicembre 2016; e (iii) 40%, per gli utili realizzati fino al periodo d'imposta in corso al 31 dicembre 2007 ⁽¹³⁾.

I dividendi non sono soggetti a tassazione ai fini dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP), salvo che il percipiente non sia una banca o altro intermediario finanziario.

iii. Persone fisiche non residenti ai fini fiscali in Italia

In linea di principio, i dividendi corrisposti a persone fisiche fiscalmente non residenti in Italia sono soggetti ad una ritenuta a titolo di imposta con aliquota del 26%. Tali soggetti hanno il diritto di chiedere il rimborso di 11/26 di tale ritenuta qualora dimostrino (mediante adeguata documentazione rilasciata dalle autorità fiscali dello Stato di residenza) che tali dividendi siano stati assoggettati a tassazione a titolo definitivo nel proprio Stato di residenza. Tale ritenuta può essere ridotta ai sensi della convenzione contro le doppie imposizioni stipulata tra l'Italia e lo Stato estero di residenza del percettore, ove applicabile.

⁽⁸⁾ In proposito, si rileva che i dividendi distribuiti successivamente al 31 dicembre 2022 sono tutti soggetti a ritenuta a titolo di imposta (ovvero, ad imposta sostitutiva) del 26% a prescindere dal periodo in cui sono stati realizzati gli utili distribuiti e alla natura qualificata o non qualificata della partecipazione detenuta dal socio.

⁽⁹⁾ In ipotesi di riserve di utili di DutchCo stratificate nel tempo, si considerano distribuite prioritariamente le riserve di utili realizzati in data meno recente.

⁽¹⁰⁾ I dividendi percepiti da persone fisiche che detengono le azioni nell'ambito di un rapporto per il quale è stata esercitata l'opzione per il regime del c.d. "Risparmio Gestito" non sono soggetti ad alcuna ritenuta a titolo di imposta o imposta sostitutiva e concorrono alla formazione del risultato annuo di gestione soggetto ad un'apposita imposta sostitutiva del 26%.

⁽¹¹⁾ In ipotesi di riserve di utili di DutchCo stratificate nel tempo, si considerano distribuite prioritariamente le riserve di utili realizzati in data meno recente.

⁽¹²⁾ Per le banche e gli intermediari finanziari, l'aliquota IRES è pari al 27,5% e, pertanto, l'aliquota di tassazione effettiva dei dividendi è pari all'1,375%.

⁽¹³⁾ In ipotesi di riserve di utili di DutchCo stratificate nel tempo, si considerano distribuite prioritariamente le riserve di utili realizzati in data meno recente.

iv. Società di capitali non residenti ai fini fiscali in Italia

In linea di principio, i dividendi pagati a società fiscalmente non residenti in Italia sono soggetti ad una ritenuta a titolo di imposta con aliquota del 26%, che può essere ridotta all'1,2% a condizione che il soggetto percettore sia: (a) una società residente ai fini fiscali in uno Stato appartenente all'Unione Europea o allo Spazio Economico Europeo che consente un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e ivi soggetto all'imposta sul reddito delle società; e (b) il beneficiario effettivo dei dividendi.

Inoltre, ai sensi della normativa domestica di recepimento della Direttiva Madre-Figlia 90/435/CEE, i dividendi pagati da una società italiana non sono soggetti ad alcuna ritenuta alla fonte se la società percipiente:

- è residente ai fini fiscali in un altro Stato Membro dell'Unione Europea e ivi soggetto ad imposizione, senza possibilità di esserne esentato, all'imposta sul reddito delle società;
- detiene almeno il 10% del capitale sociale di DutchCo per un periodo ininterrotto di almeno 12 mesi; e
- è il beneficiario effettivo dei dividendi percepiti.

Negli altri casi, l'ordinaria ritenuta a titolo di imposta del 26% può essere ridotta in conformità alla convenzione contro le doppie imposizioni concluse tra l'Italia e lo Stato di residenza del percettore, ove applicabile.

Il regime di tassazione delle plusvalenze

i. Persone fisiche fiscalmente residenti in Italia

Le plusvalenze realizzate da persone fisiche fiscalmente residenti in Italia sulle azioni detenute in DutchCo sono soggette ad un'imposta sostitutiva del 26% a prescindere dalla natura qualificata o non qualificata della partecipazione realizzata ⁽¹⁴⁾.

ii. Società commerciali fiscalmente residenti in Italia

Se i requisiti di cui all'art. 87, TUIR, sono soddisfatti, le plusvalenze realizzate da società soggette ad IRES concorrono alla formazione della relativa base imponibile solamente per il 5% del relativo ammontare, con una tassazione effettiva dell'1,2% (il regime della "*participation exemption regime*" o "*PEX*"). Al ricorrere dei medesimi requisiti, l'eventuale minusvalenza realizzata da società soggette ad IRES è fiscalmente irrilevante.

Le plusvalenze realizzate da società di persone commerciali (*i.e.*, società in nome collettivo e società in accomandita semplice) su partecipazioni aventi i requisiti PEX concorrono alla formazione della relativa base imponibile (successivamente imputata ai soci per trasparenza) nella misura del 49,72% del relativo ammontare. Al ricorrere dei medesimi requisiti, l'eventuale minusvalenza realizzata da società soggette ad IRES non è deducibile nella misura del 50,28%.

In assenza di tali requisiti, le plusvalenze (e le minusvalenze) concorrono integralmente alla formazione della base imponibile dei soci società commerciali.

In linea di principio, tali plusvalenze o minusvalenze non sono rilevanti ai fini IRAP.

iii. Soggetti fiscalmente non residenti in Italia (persone fisiche e società).

Le plusvalenze realizzate da soggetti fiscalmente non residenti in Italia che detengono una partecipazione non qualificata in una società le cui azioni sono negoziate in un mercato regolamentato (quale DutchCo) non sono soggette ad imposizione in Italia.

Qualora tali azioni non fossero negoziate in un mercato regolamentato al momento della relativa cessione (anche per effetto di un *de-listing* delle azioni di DutchCo), l'eventuale plusvalenza realizzata su una partecipazione non qualificata non sarebbe soggetta ad imposizione in Italia se realizzata da: (i) soggetti residenti in uno Stato che consente un adeguato scambio di informazioni con l'Italia; (ii) enti e organismi costituiti in base ad accordi internazionali resi esecutivi in Italia; (iii) investitori istituzionali, ancorché privi di soggettività tributaria, costituiti in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia; e (iv) banche centrali o organismi che gestiscono anche le riserve ufficiali di uno Stato.

Le plusvalenze realizzate da soggetti fiscalmente non residenti in Italia che detengono una partecipazione qualificata in DutchCo sono soggette ad imposta sostitutiva nella misura del 26%, salvo che la convenzione contro le doppie imposizioni stipulata tra l'Italia e lo Stato di residenza del socio, ove applicabile, preveda che tale plusvalenza sia tassata esclusivamente in tale Stato estero.

⁽¹⁴⁾ Le plusvalenze realizzate da persone fisiche su partecipazioni detenute nell'ambito di rapporti soggetti al regime del c.d. "Risparmio Gestito" concorrono alla formazione del risultato annuo di gestione, soggetto ad imposta sostitutiva nella misura del 26%.

8.2. *Aspetti fiscali spagnoli*

8.2.1. Principali aspetti fiscali della Segregazione Mediaset España

Se la Segregazione Mediaset España è effettuata per valide ragioni commerciali e non viene esercitata una espressa rinuncia all'applicazione del regime speciale di neutralità fiscale applicabile alle fusioni, scissioni, scissioni parziali, trasferimenti di attività e scambi di partecipazioni:

- i. il trasferimento di attività e passività da Mediaset España a GA Mediaset non sarà soggetto all'imposta sul reddito delle società spagnola (**CIT**) e la differenza tra il valore di mercato e il costo fiscalmente riconosciuto di tali attività e passività sarà trasferito a GA Mediaset;
- ii. il valore fiscale delle azioni di GA Mediaset in capo a Mediaset España sarà pari al valore fiscale che le attività e passività trasferite da Mediaset España avevano immediatamente prima del relativo conferimento a GA Mediaset;
- iii. il trasferimento di proprietà immobiliari da Mediaset España a GA Mediaset non sarà soggetto alla TIVUL (imposta comunale sull'aumento di valore dei terreni urbani); e,
- iv. GA Mediaset rileverà le perdite e gli altri crediti d'imposta di Mediaset España che non sono stati da essa utilizzati ai fini fiscali; il riporto in avanti delle perdite fiscali maturate da Mediaset España in capo a GA Mediaset può essere soggetto ad alcune limitazioni ⁽¹⁵⁾.

Ai fini dell'applicazione di tale regime di neutralità fiscale, GA Mediaset deve notificare l'operazione all'Amministrazione fiscale spagnola entro tre mesi dalla registrazione dell'atto pubblico in cui la Segregazione Mediaset España sarà formalizzata.

Si noti che, indipendentemente dall'applicazione o meno del regime speciale di neutralità, la Segregazione Mediaset España non sarà soggetta all'IVA o all'Imposta sui conferimenti e sarà esente da qualsiasi Imposta di trasferimento o Imposta di bollo che troverebbe altrimenti applicazione sul trasferimento di beni immobili o altre attività.

8.2.2. Principali aspetti fiscali della Fusione

Implicazioni fiscali per il gruppo Mediaset

Se la Fusione è realizzata per valide ragioni commerciali e non viene effettuata una espressa rinuncia all'applicazione del regime speciale di neutralità fiscale applicabile alle fusioni, alle scissioni, alle scissioni parziali, ai trasferimenti di attività e agli scambi di partecipazioni:

- i. non sarà applicata la CIT sulle plusvalenze derivanti dal trasferimento di azioni di GA Mediaset da Mediaset España a DutchCo e la differenza tra il valore di mercato di tali azioni e il loro valore fiscale sarà trasferita alla società acquirente, a condizione che le azioni di GA Mediaset España vengano attribuite ad una stabile organizzazione in Spagna di DutchCo; a tal fine, DutchCo dovrebbe costituire una succursale spagnola (la **Succursale Spagnola**) alla quale attribuire le azioni di GA Mediaset;
- ii. sebbene la Fusione comporti la cessazione di qualsiasi consolidato fiscale ai fini CIT di cui Mediaset España sia la società capogruppo o la rappresentante della società capogruppo, tale cessazione del consolidato fiscale sarà fiscalmente neutrale a condizione che tutte le entità appartenenti a tale consolidato fiscale aderiscano ad un nuovo consolidato fiscale e, in tal caso, le conseguenze connesse alla cessazione di un consolidato fiscale ⁽¹⁶⁾ si determineranno solamente allo scioglimento di tale nuovo regime di tassazione di gruppo.

Ai fini dell'applicazione del regime di neutralità fiscale, la Fusione deve essere notificata all'Amministrazione fiscale spagnola entro tre mesi dalla registrazione dell'atto pubblico in cui la Fusione è stata formalizzata.

Si noti che, indipendentemente dall'applicazione o meno del regime speciale, la Fusione non sarà soggetta all'IVA o all'Imposta sui conferimenti e sarà esente dall'Imposta sui trasferimenti o dall'Imposta di bollo.

⁽¹⁵⁾ In particolare: (a) l'ammontare delle perdite fiscali riportabili a nuovo da GA Mediaset è ridotto della differenza positiva tra il valore dei conferimenti effettuati dai soci della società conferente e il valore fiscale delle partecipazioni da essi detenute nella società conferente; e (b) GA Mediaset non potrà utilizzare in compensazione eventuali perdite fiscali nella misura in cui Mediaset España o altra società del gruppo abbiano operato delle svalutazioni sulle partecipazioni in essa detenute rilevanti anche ai fini fiscali.

⁽¹⁶⁾ Come regola generale, i risultati derivanti da operazioni infragruppo realizzate da società appartenenti al medesimo regime di consolidato fiscale sono eliminati dalla base imponibile di gruppo e tassati nel periodo d'imposta in cui i tali beni sono trasferiti a terzi, o nel momento in cui l'entità che ha realizzato l'operazione infragruppo esce dal consolidato fiscale. In caso di cessazione di un consolidato fiscale (i) qualsiasi riduzione della base imponibile del consolidato fiscale derivante da operazioni infragruppo deve essere recuperata a tassazione e (ii) ciascuna società assume le perdite fiscali e gli altri crediti d'imposta del consolidato fiscale nella misura in cui tali società hanno contribuito alla loro formazione. Le medesime regole trovano applicazione in relazione alle singole entità che fuoriescono dal regime del consolidato fiscale.

Implicazioni fiscali per gli azionisti di minoranza

- i. Gli azionisti residenti in Spagna o in uno Stato membro dell'Unione Europea beneficeranno del regime speciale di neutralità fiscale applicabile alle fusioni, scissioni, scissioni parziali, trasferimenti di attività e scambi di partecipazioni e dovranno attribuire alle azioni di DutchCo ricevute per effetto della Fusione lo stesso valore fiscale che i titoli scambiati avevano immediatamente prima della Fusione.
- ii. Gli azionisti residenti in un Paese con il quale la Spagna ha stipulato una convenzione contro le doppie imposizioni che contiene una clausola sullo scambio di informazioni sono esenti da tassazione in quanto la Fusione comporta il trasferimento di titoli quotati presso i Mercati Azionari Spagnoli.
- iii. Gli azionisti residenti in altri Paesi sono soggetti all'imposta sui redditi spagnola dei soggetti non residenti (**NRIT**) con aliquota del 19% sulla differenza tra il valore di mercato delle azioni di DutchCo ricevute per effetto della Fusione e il costo fiscale delle azioni di Mediaset España detenute precedentemente alla Fusione.

8.2.3. Tassazione di dividendi e plusvalenze

Distribuzione di dividendi da parte di DutchCo

- i. Società residenti in Spagna: i dividendi sono esenti dalla CIT a condizione che (i) l'azionista detenga, direttamente e/o indirettamente, una partecipazione pari almeno al 5% del capitale sociale o dei diritti di voto della società distributrice, ovvero, abbia acquistato la relativa partecipazione per un corrispettivo pari almeno a Euro 20 milioni e detenga tale partecipazione ininterrottamente per un periodo di almeno un anno (tale periodo di detenzione può essere soddisfatto prima della distribuzione, ovvero, anche successivamente); e (ii) la società distributrice sia soggetta a un'imposta di natura analoga alla CIT con aliquota nominale pari almeno al 10% durante il periodo in cui gli utili sono maturati.

Se questi requisiti non sono soddisfatti, i dividendi sono inclusi nella base imponibile dell'imposta sui redditi delle società e tassati, in linea di principio, con un'aliquota fiscale del 25%.

L'eventuale ritenuta alla fonte italiana applicata al momento della distribuzione dei dividendi è scomputabile da parte dell'azionista spagnolo dalla CIT da esso dovuta in Spagna nel limite della ritenuta applicabile ai sensi della Convenzione contro le doppie imposizioni stipulata tra la Spagna e l'Italia (15%), a condizione che l'importo della ritenuta ridotta da parte dell'azionista non sia superiore alla CIT su tali dividendi che l'azionista avrebbe teoricamente pagato in Spagna su dividendi di fonte spagnola.

- ii. Persone fisiche residenti in Spagna: i dividendi concorrono alla formazione della base imponibile dei redditi da risparmio delle imposte sui redditi delle persone fisiche (**PIT**) e sono tassati con aliquote progressive secondo i seguenti scaglioni: con aliquota del 19% fino a Euro 6.000 di reddito imponibile; con aliquota del 21% tra Euro 6.000 e Euro 50.000 di reddito imponibile; e con aliquota del 23% oltre Euro 50.000 di reddito imponibile.

L'eventuale ritenuta alla fonte italiana applicata al momento della distribuzione dei dividendi può essere scomputata dall'azionista dalla PIT da esso dovuta nel limite della ritenuta applicabile ai sensi della Convenzione contro le doppie imposizioni stipulata tra la Spagna e l'Italia (15%), purché, l'importo di detta ritenuta non sia superiore al risultato derivante dall'applicazione della sua aliquota fiscale media effettiva sui redditi di fonte estera. A tali fini, l'aliquota fiscale media effettiva è determinata avendo a riferimento la base imponibile netta dei redditi da risparmio.

Distribuzione dei dividendi da parte di GA Mediaset

I dividendi distribuiti da GA Mediaset alla Succursale Spagnola sono esenti da imposta. Gli utili distribuiti dalla Succursale Spagnola a DutchCo non sono soggetti alla NRIT spagnola.

Trasferimento delle azioni di GA Mediaset

Se le azioni di GA Mediaset assegnate alla Succursale Spagnola vengono trasferite al di fuori del territorio spagnolo attraverso la liquidazione della Succursale Spagnola, la plusvalenza derivante dalla differenza tra il valore di mercato e il valore fiscale di tali azioni è soggetta alla NRIT spagnola con aliquota del 25%.

In caso di cessione delle azioni di GA Mediaset assegnate alla Succursale Spagnola, la plusvalenza realizzata può essere soggetta alla NRIT spagnola con aliquota del 25% (senza diritto al regime di *participation exemption* spagnolo) sulla differenza tra il valore di mercato dell'impresa al momento del conferimento in GA Mediaset e il valore fiscale delle azioni di GA Mediaset (*i.e.* il valore fiscale storico dell'impresa per l'entità conferente). L'importo della plusvalenza che eccede tale differenza dovrebbe poter beneficiare del regime di *participation exemption* spagnolo, ai sensi dell'articolo 21 della legge spagnola CIT.

Ai sensi dell'articolo 88.3 della legge spagnola CIT, al fine di ridurre eventuali doppie imposizioni, GA Mediaset ha il diritto di ridurre il proprio reddito imponibile per un importo pari alla plusvalenza che è stata assoggettata a tassazione in capo alla società conferente (*i.e.*, in capo alla Succursale Spagnola in caso di trasferimento delle azioni di GA Mediaset). Al fine di mitigare la doppia imposizione che può derivare per effetto dell'applicazione del regime di neutralità fiscale, la Succursale Spagnola può beneficiare delle seguenti esenzioni:

- i. esenzione da imposizione sui dividendi distribuiti da GA Mediaset con i proventi realizzati con la cessione delle attività trasferite mediante la Segregazione Mediaset España. Tale esenzione trova applicazione a prescindere dall'ammontare della partecipazione detenuta e dal relativo periodo di possesso;
- ii. esenzione da imposizione sulle plusvalenze derivanti dal trasferimento delle azioni di GA Mediaset, a condizione che i redditi derivanti dalla cessione delle attività trasferite a GA Mediaset siano stati tassati da GA Mediaset.

Qualora la doppia imposizione non fosse eliminata mediante le menzionate rettifiche, GA Mediaset potrà effettuare apposite rettifiche di segno opposto a quelle applicate nell'ambito del descritto regime di neutralità fiscale al momento della propria liquidazione, oppure, prima di tale liquidazione, se è in grado di dimostrare che il suo precedente azionista (*i.e.*, la Succursale Spagnola) ha assoggettato ad imposizione in Spagna le plusvalenze realizzate mediante il trasferimento delle sue azioni. In tale ultimo caso, le rettifiche in diminuzione di GA Mediaset non potranno eccedere le plusvalenze che sono state assoggettate ad imposizione in capo alla Succursale Spagnola.

8.3. Implicazioni fiscali olandesi

Residenza fiscale di DutchCo

In quanto costituita in Olanda, DutchCo è in linea di principio considerata fiscalmente residente in Olanda e ivi assoggettata all'imposta sui redditi delle società (**CIT olandese**) e tenuta all'applicazione delle ritenute sui dividendi olandese (**Dutch DWT**). Tuttavia, posto che la sua sede di direzione effettiva è situata in Italia, DutchCo deve essere considerata fiscalmente residente solamente in Italia ai sensi del Trattato contro le doppie imposizioni concluso tra l'Italia e l'Olanda (il "**Trattato**") (17).

L'imposta sui redditi delle società olandese - Cenni

Posto che DutchCo non è considerata una società fiscalmente residente in Olanda ai sensi del Trattato, DutchCo non sarà soggetta all'imposta sul reddito delle società olandese, fatta eccezione per i redditi attribuibili ad una sua stabile organizzazione materiale o personale olandese e per ogni altro reddito di fonte olandese da essa realizzato. Sulla base delle attuali circostanze fattuali, DutchCo non dovrebbe essere soggetta alla CIT olandese.

Conseguenze fiscali olandesi della Fusione

La Fusione non determinerà alcuna conseguenza fiscale in Olanda per DutchCo, in quanto DutchCo non è fiscalmente residente in Olanda ai sensi del Trattato e la Fusione non coinvolge nessuna attività o passività presente in Olanda.

Considerazioni sul regime delle ritenute fiscali olandese

In linea di principio, DutchCo, in quanto costituita in Olanda, dovrebbe applicare le ritenute fiscali olandesi su ogni utile da essa distribuito in denaro o in natura. Tuttavia, gli utili distribuiti da DutchCo non dovrebbero essere soggetti ad alcuna ritenuta fiscale olandese, posto che tale società deve essere considerata fiscalmente residente in Italia ai sensi del Trattato, fatta eccezione per gli utili da essa distribuiti a favore di azionisti che sono (o si considerano) fiscalmente residenti in Olanda. In tale ultimo caso, DutchCo sarebbe tenuta ad applicare le ritenute fiscali olandesi in sede di distribuzione di utili a favore di azionisti che sono (o si considerano) fiscalmente residenti in Olanda. Un azionista fiscalmente residente in Olanda può in linea di principio scomputare tali ritenute fiscali, a seconda dei casi, dall'imposta sul reddito delle persone fisiche (se l'azionista è una persona fisica) o dall'imposta sul reddito delle società (se l'azionista è una società) olandesi, ovvero, ha il diritto di ottenere il rimborso, a seconda dei casi, dell'imposta sul reddito delle persone fisiche o delle società olandesi nella misura in cui tali ritenute fiscali, unitamente alle ulteriori imposte olandesi e/o estere scomputabili dalle imposte sui redditi, eccedono, a seconda dei casi, l'imposta complessiva sul reddito delle persone fisiche o delle società olandesi dovuta da tale azionista.

(17) L'8 maggio 1990 il Regno dei Paesi Bassi e la Repubblica italiana hanno concluso un accordo per evitare la doppia imposizione sulle imposte sul reddito e sul capitale e per prevenire l'evasione fiscale. La convenzione fiscale è entrata in vigore il 3 ottobre 1993 con effetto dal 1° gennaio 1993. Si rileva che la Convenzione multilaterale OCSE ("**MLI**") potrebbe modificare le previsioni del Trattato nel prossimo futuro. Tuttavia, in considerazione delle attuali circostanze di fatto e a condizione che l'Italia si riservi di non applicare l'articolo 4 (*Entità con doppia residenza*) della MLI al Trattato, la MLI non dovrebbe avere impatti sulla residenza fiscale di DutchCo in Italia ai sensi del Trattato.

Ai sensi di una specifica disciplina antielusiva olandese in materia di *dividend stripping*, le ritenute fiscali olandesi saranno scomputate, a seconda dei casi, dall'imposta sul reddito delle persone fisiche o delle società olandese, esentate, ridotte o rimborsate, a condizione che l'azionista sia il beneficiario effettivo della distribuzione degli utili.

9. STRUTTURA DELL'ASSETTO PROPRIETARIO DI MFE A SEGUITO DELL'OPERAZIONE

La seguente tabella riporta, in termini percentuali, le attuali partecipazioni dei principali azionisti di Mediaset nonché la relativa percentuale di diritti di voto, sulla base delle informazioni a disposizione del pubblico, alla data del 7 giugno 2019.

Azionista	% sul capitale emesso	% diritti di voto
Fininvest S.p.A.	44,18%	45,89%
Simon Fiduciaria S.p.A.(*)	19,19%	19,94%
Vivendi S.A.	9,61%	9,98%
Mediaset (azioni proprie)	3,73%	n.d.
Altri azionisti(**)	23,29%	24,19%

(*) Vivendi S.A. (comunicazione del 12 aprile 2018 ai sensi dell'art.120 del TUF), in esecuzione delle misure di ottemperanza alla Delibera dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni n. 178/17/CONS, ha sottoscritto un contratto di consulenza con Simon Fiduciaria S.p.A. ed il suo socio unico Ersel SIM S.p.A., relativo all'esercizio dei diritti di voto delle azioni intestate alla fiduciaria in base alle istruzioni impartitegli da Ersel SIM, per il tramite del suo Presidente. Vivendi S.A. ha mantenuto il diritto di fornire alla fiduciaria istruzioni sull'esercizio dei diritti di voto nell'assemblea di Mediaset S.p.A. sulle materie in relazione alle quali i soci che non hanno concorso all'assunzione della delibera sono legittimati ad esercitare il diritto di recesso.

(**) La voce "Altri azionisti" include gli amministratori del Gruppo titolari di azioni Mediaset.

La seguente tabella riporta, in termini percentuali, le attuali partecipazioni dei principali azionisti di Mediaset España nonché la relativa percentuale di diritti di voto, sulla base delle informazioni a disposizione del pubblico, alla data del 7 giugno 2019, tenuto conto altresì degli effetti del programma di acquisto di azioni proprie annunciato da Mediaset España in data 24 gennaio 2019 ed effettuato fino al 5 giugno 2019.

Azionista	% sul capitale emesso	% diritti di voto
Mediaset	51,63%	53,98%
Mediaset España (azioni proprie)	4,36%	n.d.
Altri azionisti(*)	44,01%	46,02%

(*) La voce "Altri azionisti" include gli amministratori del Gruppo titolari di azioni Mediaset España.

La seguente tabella riporta, in termini percentuali, una stima delle partecipazioni dei principali azionisti di MFE, nonché la relativa percentuale di diritti di voto, successivamente alla Data di Efficacia della Fusione. Il calcolo si basa sui proposti Rapporti di Cambio e presuppone l'annullamento (i) delle azioni proprie di Mediaset e di Mediaset España e (ii) di tutte le azioni eventualmente detenute da ciascuna delle società incorporate (*i.e.*, Mediaset e Mediaset España) nell'altra società incorporata, nonché la detenzione, da parte di MFE, di n. 5.000.000 azioni proprie. In ogni caso, esso rimane soggetto agli effetti dell'eventuale esercizio dei diritti di recesso. Il calcolo è stato fatto a prescindere dagli effetti derivanti dall'assegnazione delle Azioni a Voto Speciale. Maggiori informazioni sulle Azioni a Voto Speciale sono contenute nel Paragrafo 5.

Azionista	% sul capitale emesso	% diritti di voto
Fininvest S.p.A.	35,31%	35,43%
Simon Fiduciaria S.p.A.(*)	15,34%	15,39%
Vivendi S.A.	7,68%	7,71%
MFE – MEDIAFOREUROPE N.V.	0,34%	n.d.
Altri azionisti	41,33%	41,47%

(*) Vivendi S.A. (comunicazione del 12 aprile 2018 ai sensi dell'art.120 del TUF), in esecuzione delle misure di ottemperanza alla Delibera dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni n. 178/17/CONS, ha sottoscritto un contratto di consulenza con Simon Fiduciaria S.p.A. ed il suo socio unico Ersel SIM S.p.A., relativo all'esercizio dei diritti di voto delle azioni intestate alla fiduciaria in base alle istruzioni impartitegli da Ersel SIM, per il tramite del suo Presidente. Vivendi S.A. ha mantenuto il diritto di fornire alla fiduciaria istruzioni sull'esercizio dei diritti di voto nell'assemblea di Mediaset S.p.A. sulle materie in relazione alle quali i soci che non hanno concorso all'assunzione della delibera sono legittimati ad esercitare il diritto di recesso.

In particolare, a seguito del perfezionamento della Fusione, Fininvest S.p.A. – che, alla data del 7 giugno 2019 detiene una partecipazione nel capitale emesso di Mediaset pari al 44,18%, pari al 45,89% dei diritti di voto – deterrà un numero di Azioni Ordinarie DutchCo pari al 35,31% e una percentuale di diritti di voto pari al 35,43% (soggetta agli effetti dell'esercizio del diritto di recesso nonché dell'annullamento (i) delle azioni proprie detenute da Mediaset e da Mediaset España alla Data di Efficacia della Fusione e (ii) di tutte

le azioni eventualmente detenute da ciascuna delle società incorporate – i.e., Mediaset e Mediaset España – nell'altra società incorporata alla Data di Efficacia della Fusione).

Come conseguenza del Meccanismo di Voto Speciale, il potere di voto di un azionista di MFE dipenderà dalla misura in cui gli azionisti prenderanno parte al Meccanismo di Voto Speciale in MFE. Maggiori informazioni in relazione alle Azioni a Voto Speciale emesse da MFE e al relativo impatto sulla struttura dell'assetto proprietario di MFE sono contenute nel Paragrafo 5.

10. EFFETTI DELLA FUSIONE SUI PATTI PARASOCIALI

Sulla base di quanto noto al pubblico, alla data della presente Relazione non risultano in essere patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF relativamente a Mediaset.

Sulla base di quanto noto al pubblico, alla data della presente Relazione non risultano in essere patti parasociali relativamente a Mediaset España.

11. VALUTAZIONI INERENTI IL DIRITTO DI RECESSO – AZIONISTI LEGITTIMATI AD ESERCITARE IL DIRITTO DI RECESSO

Diritto di recesso degli azionisti di Mediaset

Gli azionisti di Mediaset che non concorrano all'adozione della deliberazione sulla Fusione saranno legittimati ad esercitare il loro diritto di recesso ai sensi dell'Articolo 2437, comma 1, del codice civile italiano e dell'Articolo 5 del Decreto Legislativo 108, in quanto MFE, quale società risultante dalla Fusione, sarà soggetta al diritto di un paese diverso dall'Italia (i.e., l'Olanda) (gli **Azionisti Recedenti**).

Ai sensi dell'Articolo 2437-*bis* del codice civile italiano, gli Azionisti Recedenti potranno esercitare il loro diritto di recesso, in relazione a tutte o a parte delle azioni detenute, inviando una comunicazione a mezzo raccomandata alla sede legale di Mediaset non oltre 15 giorni dall'iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano della delibera assembleare di approvazione della Fusione. Un avviso relativo all'avvenuta iscrizione sarà pubblicato su un quotidiano e sul sito internet di Mediaset.

Gli azionisti che esercitino il diritto di recesso dovranno far pervenire una specifica comunicazione, effettuata da un intermediario autorizzato, attestante la titolarità in conto delle azioni oggetto di recesso da prima dell'apertura dei lavori dell'Assemblea Straordinaria Mediaset e ininterrottamente fino alla data della comunicazione in oggetto. Ulteriori dettagli sull'esercizio del diritto di recesso saranno forniti agli azionisti di Mediaset in conformità alle disposizioni legislative e regolamentari applicabili.

Le azioni Mediaset per le quali è esercitato il recesso non possono essere vendute o costituire oggetto di atti di disposizione sino al trasferimento delle azioni medesime ovvero alla verifica del mancato avveramento (o della mancata rinuncia, a seconda dei casi) delle condizioni sospensive alla Fusione.

Ai sensi dell'Articolo 2437-*ter*, comma 3, del codice civile italiano, il prezzo di liquidazione da riconoscere agli Azionisti Recedenti sarà pari ad Euro 2,770 per ciascuna azione Mediaset. Il prezzo di liquidazione è stato calcolato 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 (prevista per il 4 settembre 2019).

Una volta scaduto il periodo di 15 giorni e prima che la Fusione diventi efficace, le azioni Mediaset in relazione alle quali sia stato esercitato il diritto di recesso saranno offerte agli altri azionisti e, successivamente, le azioni invendute potranno essere offerte a terzi; le azioni che eventualmente residuino e che non siano state vendute dovranno essere acquistate da MFE al prezzo di liquidazione. La suddetta procedura di offerta e vendita, nonché il pagamento di ogni corrispettivo dovuto agli Azionisti Recedenti, saranno condizionati al perfezionamento della Fusione.

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.

Diritto di recesso degli azionisti di Mediaset España

Gli azionisti di Mediaset España che votino contro la Fusione nell'Assemblea Mediaset España saranno legittimati ad esercitare il loro diritto di recesso ai sensi dell'Articolo 62 della LME (gli azionisti di Mediaset España che eserciteranno tale diritto sono definiti **Azionisti Recedenti ME**).

Ai sensi dell'Articolo 348 della LSC, gli azionisti di Mediaset España potranno esercitare il loro diritto di recesso, in relazione a tutte o a parte delle azioni detenute, entro un mese dalla pubblicazione sulla Gazzetta

Ufficiale del Registro delle Imprese spagnolo (*Boletín Oficial del Registro Mercantil* – il **BORME**) dell'approvazione della Fusione da parte dell'Assemblea Mediaset España, mediante una comunicazione scritta ai rispettivi depositari presso i quali le proprie azioni sono depositate.

In considerazione dell'eccezionalità del diritto di recesso, le azioni di Mediaset España degli Azionisti Recedenti ME saranno mantenute bloccate dai rispettivi depositari presso i quali le relative azioni oggetto di recesso sono depositate a partire dalla data di esercizio del diritto di recesso e fino alla corresponsione del valore di rimborso e al regolamento della compravendita (ovvero fino alla verifica del mancato avveramento o della mancata rinuncia delle condizioni sospensive alla Fusione). Il documento in base al quale gli Azionisti Recedenti ME eserciteranno il diritto di recesso dovrà contenere le istruzioni da dare al relativo depositario per l'immobilizzazione delle azioni oggetto di recesso affinché il diritto di recesso possa considerarsi validamente esercitato.

In conformità all'Articolo 353.2 della LSC, ai sensi della normativa applicabile in materia di mercati dei capitali, il valore di liquidazione che sarà riconosciuto agli Azionisti Recedenti ME è pari ad Euro 6,5444 per ciascuna azione di Mediaset España, corrispondente alla media del prezzo di quotazione delle azioni di Mediaset España durante il periodo di tre mesi precedenti (senza includerla) la data di approvazione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera nonché di annuncio dell'Operazione, 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 negoziazioni intercorse tra il 7 marzo e il 25 aprile 2019 (compresi), in cui le azioni di Mediaset España sono state negoziate *cum dividend*.

Gli Azionisti Recedenti ME riceveranno il prezzo di rimborso attraverso i depositari rilevanti in un momento anteriore alla Data di Efficacia della Fusione.

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 ME, le azioni di Mediaset España in relazione alle quali il diritto di recesso è stato esercitato continueranno ad essere detenute dai corrispondenti Azionisti Recedenti ME, 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 ME.

Successivamente all'acquisto da parte di Mediaset España delle azioni oggetto di recesso, queste ultime, detenute come azioni proprie, potrebbero essere trasferite a soggetti terzi (siano essi azionisti o meno) a seguito di acquisti o di precedenti impegni di acquisto assunti da soggetti terzi, come ritenuto più opportuno dal consiglio di amministrazione di Mediaset España e se vantaggioso nell'interesse sociale di Mediaset España e dell'Operazione.

Diritto di recesso degli azionisti di DutchCo

La Fusione non legittimerà l'esercizio di alcun diritto di recesso per quanto riguarda gli azionisti di DutchCo.

12. IMPATTO DELL'OPERAZIONE SU AZIONISTI, CREDITORI E DIPENDENTI

Ai sensi dell'Articolo 8 del Decreto Legislativo 108, di seguito si descrive l'impatto della Fusione con riguardo agli attuali azionisti, ai creditori e ai dipendenti di Mediaset e di Mediaset España.

12.1. Impatto dell'Operazione sugli azionisti

Diritti che spetteranno agli azionisti Mediaset e Mediaset España in conseguenza dell'efficacia della Fusione

I diritti che spetteranno agli azionisti Mediaset (che diventeranno azionisti di MFE) cambieranno in seguito alla Data di Efficacia della Fusione come conseguenza della nazionalità olandese di MFE e della versione proposta dello statuto sociale di MFE. Ci sono alcune differenze tra i diritti di cui attualmente beneficiano gli azionisti Mediaset e i diritti di cui diverranno titolari come detentori di Azioni Ordinarie DutchCo e le protezioni garantite ai sensi della legge italiana agli attuali azionisti Mediaset potrebbero non essere disponibili (o, in ogni caso, potrebbero differire) da quelle garantite ai sensi della legge olandese.

A tal riguardo, qui di seguito si riportano le differenze più significative: (i) le assemblee degli azionisti di DutchCo si terranno in Amsterdam o Haarlemmermeer (Aeroporto di Schiphol), Olanda, (ii) per convocare l'assemblea degli azionisti di DutchCo, gli azionisti che ne facciano richiesta dovranno raggiungere una soglia più alta di capitale sociale di DutchCo (10%) rispetto a quella prevista per la convocazione dell'assemblea degli azionisti di Mediaset (5%) e potranno farlo solo a seguito di autorizzazione da parte del tribunale all'esito di un procedimento cautelare, (iii) ai sensi della legge olandese, non è prevista alcuna disciplina regolamentare per la sollecitazione delle deleghe di voto, mentre ai sensi della legge italiana uno o più degli azionisti di Mediaset (o Mediaset o qualsiasi altro soggetto autorizzato) o qualsivoglia altra persona legittimata può effettuare una sollecitazione di deleghe di voto da parte degli azionisti sulla base di

specifiche istruzioni e regole, (iv) gli azionisti di DutchCo non avranno un diritto di recesso simile a quello riservato agli azionisti di Mediaset per le circostanze previste dalla legge italiana, (v) gli azionisti che, in seguito alla delibera assembleare adottata da Mediaset in data 18 aprile 2019, abbiano richiesto di acquisire il beneficio del voto maggiorato, perderanno tale beneficio per effetto del perfezionamento della Fusione, pur potendo richiedere – nel rispetto delle condizioni indicate nel Paragrafo 5 – l’assegnazione di Azioni a Voto Speciale, e (vi) gli amministratori di DutchCo non saranno più nominati con il meccanismo del voto di lista attualmente previsto nello statuto sociale di Mediaset.

In aggiunta a quanto precede, la versione proposta dello statuto sociale di MFE include alcune disposizioni specifiche, e segnatamente:

- (i) il divieto, in capo agli azionisti – singolarmente o di concerto con altre persone – di detenere, in qualunque momento, una percentuale di Azioni Ordinarie DutchCo ovvero di diritti di voto tale da:
- eccedere la percentuale consentita da qualsivoglia norma di legge (ivi incluse le leggi a tutela del pluralismo nel settore delle comunicazioni e in materia anti-concorrenziale) applicabile a (a) MFE, e/o (b) qualsivoglia società del gruppo, e/o (c) gli azionisti di MFE, e/o (d) Mediaset e/o Mediaset España, quali predecessori legali di MFE; e/o
 - porsi in contrasto con qualsivoglia provvedimento, emesso da un’autorità competente, applicabile nei confronti di (a) MFE, e/o (b) qualsivoglia società del gruppo, e/o (c) gli azionisti di MFE, e/o (d) Mediaset e/o Mediaset España, quali predecessori legali di MFE.

(il **Requisito di Detenzione**);

- (ii) il dovere, in capo a ciascun azionista di MFE di agire sempre in ottemperanza a tutti gli accordi contrattuali che abbiano ad oggetto le Azioni Ordinarie DutchCo detenute da tale azionista e che siano efficaci tra l’azionista di MFE in questione e MFE (ivi inclusi altresì, a scanso di ogni equivoco, tutti gli accordi contrattuali facenti capo a Mediaset e/o a Mediaset España – e originariamente relativi alle azioni da queste emesse –, quali predecessori legali di MFE, che siano stati trasferiti a MFE).

(il **Requisito Contrattuale**);

- (iii) la possibilità che il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo (come definito di seguito) deliberi di sospendere i diritti di voto (nonché i diritti di partecipare alle assemblee degli azionisti di MFE) connessi ad Azioni Ordinarie DutchCo – o ad Azioni a Voto Speciale, qualora assegnate – che siano detenute da azionisti che si pongano in violazione del Requisito di Detenzione e/o del Requisito Contrattuale.

In relazione alle differenze tra i diritti di cui attualmente beneficiano gli azionisti di Mediaset España e quelli dei quali i medesimi diventeranno titolari come detentori di Azioni Ordinarie DutchCo, maggiori informazioni sono contenute nella “*Tabella comparativa dei diritti spettanti agli azionisti di Mediaset, Mediaset España e MFE*”, allegata quale Allegato 1 alle “Domande e Risposte” relative alla Fusione, che saranno preparate da Mediaset ai sensi dell’Articolo 127-ter, comma 2, del TUF e saranno rese disponibili sul sito di Mediaset (www.mediaset.it).

Per ulteriori informazioni sui diritti e doveri degli azionisti a seguito della Fusione, si rinvia alla versione proposta dello statuto sociale di MFE, allegata al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera quale Allegato 2. Inoltre, informazioni aggiuntive saranno rese disponibili sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it) prima dell’Assemblea Straordinaria Mediaset tramite le “Domande e Risposte” relative alla Fusione, che saranno preparate da Mediaset ai sensi dell’Articolo 127-ter, comma 2, del TUF.

Con riferimento alla nuova struttura dell’assetto proprietario e al controllo di DutchCo a seguito della Fusione, si rinvia al precedente Paragrafo 9, mentre per i riflessi tributari sugli azionisti, si rinvia al precedente Paragrafo 8.

Organi sociali di MFE

Prima del perfezionamento della Fusione, l’assemblea degli azionisti di DutchCo dovrà nominare un nuovo consiglio di amministrazione di DutchCo che si insedierà con effetto dalla Data di Efficacia della Fusione (il **Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo**).

MFE adotterà un sistema monistico, composto da amministratori esecutivi e da amministratori non esecutivi. Gli amministratori resteranno in carica per un periodo che non potrà essere superiore a quattro anni e potranno essere rieletti.

Il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo dovrà essere composto da un minimo di 7 ad un massimo di 15 amministratori.

Alla Data di Efficacia della Fusione – o nel periodo immediatamente successivo – è previsto che il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo costituisca al proprio interno un comitato di controllo e un comitato remunerazione e nomine. Il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo potrà istituire altri comitati, individuandone i relativi compiti e poteri, rimanendo inteso che, in qualsiasi circostanza, il consiglio di amministrazione rimarrà pienamente responsabile per le decisioni prese da tali comitati.

MFE dovrà adottare una *policy* sulla remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione. Nell'osservanza di tale *policy*, il consiglio di amministrazione deciderà la remunerazione dovuta agli amministratori per l'esecuzione del proprio incarico. MFE non potrà rilasciare prestiti personali o garanzie ai propri amministratori se non a condizioni di mercato e se non dopo aver ottenuto l'approvazione del consiglio di amministrazione.

Organo di controllo di MFE

MFE adotterà un sistema di *governance* che non prevede un collegio sindacale e pertanto non sarà nominato alcun collegio sindacale (ferma restando la nomina del comitato di controllo in seno al Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo).

In conformità alla versione proposta dello statuto sociale di MFE, un revisore esterno è nominato dall'assemblea degli azionisti di MFE al fine di esaminare il bilancio annuale predisposto dal consiglio di amministrazione, relazionare al consiglio di amministrazione in merito al bilancio annuale ed esprimere un giudizio. A tal riguardo, si segnala che l'assemblea degli azionisti di DutchCo in data 17 aprile 2019 ha ratificato la nomina di Deloitte per l'esercizio 2018; Deloitte diventerà il revisore del Gruppo alla Data di Efficacia della Fusione. I principali termini e condizioni dell'incarico, ivi inclusa la durata del mandato, saranno determinati dal Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo.

Per ulteriori informazioni sulla nuova struttura di *corporate governance* conseguente alla Fusione, si rinvia alla versione proposta dello statuto sociale di MFE, allegata al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera come Allegato 2. Inoltre, informazioni aggiuntive saranno rese disponibili sul sito internet di Mediaset (www.mediaset.it) prima dell'Assemblea Straordinaria Mediaset tramite le "Domande e Risposte" relative alla Fusione, preparate da Mediaset ai sensi dell'Articolo 127-ter, comma 2, del TUF.

Codice olandese di Corporate Governance

Il codice olandese di *corporate governance* contiene disposizioni relative a *best practice* applicabili alle società quotate. Tali principi sono da considerare come una guida generale per una buona *corporate governance* e compongono un insieme di *standard* che governano la condotta di ciascun organo societario di una società quotata.

L'applicazione del codice olandese di *corporate governance* si basa sul cosiddetto principio "*comply-or-explain*". Conseguentemente, alle società quotate è richiesto di fornire, nella relazione annuale sulla gestione predisposta dal consiglio di amministrazione, informazioni sulla conformità o meno ai diversi principi di *best practice* di cui al codice olandese di *corporate governance*. Se una società non si conforma ad una *best practice* del codice olandese di *corporate governance*, deve fornire un'adeguata spiegazione delle ragioni che sussistono per tale non conformità.

Il Consiglio di Amministrazione di Mediaset riconosce l'importanza di una buona *corporate governance*. Il Consiglio di Amministrazione di Mediaset concorda con l'approccio generale e con la maggioranza delle disposizioni del codice olandese di *corporate governance*. In ogni caso, in considerazione degli interessi di DutchCo e dei suoi azionisti, è previsto che l'Amministratore Senior Non Esecutivo (*Senior Non-Executive Director*) – a differenza di quanto previsto dal codice olandese di *corporate governance* – non sarà un amministratore indipendente.

Principali disposizioni in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie ai sensi del diritto olandese e della versione proposta dello statuto sociale di MFE

Il *Dutch Act on Financial Supervision* prevede, in sintesi, che un azionista che abbia una posizione di controllo predominante su una società quotata sia obbligato a promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni della società in questione. Scopo di tale previsione è assicurare che tutti gli azionisti beneficino del c.d. premio di controllo. Ai sensi del *Dutch Act on Financial Supervision*, per "controllo predominante" si intende la possibilità che un azionista possa esercitare almeno il 30% dei diritti di voto nell'assemblea degli azionisti della società. In aggiunta, lo statuto sociale può prevedere l'obbligo in questione al superamento di ulteriori soglie (le quali, tuttavia, non possono sostituirsi a quella prevista per legge).

Al fine di offrire una maggiore tutela agli azionisti di minoranza, l'Articolo 43 della versione proposta dello statuto sociale di MFE includerà alcune disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria ai sensi delle quali l'acquisizione del controllo predominante include anche l'acquisizione del diritto di esercitare, direttamente o indirettamente, a partire dal giorno in cui è stata annunciata la Fusione (*i.e.*, il 7

giugno 2019), e sulla base dei Rapporti di Cambio e delle partecipazioni detenute a tale data, il 25% o il 30% dei diritti di voto nell'assemblea degli azionisti di MFE. Una tale acquisizione del controllo predominante obbliga a promuovere un'offerta pubblica di acquisto. Tali disposizioni non sostituiscono le norme in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie di cui al *Dutch Act on Financial Supervision*, le quali, come anticipato, saranno applicabili al superamento della soglia del 30% dei diritti di voto, ma saranno applicabili soltanto a seguito del perfezionamento della Fusione e all'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie di MFE.

Le norme di cui al *Dutch Act on Financial Supervision (Wet op het financieel toezicht)* e quelle di cui al *Public Takeover Bid Decree (Besluit openbare biedingen Wft)* in materia di Offerta Pubblica di Acquisto troveranno applicazione in relazione alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie che saranno promosse nei casi previsti dallo statuto sociale.

In linea con le disposizioni di cui al *Dutch Act on Financial Supervision*, sono previste esenzioni dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto nell'ipotesi in cui l'azionista riduca la propria partecipazione al di sotto della soglia applicabile entro 30 giorni e nell'ipotesi in cui un soggetto, promossa un'offerta pubblica di acquisto, possa esercitare per effetto della medesima almeno il 50% dei diritti di voto nell'assemblea degli azionisti della società.

Inoltre, un soggetto che, alla data del 7 giugno 2019, singolarmente o con altri soggetti che agiscono di concerto, detenga già una posizione di controllo predominante (*i.e.*, il controllo di almeno il 30% dei diritti di voto), calcolata sulla base dei Rapporti di Cambio e della partecipazione detenuta a tale data, non sarà tenuto a promuovere l'offerta pubblica di acquisto. Anche un soggetto che, alla data del 7 giugno 2019, singolarmente o con altri soggetti che agiscono di concerto, detenga già una posizione di controllo predominante (*i.e.*, il controllo di una percentuale di diritti di voto pari ad almeno il 25%, ma inferiore al 30%), calcolata sulla base dei Rapporti di Cambio e della partecipazione detenuta a tale data, non sarà tenuto a promuovere l'offerta pubblica di acquisto, salvo il caso in cui tale soggetto divenga obbligato a promuovere un'offerta pubblica di acquisto per aver superato la soglia del 30% dei diritti di voto dopo il 7 giugno 2019. D'altro canto, un soggetto che, alla data del 7 giugno 2019, non detenga una posizione di controllo predominante (*i.e.*, il controllo di una percentuale di diritti di voto pari ad almeno il 25%), calcolata sulla base dei Rapporti di Cambio e della partecipazione detenuta a tale data, e che superi la soglia del 25% dopo il 7 giugno 2019, dovrà promuovere l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

Inoltre, l'Articolo 43 della versione proposta dello statuto sociale di MFE prevede che il soggetto che sia titolare di azioni ordinarie in violazione del Requisito di Detenzione e/o del Requisito Contrattuale e che, allo stesso tempo, sia titolare di una posizione di controllo predominante, debba porre in essere le operazioni necessarie al fine di ridurre la propria partecipazione al di sotto della soglia di controllo predominante entro il termine di 5 giorni a partire dalla data in cui avrà ricevuto un'apposita comunicazione scritta da MFE. A fronte di un inadempimento a tale obbligo entro il termine previsto, il consiglio di amministrazione sarà autorizzato ad effettuare l'alienazione di un numero di azioni ordinarie tale da ridurre la partecipazione del soggetto in questione al di sotto della soglia di controllo predominante.

Ogni azionista obbligato a promuovere un'offerta pubblica d'acquisto è tenuto a darne comunicazione immediatamente alla società.

12.2. Impatto dell'Operazione sui creditori

Creditori di Mediaset

I creditori di Mediaset, il cui credito sia anteriore all'iscrizione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera presso il Registro delle Imprese di Milano, avranno diritto di opporsi alla Fusione ai sensi dell'Articolo 2503 del codice civile italiano entro 60 giorni dalla citata iscrizione a meno che Mediaset abbia depositato presso una banca le somme necessarie al soddisfacimento dei propri creditori oppositori. In caso di opposizione alla Fusione, il Tribunale competente – se ritenga infondato il rischio di pregiudizio dei creditori ovvero qualora la società abbia rilasciato una garanzia sufficiente a soddisfare le pretese dei creditori – può comunque autorizzare la Fusione nonostante l'opposizione, ai sensi del combinato disposto degli Articoli 2503 e 2445 del codice civile italiano.

Creditori di Mediaset España

I creditori di Mediaset España – i cui crediti non garantiti siano sorti prima della pubblicazione del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera sul sito internet di Mediaset España e non siano scaduti e divenuti esigibili prima di tale data – avranno diritto di opporsi alla Fusione ai sensi dell'Articolo 44 della LME.

Creditori di DutchCo

I creditori di DutchCo avranno diritto di opporsi alla Fusione attraverso l'invio di un'opposizione formale al Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera al Tribunale di Amsterdam ai sensi della Sezione 2:316 del Codice Civile Olandese, entro un mese a partire dal giorno successivo alla pubblicazione su un quotidiano

nazionale olandese dell'avviso relativo all'avvenuto deposito del Progetto Comune di Fusione Transfrontaliera. DutchCo dovrà fornire sufficienti garanzie a ciascun creditore opponente a meno che il Tribunale non ritenga che le opposizioni dei creditori non abbiano sufficientemente provato che lo stato finanziario della società incorporante sia tale da offrire una minore tutela per il soddisfacimento della loro pretesa rispetto a quella per essi disponibile anteriormente alla Fusione. Ove un creditore eserciti tempestivamente il proprio diritto di opposizione, l'atto notarile di fusione non potrà essere rogato a meno che il Tribunale decida di non accogliere l'opposizione con effetto immediato.

12.3. Impatto dell'Operazione sui dipendenti

L'Articolo 19 del Decreto Legislativo 108 e il Titolo IV della legge spagnola 31/2006 del 18 ottobre, che regola la partecipazione dei lavoratori nelle società per azioni e nelle società cooperative europee, non trovano applicazione con riferimento alla Fusione poiché DutchCo, quale società incorporante nel contesto della Fusione, è una società olandese (e non una società italiana né una società spagnola) e, inoltre, né Mediaset, né Mediaset España, né DutchCo sono amministrate in regime di partecipazione dei dipendenti ai sensi della Direttiva.

Mediaset – Impatti della Riorganizzazione Mediaset e piani di incentivazione

In forza della Riorganizzazione Mediaset, NewCo Italia assumerà sostanzialmente la medesima organizzazione aziendale di Mediaset in termini di risorse del personale, di *policies* e di procedure che sono state adottate in relazione alla gestione del personale. Pertanto, si prevede che la Fusione non abbia alcun impatto significativo sui dipendenti di Mediaset (dal momento che è attualmente previsto che tali dipendenti saranno dipendenti di NewCo Italia a seguito del perfezionamento della Riorganizzazione Mediaset). Attualmente DutchCo non ha in forza alcun dipendente.

Mediaset e NewCo Italia espletano la procedura di comunicazione alle rappresentanze sindacali prevista dall'Articolo 2112 del codice civile italiano e dall'Articolo 47 della legge n. 428 del 29 dicembre 1990, come successivamente modificata, in relazione alla Riorganizzazione Mediaset.

In considerazione del fatto che, a seguito del perfezionamento della Riorganizzazione Mediaset, è attualmente previsto che Mediaset non abbia in forza alcun dipendente, la citata procedura di comunicazione alle rappresentanze sindacali non dovrà essere ripetuta da Mediaset e da DutchCo in relazione alla Fusione.

In conformità alle previsioni di cui all'Articolo 8 del Decreto Legislativo 108, la presente Relazione sarà messa a disposizione dei dipendenti di Mediaset almeno 30 giorni prima dell'Assemblea Straordinaria Mediaset.

Mediaset ha adottato (i) il piano d'incentivazione a medio lungo termine 2015-2017 (**Piano 2015-2017**) e (ii) il piano d'incentivazione a medio lungo termine 2018-2020 (**Piano 2018-2020**), suddivisi in cicli triennali, destinati ai dirigenti di Mediaset e di società controllate che svolgono funzioni rilevanti per il conseguimento dei risultati strategici del Gruppo.

In attuazione del secondo ciclo triennale (2016-2017-2018) del Piano 2015-2017, i beneficiari del piano, nel corso del 2019, prima della Data di Efficacia della Fusione, riceveranno azioni Mediaset nei termini ed alle condizioni stabiliti nel piano e nel relativo regolamento. Tali azioni saranno oggetto di concambio con Azioni Ordinarie DutchCo, secondo il Rapporto di Cambio I.

Il Consiglio di Amministrazione Mediaset, previo parere favorevole del Comitato Remunerazione, ai sensi dei relativi regolamenti, tenuto conto degli effetti della Fusione sull'attuazione del Piano 2015-2017 e del Piano 2018-2020, ha deliberato di sospendere l'attuazione del terzo ciclo del Piano 2015-2017 ed il Piano 2018-2020.

Si prevede che il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo, previo parere del proprio comitato remunerazione e nomine, ai sensi dei relativi regolamenti, (i) quanto al Piano 2015-2017 (relativamente al terzo ciclo), apporti le rettifiche necessarie per mantenerne quanto più possibile sostanzialmente invariati i contenuti economici, secondo le regole comunemente accettate dalla prassi dei mercati finanziari e (ii) quanto al Piano 2018-2020, decida, tenuto conto del miglior interesse del gruppo, se apportare le rettifiche necessarie per mantenerne quanto più possibile sostanzialmente invariati i contenuti economici o se annullare il piano, disciplinando le modalità di liquidazione anticipata. Si prevede che il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo assuma le proprie determinazioni entro la fine del semestre successivo alla Data di Efficacia della Fusione.

I piani di incentivazione adottati da Mediaset non saranno trasferiti a NewCo Italia nel contesto della Riorganizzazione Mediaset e, pertanto, rimarranno in capo a Mediaset e saranno trasferiti a MFE a seguito della Fusione.

Mediaset España – Impatti della Segregazione Mediaset España e piani di incentivazione

Si prevede che la fusione di Mediaset España in DutchCo non abbia alcun impatto significativo sui dipendenti di Mediaset España dal momento che, per effetto della Segregazione Mediaset España, tutti i dipendenti saranno trasferiti di diritto a GA Mediaset.

Mediaset España informerà della Fusione e della Segregazione Mediaset España le competenti autorità lavoristiche statali e la Tesoreria Generale della Previdenza Sociale (*Tesorería General de la Seguridad Social*).

Le informazioni di cui all'Articolo 39 della LME e all'Articolo 44.6 della legge spagnola sullo Statuto dei Lavoratori in relazione alla Fusione (e alla Segregazione Mediaset España) saranno rese disponibili alle rappresentanze dei lavoratori prima della pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea degli azionisti di Mediaset España (**l'Assemblea Mediaset España**).

Mediaset España ha adottato (i) il piano di incentivazione a lungo termine 2017-2019, (ii) il piano di incentivazione a lungo termine 2018-2020, e (iii) il piano di incentivazione a lungo termine 2019-2021 (congiuntamente i **Piani ME**) a beneficio dei dirigenti (sia di Mediaset España sia delle sue controllate) che rivestono ruoli significativi al fine di conseguire risultati strategici per il gruppo.

Il Consiglio di Amministrazione di Mediaset España, previo parere favorevole del comitato per le nomine e la remunerazione, ha deliberato di sospendere l'attuazione dei Piani ME. Tale deliberazione, espressamente consentita dai regolamenti dei Piani ME, è stata adottata alla luce degli effetti che la Fusione potrebbe avere sui Piani ME medesimi.

Si prevede che il Nuovo Consiglio di Amministrazione di DutchCo, previo parere del proprio comitato remunerazione e nomine, deliberi (i) di apportare il piano di incentivazione a lungo termine 2017-2019 le rettifiche necessarie per mantenerne quanto più possibile sostanzialmente invariati i contenuti economici, secondo le regole comunemente accettate dalla prassi dei mercati finanziari; (ii) in relazione al piano di incentivazione a lungo termine 2018-2020 e al piano di incentivazione a lungo termine 2019-2021, se apportare le rettifiche necessarie per mantenerne quanto più possibile sostanzialmente invariati i contenuti economici, tenuto conto del miglior interesse del gruppo, ovvero se disciplinarne una liquidazione anticipata.

Si prevede che il consiglio di amministrazione di MFE assuma le proprie determinazioni entro la fine del semestre successivo alla Data di Efficacia della Fusione.

MFE

MFE potrà approvare nuovi piani di incentivazione azionari per amministratori e/o dipendenti di MFE. A servizio di tali piani potranno essere utilizzate Azioni Ordinarie DutchCo di nuova emissione e/o azioni proprie di MFE.

13. ULTERIORI ELEMENTI DELL'OPERAZIONE

È previsto che, in seguito al perfezionamento della Fusione, MFE distribuisca a tutti i propri azionisti dividendi per un importo totale lordo di Euro 100 milioni.

È, inoltre, previsto che dopo il perfezionamento della Fusione, MFE dia corso ad un programma di buy-back per un importo complessivo massimo di 280 milioni di euro (da ridurre dell'importo complessivo necessario per acquistare le eventuali azioni oggetto di recesso) fino ad un prezzo massimo per azione di Euro 3,4.

Nel contesto dell'Operazione, Mediaset España comunica l'interruzione in data 5 giugno 2019 del programma di riacquisto di azioni proprie approvato il 24 gennaio 2019.

In linea con l'attuale politica di dividendi, i seguenti fattori saranno considerati in relazione alla futura politica dei dividendi di MFE: utili del gruppo, generazione di flussi di cassa, eventuali impegni finanziari o altri impegni economici e potenziali investimenti strategici. Salvo circostanze contingenti (tra cui quelle che precedono) suggeriscano l'adozione di una politica diversa, si prevede che la remunerazione degli azionisti, attraverso dividendi ordinari o altre forme tecniche, possa non essere inferiore al 50% dell'utile netto consolidato dell'esercizio.

14. PROPOSTA DI DELIBERAZIONE

La proposta di deliberazione da sottoporre alla Vostra approvazione è riportata in allegato alla presente Relazione.

Milano, 7 giugno 2019

Per conto del Consiglio di
Amministrazione di Mediaset

il Presidente

Fedele Confalonieri

*** **

Proposta di deliberazione

“L’assemblea

delibera

1. di approvare il progetto comune di fusione transfrontaliera (unitamente ai relativi allegati, tra cui la versione proposta dello statuto di Mediaset Investment N.V.) relativo alla fusione per incorporazione di “Mediaset S.p.A.” e di “Mediaset España Comunicación, S.A.” in “Mediaset Investment N.V.” (che, a seguito della efficacia della fusione, assumerà la denominazione “MFE - MEDIAFOREUROPE N.V.”), società di diritto olandese interamente e direttamente controllata da “Mediaset S.p.A.”, con sede legale in Amsterdam (Olanda) e ufficio principale in viale Europa 46, 20093 Cologno Monzese (Milano – Italia), iscritta al registro delle imprese olandese al n. 70347379, la quale, in conseguenza della fusione, emetterà massime n. 1.500.000.000 nuove azioni ordinarie da nominali Euro 0,01 (zero virgola zero uno) cadauna, con diritto alla partecipazione agli utili eventualmente distribuiti a partire dal primo giorno dell’esercizio sociale in cui la fusione sarà divenuta efficace, da assegnare, in regime di dematerializzazione ed attraverso il sistema di gestione accentrata applicabile, in applicazione dei rispettivi rapporti di cambio e delle modalità di assegnazione previsti nel progetto comune di fusione transfrontaliera:
 - (i) agli azionisti di “Mediaset S.p.A.”, diversi dalla stessa, senza conguaglio in denaro, fermo restando il diritto di recesso ai sensi dell’articolo 2437, comma 1, del codice civile e dell’articolo 5 del Decreto Legislativo 108/2008; e
 - (ii) agli azionisti di “Mediaset España Comunicación, S.A.”, diversi dalla stessa e da Mediaset S.p.A., senza conguaglio in denaro, fermo restando il diritto di recesso ai sensi dell’articolo 62 della legge spagnola 3 aprile 2009, n. 3 (come successivamente modificata) e degli articoli 348 ss. del decreto legislativo reale 2 luglio 2010, n. 1;
2. di prendere atto che la società incorporante, in aggiunta alle azioni ordinarie e in conformità con le disposizioni del nuovo statuto della medesima e con i “Termini e Condizioni delle Azioni a Voto Speciale”, allegati al progetto comune di fusione transfrontaliera rispettivamente quali Allegato 2 e Allegato 5, potrà emettere azioni a voto speciale A, da nominali Euro 0,02 (zero virgola zero due) cadauna, cui saranno attribuiti diritti di voto ulteriori al diritto di voto attribuito da ciascuna azione ordinaria, da assegnare agli azionisti della società incorporante, diversi dalla stessa, che ne abbiano fatto validamente richiesta e che siano legittimati a riceverle; le azioni a voto speciale A, che non costituiranno parte dei rapporti di cambio e non saranno negoziabili sul mercato, potranno essere convertite in azioni a voto speciale B da nominali Euro 0,04 (zero virgola zero quattro) cadauna, cui saranno attribuiti diritti di voto ulteriori ai diritti di voto attribuiti da ciascuna azione a voto speciale A, le azioni a voto speciale B potranno essere convertite in azioni a voto speciale C da nominali Euro 0,09 (zero virgola zero nove) cadauna, cui saranno attribuiti diritti di voto ulteriori ai diritti di voto attribuiti da ciascuna azione a voto speciale B;
3. di stabilire che il perfezionamento della fusione e la successiva liquidazione dei recessi, di cui al punto 1) che precede, siano condizionati all’avveramento delle condizioni sospensive di cui al paragrafo 17.1 del progetto comune di fusione transfrontaliera, fermo restando che Mediaset S.p.A. e Mediaset España Comunicación, S.A. potranno congiuntamente rinunciare all’avveramento delle condizioni di cui al paragrafo 17.1, punti (iv) e (v);
4. di non aprire le negoziazioni con riferimento agli accordi di partecipazione dei lavoratori, ai sensi della Sezione 2:333k, paragrafo 12, del codice civile olandese; pertanto, non sarà costituito alcun organismo speciale ai fini della negoziazione, e le disposizioni di cui alla Sezione 1:31, paragrafi 2 e 3, dell’Employee Involvement (European Countries) Act troveranno applicazione;
5. di conferire al consiglio di amministrazione ogni facoltà e potere necessario ovvero anche solo opportuno al fine di rinunciare all’avveramento delle condizioni sospensive di efficacia della fusione di cui al paragrafo 17.1, punti (iv) e (v), del progetto comune di fusione transfrontaliera;
6. di conferire al consiglio di amministrazione, e per esso al Presidente pro-tempore in carica, al Vice-Presidente e Amministratore Delegato pro-tempore in carica, nonché al consigliere Marco Giordani, disgiuntamente fra loro, ciascuno con facoltà di sostituire a sé speciali mandatari, tutti gli occorrenti poteri per eseguire la fusione, nel rispetto delle disposizioni di legge e di quanto contenuto nel progetto comune di fusione transfrontaliera, con facoltà – in particolare – di verificare e accertare l’avveramento o la rinuncia, ove previsto, di ciascuna delle condizioni sospensive di cui al progetto comune di fusione transfrontaliera e di rilasciare e sottoscrivere atti, dichiarazioni e comunicazioni in relazione a tale circostanza, stabilire gli effetti della fusione, stipulare e sottoscrivere atti e documenti in genere e compiere tutto quanto necessario od anche solo opportuno per il buon fine dell’operazione stessa.”

Allegato A

Copia della Fairness Opinion rilasciata da Citi in data 7 giugno 2019.



7 June 2019

The Board of Directors

Mediaset S.p.A.
via Paleocapa, 3
20121 Milan

Mediaset Investment N.V.
Viale Europa 46
20093 Cologno Monzese (Milan)

To the attention of the Board of Directors of Mediaset S.p.A. and of the Board of Directors of Mediaset Investment N.V.:

You have requested our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to the holders of ordinary shares of Mediaset S.p.A. ("**Mediaset**") of the Merger Exchange Ratio (as defined below) set forth in the Plan of Merger (as defined below) proposed to be entered into among Mediaset, Mediaset Investment N.V. ("**DutchCo**") and Mediaset España Comunicación S.A. ("**Mediaset España**").

As more fully described in the tripartite common cross-border plan of merger (the "**Plan of Merger**"), each of Mediaset and Mediaset España will be simultaneously merged by way of incorporation into DutchCo in a single transaction (the "**Merger**") and:

- (i) as to the merger of Mediaset, each outstanding ordinary share of Mediaset will be converted into the right to receive one ordinary share of DutchCo ("**DutchCo Ordinary Share**") (the "**Mediaset Italy Exchange Ratio**"); and
- (ii) as to the merger of Mediaset España, each outstanding ordinary share of Mediaset España will be converted into the right to receive 2.33 DutchCo Ordinary Shares (as predicated on the Mediaset Italy Exchange Ratio, the "**Merger Exchange Ratio**").

Mediaset is the controlling entity of DutchCo and Mediaset España and, in particular, Mediaset holds: (a) the entire share capital of DutchCo, a company incorporated under the laws of the Netherlands; and (b) approximately 51.63% of the share capital of Mediaset España, a company incorporated under the laws of Spain. In accordance with applicable laws and regulations: (i) any shares held by Mediaset in Mediaset España (or any shares held by Mediaset España in Mediaset, if any) and any treasury shares held by Mediaset and Mediaset España, in each case as at the effective date of the Merger will not be exchanged in the Merger and will be cancelled; and (ii) any shares held by Mediaset in DutchCo as at the effective date of the Merger, in part will be cancelled, and in part will be split into DutchCo Ordinary Shares and held as treasury shares. We have assumed, with your consent, that DutchCo will hold 5,000,000 DutchCo Ordinary Shares as treasury shares.

In this transaction structure, as presented to us by management of Mediaset: (i) DutchCo will operate merely as a vehicle of Mediaset for the purpose of causing the resulting company of the Merger to be incorporated in the Netherlands and, since DutchCo is a wholly owned non-operating subsidiary of Mediaset with substantially no assets or liabilities, the shareholders of Mediaset will receive DutchCo Ordinary Shares at an exchange ratio of one DutchCo ordinary share per each Mediaset ordinary share, representing a merely arithmetical exchange ratio whose



determination did not involve the relative valuation of Mediaset and DutchCo; and (ii) the Mediaset España shareholders will receive DutchCo ordinary shares at the Merger Exchange Ratio, which reflects the relative valuation of Mediaset (including its wholly owned subsidiary DutchCo) and Mediaset España and assumes that the holders of Mediaset ordinary shares will receive one DutchCo Ordinary Share per each Mediaset ordinary share held. Therefore, from the perspective of the holders of Mediaset ordinary shares, the Merger Exchange Ratio effectively represents the ratio at which, in the Merger, the Mediaset España ordinary shares will indirectly be exchanged for Mediaset ordinary shares, and Mediaset and DutchCo have been regarded as one and the same party to the Merger for the purposes of the valuation. As such, our opinion relates only to the relative values of Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España and to the fairness, from a financial point of view, to the holders of ordinary shares of Mediaset of the Merger Exchange Ratio.

As detailed in the Plan of Merger, the Merger is conditional upon a number of condition precedents, including, *inter alia*: (i) the admission to listing and trading on the *Mercato Telematico Azionario* organized and managed by Borsa Italiana S.p.A. (the “**Italian Stock Exchange**”) of the DutchCo Ordinary Shares; (ii) that shareholders of Mediaset and Mediaset España exercising their withdrawal right in relation to the Merger and creditors of Mediaset and Mediaset España exercising their right of opposition to the Merger, in accordance with applicable law, in an amount not exceeding a certain amount set forth in the Plan of Merger; and (iii) certain regulatory conditions. In addition, it is expected that DutchCo will request admission to listing of the DutchCo Ordinary Shares also on the Spanish stock exchanges of Barcelona, Bilbao, Madrid and Valencia.

In arriving at our opinion, we reviewed a draft dated June 5th, 2019 of the Plan of Merger and held discussions with certain senior officers, directors and other representatives and advisors of Mediaset, DutchCo and Mediaset España concerning the businesses, operations and prospects of Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España. We examined certain publicly available business and financial information relating to Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España as well forecasts, certain equity research reports, and other information and data relating to Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España which were provided to or discussed with us by the respective managements of Mediaset, DutchCo and Mediaset España. We reviewed the financial terms of the Merger as set forth in the draft Plan of Merger in relation to, among other things: the current and historical market prices and trading volumes of Mediaset and Mediaset España shares; the historical and projected earnings and other operating data of Mediaset and Mediaset España, including as published by equity research analysts; target trading prices and forecasts for each of Mediaset and Mediaset España published by equity research analysts; and the capitalization and financial condition of Mediaset, DutchCo and Mediaset España. We analyzed certain financial, stock market and other publicly available information relating to the businesses of other companies whose operations we considered relevant in evaluating those of Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España. In addition to the foregoing, we conducted such other analyses and examinations and considered such other information and financial, economic and market criteria as we deemed appropriate in arriving at our opinion. The issuance of our opinion has been authorized by our fairness opinion committee.

In rendering our opinion, we have assumed and relied, without independent verification, upon the accuracy and completeness of all financial and other information and data publicly available or provided to or otherwise reviewed by or discussed with us and upon the assurances of the managements of Mediaset, DutchCo and Mediaset España that they are not aware of any relevant information that has been omitted or that remains undisclosed to us. With respect to forecasts, equity research reports, and other information and data relating to Mediaset (including DutchCo)



and Mediaset España provided to or otherwise reviewed by or discussed with us, we have been advised by the respective managements of Mediaset and Mediaset España that such third-party estimates and other information and data were in line with the best currently available estimates and judgments of the managements of Mediaset and Mediaset España as to the future financial performance of Mediaset (including DutchCo) and Mediaset España. We do not take responsibility for such estimates and projections, or the basis on which they were prepared. No representation or warranty, express or implied, is made as to the accuracy or completeness of such information and nothing contained herein is, or shall be relied upon as, a representation, whether as to the past, the present or the future.

We have assumed, with your consent, that the Merger will be consummated in accordance with its terms contained in the draft Plan of Merger, without waiver, modification or amendment of any material term, condition or agreement and that, in the course of obtaining the necessary regulatory or third party approvals, consents and releases for the Merger, no delay, limitation, restriction or condition will be imposed that would have an adverse effect on Mediaset España, DutchCo or Mediaset. Representatives of Mediaset have advised us, and, for purposes of this opinion, we further have assumed, that the final terms of the Plan of Merger will not vary materially from those set forth in the draft reviewed by us. We also have assumed, with your consent, that the Merger will be treated as a tax-neutral reorganization. We have assumed, with your consent, that there are no material undisclosed liabilities of Mediaset, DutchCo or Mediaset España for which appropriate reserves or other provisions have not been made.

Our opinion, as set forth herein, relates to the relative values of Mediaset and Mediaset España. As indicated above, this is because in the context of the tripartite Merger DutchCo is a wholly owned subsidiary of Mediaset, acting as a vehicle to cause the resulting company of the Merger to be incorporated in the Netherlands and whose valuation is not relevant in the determination of the Mediaset Italy Exchange Ratio and, as such, the Merger Exchange Ratio is the only exchange ratio relevant for the holders of Mediaset ordinary shares.

We are not expressing any opinion as to what the value of the DutchCo Ordinary Shares actually will be when issued pursuant to the Merger or the price at which the DutchCo Ordinary Shares will trade at any time. We have not made or been provided with an independent evaluation or appraisal of the assets or liabilities (contingent or otherwise) of Mediaset, DutchCo or Mediaset España nor have we made any physical inspection of the properties or assets of Mediaset, DutchCo or Mediaset España. Our opinion addresses only the fairness, as of the date hereof from a financial point of view, to the holders of Mediaset ordinary shares of the Merger Exchange Ratio and does not address any other aspect or effect of the Merger, including without limitation, any legal, tax, governance, regulatory or accounting matters, the form or structure of the Merger (including the envisaged special voting shares structure), or any other agreement, arrangement or understanding entered into in connection with, or contemplated by, the Merger, or otherwise. Our opinion reflects the relative valuation of Mediaset (including its wholly owned subsidiary DutchCo) and Mediaset España and does not address any matter related to the potential exercise of withdrawal rights in the context of the Merger. The relative value of Mediaset and Mediaset España have been determined on a standalone basis and, with your consent, we have not calculated or considered any potential operational benefits anticipated by the management of Mediaset to result from the Merger or their allocation among the merging companies.

We were not requested to, and we did not, solicit third party indications of interest in the possible acquisition of all or a part of Mediaset, nor were we requested to consider, and our opinion does not address, the underlying business decision of Mediaset to effect the Merger, the relative merits of the Merger as compared to any alternative business strategies that might exist for Mediaset or

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials "JMD" or similar, located in the bottom right corner of the page.



the effect of any other transaction in which Mediaset might engage. We also express no view as to, and our opinion does not address, the fairness (financial or otherwise) of the amount or nature or any other aspect of any compensation to any officers, directors or employees of any parties to the Merger, or any class of such persons, relative to the Exchange Ratio. Our opinion is necessarily based upon information available to us, and financial, stock market and other conditions and circumstances existing, as of the date hereof.

A brief summary of certain analyses and valuation methodologies performed for the purposes of this opinion is attached hereto as Appendix A. This summary should not be considered to be, nor does it represent, a comprehensive description of all analyses performed.

Citigroup Global Markets Limited has acted as financial advisor to Mediaset in connection with the proposed Merger, and also to DutchCo in connection with the delivery of this opinion, and will receive a fee for such services, a significant portion of which is contingent upon the consummation of the Merger. We also will receive a fee in connection with the delivery of this opinion. We and our affiliates in the past have provided certain escrow agent services to an affiliate of Mediaset unrelated to the proposed Merger, for which services we and such affiliates have received compensation. In the ordinary course of our business, we and our affiliates may actively trade or hold the securities of Mediaset and Mediaset España (or their successors) or their respective affiliates for our own account or for the account of our customers and, accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities. In addition, we and our affiliates (including Citigroup Inc. and its affiliates) may maintain relationships with, or provide services to, Mediaset and Mediaset España (or their successors) and their respective affiliates and also, for the sake of completeness, also to certain of its largest shareholders.

Our advisory services and the opinion expressed herein are provided for the information of the Board of Directors of Mediaset (in its capacity as such) and of the Board of Directors of DutchCo (in its capacity as such) in their evaluation of the proposed Merger and may not be used by any person other than the Board of Directors of Mediaset or the Board of Directors of DutchCo or for any other purpose. Our opinion is not intended to address or operate for the benefit of any person other than the Board of Directors of Mediaset or the Board of Directors of DutchCo, nor shall any person, other than the Board of Directors of Mediaset or the Board of Directors of DutchCo, have any rights hereunder. Our opinion is not intended to be and does not constitute a recommendation to any shareholders as to how such shareholders should vote or act on any matters relating to the proposed Merger. Except as expressly required by applicable laws and regulations or by competent authorities, our opinion may not be quoted, referred to or otherwise disclosed, in whole or in part, nor may any public reference to Citigroup Global Markets Limited be made, without our prior written consent. This opinion and its content is subject to the contractual arrangements by and between Mediaset, DutchCo and Citigroup Global Markets Limited.

Based upon and subject to the foregoing, our experience as investment bankers, our work as described above and other factors we deemed relevant, we are of the opinion that, as of the date hereof, the Merger Exchange Ratio is fair, from a financial point of view, to the holders of Mediaset ordinary shares.

Very truly yours,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED



Appendix A

We set out in this appendix a brief summary of certain analyses and valuation methodologies performed for the purpose of arriving at the opinion to which this appendix is attached (the “Opinion”). Capitalized terms used but not defined in this appendix have the meanings ascribed thereto in the Opinion. This summary is qualified in its entirety by reference to the full text of the Opinion. This summary should not be considered to be, nor does it represent, a comprehensive description of all analyses performed and factors considered in connection with the Opinion.

In preparing the Opinion, we performed a variety of financial and comparative analyses, including those described below. The preparation of a fairness opinion is a complex analytical process involving various determinations as to the most appropriate and relevant methods of financial analysis and the application of those methods to the particular circumstances, and, therefore, a fairness opinion is not readily susceptible to summary description. We arrived at the Opinion based on the results of all analyses undertaken by us and assessed as a whole, and did not draw, in isolation, conclusions from or with regard to any one factor or method of analysis for purposes of the Opinion. Accordingly, we believe that our analyses must be considered as a whole and that selecting portions of our analyses and factors, without considering all analyses and factors, could create a misleading or incomplete view of the processes underlying our analyses and the Opinion.

In the preparation of the Opinion, for the purpose of the valuation of Mediaset and Mediaset España, we, among other activities, (i) performed a discounted cash flow analysis, (ii) analyzed the target trading prices for the Mediaset and Mediaset España ordinary shares published by a selection of equity research analysts, and (iii) analyzed the historical trading prices for the Mediaset and Mediaset España ordinary shares.

We also reviewed selected precedent transactions in the media sector and a selected companies analysis (which is an analysis designed to estimate an implied value of a company through an analysis of the public valuation and trading multiples of similar publicly traded companies); however, for the purpose of the Opinion we have not deemed these relevant valuation methodologies. More specifically, (i) we have disregarded the selected companies analysis on the grounds that both Mediaset and Mediaset España are listed on a EU regulated market (and, in particular, the utilization of the trading multiples of comparable companies, although a commonly used valuation methodology, has the limit of being based on sector average ranges rather than on the peculiarities of Mediaset and Mediaset España, which are known to the market and theoretically reflected in their own trading multiples and share prices); and (ii) precedent transactions (and historical Spanish takeover premia) have been considered but deemed to be not relevant on the grounds that: (a) Mediaset is already the controlling shareholder of Mediaset España, hence no control premium would apply for a change of ownership; (b) Mediaset España shareholders would receive Mediaset shares in the Merger, hence they would participate in the value potentially created by the Merger via the shares they would get as consideration; (c) being a relative valuation exercise, precedent transaction multiples provide a reference point for Mediaset España but no applicable reference metric would be available for Mediaset.

Our financial analyses have focused on relative rather than absolute economic values estimates, with the purpose to derive ranges for the Merger Exchange Ratio. In particular, our Opinion relates to the relative values of Mediaset and Mediaset España. As indicated in the Opinion, this is because in the context of the tripartite Merger DutchCo is a wholly owned subsidiary of Mediaset, acting as a vehicle to cause the resulting company of the Merger to be incorporated in the Netherlands and whose valuation is not relevant in the determination of the Mediaset Italy Exchange Ratio and, as such, the Merger Exchange Ratio is the only exchange ratio relevant for the holders of Mediaset ordinary shares.



For the purpose of the Opinion, we considered sector trends, commercial, financial, economic and market conditions and other matters existing as of the date of the Opinion, many of which are not under Mediaset's or Mediaset España's control. No company, activity or transaction used herein for comparability purposes is identical to Mediaset, Mediaset España or the Merger. An evaluation of these analyses is not entirely mathematical; rather, our analyses required complex considerations and judgments around financial and operating features, as well as other factors, which may have an impact on the valuation, the stock market value or other valuations of the companies analyzed by us.

The estimates contained in our analyses and the valuation ranges resulting from any particular analysis are not necessarily indicative of actual values or predictive of future results or values, which may be significantly more or less favorable than those suggested by our analyses. In addition, analyses relating to the value of businesses or securities do not purport to be appraisals or to reflect the prices at which businesses or securities actually may be sold or acquired. Accordingly, the estimates used in, and the results derived from, our analyses are inherently subject to substantial uncertainty.

Except as otherwise noted and to the extent based on market information, the following quantitative information is based on market information as it existed on or before 5 June, 2019.

Historical Share Price

We reviewed the current and historical trading prices for the ordinary shares of Mediaset and Mediaset España during the period of one month, three months, six months prior to 5 June, 2019.

The volume weighted average price ("VWAP") for Mediaset ordinary shares at one month, three months, six months prior to 5 June 2019 were €2.74, €2.79 and €2.73, respectively.

The volume weighted average prices for Mediaset España ordinary shares have been adjusted to take into account the payment of the Euro 0.3156 dividend per share paid on 30 April 2019 (ex-dividend date as at 26 April 2019). The VWAP for Mediaset España ordinary shares at one month, three months, six months prior to 5 June 2019, as adjusted, were €6.66, €6.54 and €6.21, respectively.

The results of this analysis, based on the comparison of the VWAP +/- 10% for Mediaset and Mediaset España ordinary shares at one month, three months, six months prior to 5 June 2019, yielded a range of Merger Exchange Ratio between 2.19 and 2.68 (one month period); between 2.11 and 2.57 (three months period) and between 2.05 and 2.50 (six months period).

Equity Research Analysts Target Prices

We performed an equity research target prices analysis, which is an analysis designed to estimate the share price of a company through the target prices of selected equity research analysts.

For each of Mediaset and Mediaset España (i) only research reports published by research analysts after the publication of 2018 results and prior to 17 May 2019 were considered; (ii) equity research reports representing the outliers in terms of EBIT 2020 projections were not taken into consideration.

We reviewed, to the extent publicly available, the target prices of the following 14 selected equity research analysts for the Mediaset ordinary shares, which are set forth in the table below (ordered by date):



Date	Broker	Target Price
17 May 2019	Broker #1	2.90
15 May 2019	Broker #2	2.90
15 May 2019	Broker #3	3.60
15 May 2019	Broker #4	2.75
15 May 2019	Broker #5	3.20
15 May 2019	Broker #6	3.20
15 May 2019	Broker #7	3.25
15 May 2019	Broker #8	2.70
15 May 2019	Broker #9	1.70
15 May 2019	Broker #10	2.10
14 May 2019	Broker #11	3.00
14 May 2019	Broker #12	1.60
14 May 2019	Broker #13	2.60
27 March 2019	Broker #14	3.50

We reviewed, to the extent publicly available, the target prices of the following 24 selected equity research analysts for the Mediaset España ordinary shares, which are set forth in the table below (ordered by date):

Date	Broker	Target Price
17 May 2019	Broker #1	7.61
17 May 2019	Broker #2	7.60
14 May 2019	Broker #3	6.55
14 May 2019	Broker #4	6.70
10 May 2019	Broker #5	5.91
10 May 2019	Broker #6	7.10
10 May 2019	Broker #7	7.40
10 May 2019	Broker #8	7.25
9 May 2019	Broker #9	5.50
9 May 2019	Broker #10	7.00
9 May 2019	Broker #11	7.00
9 May 2019	Broker #12	8.10
9 May 2019	Broker #13	9.00
9 May 2019	Broker #14	6.70
9 May 2019	Broker #15	6.80
9 May 2019	Broker #16	6.80
9 May 2019	Broker #17	5.60
9 May 2019	Broker #18	7.90
9 May 2019	Broker #19	7.50
9 March 2019	Broker #20	4.00
8 May 2019	Broker #21	4.60
8 May 2019	Broker #22	7.60
5 April 2019	Broker #23	4.70
21 March 2019	Broker #24	6.30



This analysis indicated (i) a per share equity value reference range for Mediaset of between €1.60 and €3.60 (minimum and maximum of selected equity research analysts target prices), with a median of €2.90 and an average of €2.79; and (ii) a per share equity value reference range for Mediaset España of between €4.00 and €9.00 (minimum and maximum of selected equity research analysts target prices), with a median of €6.90 and an average of €6.72.

The results of this analysis, based on the comparison of the median value +/-10% for Mediaset and Mediaset España, yielded a range of Merger Exchange Ratio of between 2.14 and 2.62.

Discounted Cash Flow Analysis

The discounted cash flow (“DCF”) analysis is an analysis designed to estimate the implied value of a company by calculating the present value of the estimated future unlevered free cash flows of that company over the projection period and the terminal value of that company at the end of the projection period.

This method has been based on the following estimates:

- i. unlevered free cash flow estimates for each business. Unlevered free cash flows are a proxy to the business cash flow generation before financial income and expenses, after having applied the corporate tax and having considered capital expenditures (“capex”) and working capital swings;
- ii. net present value of the forecasted free cash flow estimates applying a discount rate (“WACC”). The discount rate takes into consideration the implicit business risk as well as the time value of money;
- iii. businesses terminal value, assuming a perpetuity growth at the end of the free cash flow annual projection period. The previously mentioned discount rate is applied to the terminal value to obtain the net present value.

In particular, we calculated the estimated present value of the unlevered, after-tax free cash flows that Mediaset and Mediaset España were forecasted to generate during the calendar years ending December 31, 2019 through December 31, 2024. With reference to Mediaset only, the discounted cash flow valuation has been performed on a “sum of the parts basis”, by performing two discounted cash valuations for Mediaset España and the Italian business (i.e., Mediaset business net of the stake held by Mediaset in Mediaset España).

Mediaset issued (i) mid-term financial targets (2020) in January 2017 (limited to EBIT compared to 2016) and (ii) mid-term (2020-2021) guidelines in March 2019. Whilst Mediaset updates regularly the market on the guidance vis-à-vis targets and progress on previously communicated strategy, there is no full business plan for Mediaset available for the purpose of the determination of the Exchange Ratio. Therefore, the discounted cash flow methodology is based on projections resulting from the application of the following approach:

- (a) for the period 2019-2021: projections derived from a selection of equity research reports published by research analysts after the publication of full year 2018 results and prior to 17 May 2019, and reporting projections for the whole 2019-2021 period, with the exclusion from such panel of two equity research reports including the highest and lowest EBIT 2020 projections;
- (b) for the period 2022-2024: extrapolations in line with the long-term expectations that the Italian and Spanish managements have on the businesses. In particular, the two managements have indicated a target long-term top-line growth of 0.5% for the last year of



projections (2024) whereas mostly of the other cash-flow items have been assumed to be in line with 2021 projections, in terms of percentage on sales, for the whole extrapolations period.

The approach described above was the same for both the Mediaset and Mediaset España and has been agreed and validated by the respective managements of Mediaset and Mediaset España, who confirmed that the projections and extrapolations are broadly in line with their respective long-term expectations. However, such forecasts are subject by nature to substantial uncertainty.

Based on our professional judgment and experience, we then calculated the implied estimated terminal value for the Italian business's (i.e., Mediaset business net of the stake held by Mediaset in Mediaset España) and Mediaset España's operations based on perpetuity growth rates ranging from 0.25% to 0.75% for the Italian business and ranging from 0.25% to 0.75% for Mediaset España's and then discounted to present value (as of December 31, 2018) the unlevered, after-tax free cash flows and implied estimated terminal value using discount rates ranging from 8.4% to 8.9% for the Italian business and ranging from 7.6% to 8.1% for Mediaset España, reflecting an estimate of the weighted average cost of capital.

For the purpose of determining the approximate implied per-share equity value, the enterprise value range stemming from this analysis was then adjusted in respect of Mediaset and Mediaset España, net financial debt adjusted for the Euro 0.3156 dividend per share paid by Mediaset España on 30 April 2019 and for the buyback executed by Mediaset España post December 31, 2018 and until June 5, 2019, minority interests, pensions liabilities, investments in associates and certain other items, based on information in Mediaset and Mediaset España public financial statements as of December 31, 2018.

The implied per share equity value was calculated by dividing such equity values by the number of Mediaset and Mediaset España ordinary shares outstanding, net of the respective number of treasury shares held as of 5 June 2019.

This analysis yielded a range of values per Mediaset España ordinary share of between €8.00 and €8.91 with a mid-point of €8.42 and a range of values per Mediaset ordinary share of between €3.33 and €3.71 with a mid-point of €3.51.

Based on the comparison of the mid-point of the DCF +/-10% for Mediaset and Mediaset España, the results of this analysis yielded a range of Merger Exchange Ratio of between 2.16 and 2.64.

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials "JMA" or similar, located in the bottom right corner of the page.

IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE IN LINGUA ITALIANA DEL PARERE REDATTO DA CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIASET S.P.A. E DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MEDIASET INVESTMENT N.V., LA CUI VERSIONE UFFICIALE E' STATA REDATTA UNICAMENTE IN LINGUA INGLESE. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA È STATA PREDISPOSTA A PURO TITOLO DI CORTESIA. IL TESTO UFFICIALE IN LINGUA INGLESE PREVARRA' IN CASO DI EVENTUALE DIVERGENZA CON, O OMISSIONI NELLA, TRADUZIONE ITALIANA.

7 giugno 2019

Al Consiglio di Amministrazione

Mediaset S.p.A.

via Paleocapa, 3
20121 Milano

Mediaset Investment N.V.

Viale Europa 46
20093 Cologno Monzese (Milano)

All'attenzione del Consiglio di Amministrazione di Mediaset S.p.A. e al Consiglio di Amministrazione di Mediaset Investment N.V.:

Avete richiesto il nostro parere in merito alla congruità (*fairness*), da un punto di vista finanziario, per i titolari di azioni ordinarie di Mediaset S.p.A. ("**Mediaset**") del Rapporto di Cambio della Fusione (come di seguito definito) stabilito nel Progetto di Fusione (come di seguito definito) che si prevede venga sottoscritto tra Mediaset, Mediaset Investment N.V. ("**DutchCo**") e Mediaset España Comunicación S.A. ("**Mediaset España**").

Come descritto in maniera più completa nel progetto comune di fusione transfrontaliera tripartita (il "**Progetto di Fusione**"), Mediaset e Mediaset España saranno contestualmente fuse per incorporazione in DutchCo mediante un'unica operazione (la "**Fusione**") e:

- (i) quanto alla fusione di Mediaset, ciascuna azione ordinaria emessa da Mediaset sarà convertita con il diritto a ricevere un'azione ordinaria di DutchCo ("**Azione Ordinaria DutchCo**") (il "**Rapporto di Cambio di Mediaset Italia**"); e
- (ii) quanto alla fusione di Mediaset España, ciascuna azione ordinaria emessa da Mediaset España sarà convertita con il diritto a ricevere 2,33 Azioni Ordinarie DutchCo (che si poggia sul Rapporto di Cambio Mediaset Italia, il "**Rapporto di Cambio della Fusione**").

Mediaset è il soggetto controllante di DutchCo e Mediaset España e, in particolare, Mediaset detiene: (a) l'intero capitale sociale di DutchCo, una società costituita ai sensi del diritto olandese; e (b) circa il 51,63% del capitale sociale di Mediaset España, una società costituita ai sensi del diritto spagnolo. Conformemente alla normativa anche regolamentare applicabile: (i) ciascuna delle azioni di Mediaset España detenute da Mediaset (ovvero ciascuna delle azioni di Mediaset eventualmente detenute da Mediaset España) e ciascuna delle azioni proprie detenute da Mediaset e Mediaset España, in entrambi i casi alla data di efficacia della Fusione, non saranno concambiate nel contesto della Fusione e saranno annullate; e (ii) le azioni di DutchCo detenute da Mediaset alla data di efficacia della fusione saranno in parte annullate, e in parte frazionate in Azioni Ordinarie DutchCo e detenute come azioni proprie. Abbiamo assunto, con il vostro consenso, che DutchCo deterrà 5.000.000 Azioni Ordinarie DutchCo come azioni proprie.

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

Nella struttura della presente operazione, come presentataci dal *management* di Mediaset: (i) DutchCo opererà solamente quale veicolo di Mediaset allo scopo di far sì che la società risultante dalla Fusione sia costituita nei Paesi Bassi e, dal momento che DutchCo è una società non operativa interamente controllata da Mediaset sostanzialmente priva di attività o passività, i soci di Mediaset riceveranno un'Azione Ordinaria DutchCo per ogni azione ordinaria di Mediaset, in base ad un rapporto di cambio di natura meramente aritmetica la cui determinazione non ha comportato la valutazione relativa di Mediaset e DutchCo; e (ii) i soci di Mediaset España riceveranno azioni ordinarie DutchCo al Rapporto di Cambio della Fusione, che riflette la relativa valutazione di Mediaset (inclusa DutchCo, controllata al 100%) e Mediaset España e assume che i titolari delle azioni ordinarie di Mediaset ricevano un'Azione Ordinaria DutchCo per ogni azione ordinaria di Mediaset posseduta. Pertanto, dal punto di vista dei titolari di azioni ordinarie di Mediaset, il Rapporto di Cambio della Fusione rappresenta effettivamente il rapporto al quale, nel contesto della Fusione, le azioni ordinarie di Mediaset España saranno indirettamente date in concambio per azioni ordinarie di Mediaset, e Mediaset e DutchCo sono state considerate ai fini della valutazione come un'unica parte partecipante alla Fusione. Pertanto, il nostro parere si riferisce esclusivamente ai valori relativi di Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España e alla congruità (*fairness*), da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio della Fusione per i titolari di azioni ordinarie di Mediaset.

Come descritto nel Progetto di Fusione, la Fusione è soggetta ad una serie di condizioni sospensive, incluse, *inter alia*: (i) l'ammissione alla quotazione e alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**MTA**") delle Azioni Ordinarie DutchCo; (ii) l'esercizio da parte dei soci di Mediaset e Mediaset España del diritto di recesso in relazione alla Fusione e l'esercizio da parte dei creditori di Mediaset e Mediaset España del diritto di opposizione alla Fusione, conformemente alla normativa applicabile, in misura non superiore all'ammontare stabilito nel Progetto di Fusione; e (iii) alcune condizioni di natura regolamentare. Inoltre, si prevede che DutchCo richieda l'ammissione alla quotazione delle Azioni Ordinarie DutchCo anche sui mercati azionari spagnoli di Barcellona, Bilbao, Madrid e Valencia.

Nel fornire il nostro parere, abbiamo analizzato una bozza del Progetto di Fusione datata 5 giugno 2019 e abbiamo discusso con alcuni dirigenti, amministratori e altri rappresentanti e consulenti di Mediaset, DutchCo e Mediaset España gli aspetti commerciali, operativi e le prospettive di Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España. Abbiamo esaminato alcune informazioni pubbliche di natura commerciale e finanziaria relative a Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España, nonché previsioni, talune ricerche azionarie (*equity research report*) e altre informazioni e dati relativi a Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España che ci sono stati forniti da o che sono stati discussi con i rispettivi *management* di Mediaset, DutchCo e Mediaset España. Abbiamo esaminato le condizioni finanziarie della Fusione come previste nella bozza di Progetto di Fusione relative, tra le altre cose, ai prezzi di mercato, attuali e storici, e i volumi di scambio delle azioni di Mediaset e Mediaset España; i risultati economici storici e prospettici e altre informazioni operative su Mediaset e Mediaset España, inclusi quelli pubblicati dagli analisti di ricerche azionarie (*equity research*); i prezzi *target* di negoziazione e le previsioni sia per Mediaset sia per Mediaset España pubblicati dagli analisti di ricerche azionarie (*equity research*); e la capitalizzazione e la situazione finanziaria di Mediaset, DutchCo e Mediaset España. Abbiamo analizzato alcune informazioni finanziarie, di mercato e altre informazioni pubblicamente disponibili relative alle attività di altre società le cui operazioni abbiamo ritenuto rilevanti al fine di valutare quelle di Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España. In aggiunta a quanto precede, abbiamo condotto altri tipi di valutazioni e analisi, e abbiamo considerato altre informazioni ed alcuni criteri finanziari, economici e di mercato che abbiamo ritenuto opportuni per giungere al nostro parere. Il rilascio del nostro parere è stato autorizzato dal nostro comitato per le *fairness opinion*.

Nel fornire il nostro parere, abbiamo assunto e fatto affidamento, senza effettuare verifiche

indipendenti, sulla accuratezza e la completezza delle informazioni, finanziarie e di altra natura, e di altri dati pubblici o fornitici o comunque rivisti da o discussi con noi e sulle dichiarazioni da parte dei *management* di Mediaset, DutchCo e Mediaset España di non essere a conoscenza dell'esistenza di informazioni rilevanti che siano state omesse o che non ci siano state comunicate. Per quanto riguarda le previsioni, le ricerche azionarie (*equity research report*), e le altre informazioni e dati relativi a Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España che ci sono stati forniti o che sono stati rivisti da o discussi con noi, ci è stato comunicato dai rispettivi *management* di Mediaset e Mediaset España che tali stime di terzi e altre informazioni e dati fossero allineati alle migliori stime attualmente disponibili e ai giudizi dei *management* di Mediaset e Mediaset España con riferimento alle future *performance* finanziarie di Mediaset (inclusa DutchCo) e Mediaset España. Non assumiamo alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, o alle basi su cui tali stime e proiezioni sono state predisposte. Non prestiamo alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, quanto alla accuratezza o completezza di tali informazioni e nulla di quanto contenuto nel presente parere rappresenta, o potrà essere considerato, una dichiarazione, circa il passato, presente o futuro.

Abbiamo assunto, con il vostro consenso, che la Fusione sarà eseguita in conformità con i termini contenuti nella bozza del Progetto di Fusione, senza alcuna rinuncia, modifica o alterazione di alcun termine, condizione o accordo significativo e che, durante il processo volto ad ottenere le necessarie approvazioni, consensi e autorizzazioni da parte delle autorità regolamentari o di terze parti per la Fusione, non sarà imposto alcun ritardo, limitazione, restrizione o condizione che possa avere un effetto negativo su Mediaset España, DutchCo o Mediaset. Rappresentanti di Mediaset ci hanno informato, e, ai fini del presente parere, abbiamo inoltre assunto, che i termini definitivi del Progetto di Fusione non subiranno modificazioni significative rispetto a quanto previsto dalla bozza da noi esaminata. Abbiamo inoltre assunto, con il vostro consenso, che la Fusione sarà trattata come una riorganizzazione neutrale dal punto di vista fiscale. Abbiamo assunto, con il vostro consenso, che non vi siano passività rilevanti di Mediaset, DutchCo o Mediaset España che non ci siano state comunicate per le quali non siano state appostate congrue riserve o altro genere di poste di bilancio.

Il nostro parere, come qui indicato, riguarda i valori relativi di Mediaset e Mediaset España. Come sopra indicato, ciò è dovuto al fatto che, nell'ambito della Fusione tripartita, DutchCo è una società interamente controllata da Mediaset, che agisce quale veicolo per far sì che la società risultante dalla Fusione sia costituita nei Paesi Bassi e la cui valutazione non è rilevante ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio di Mediaset Italia e, pertanto, il Rapporto di Cambio della Fusione costituisce l'unico rapporto di cambio rilevante per i titolari di azioni ordinarie di Mediaset.

Non esprimiamo alcun parere su quale sarà effettivamente il valore delle Azioni Ordinarie DutchCo quando saranno emesse secondo quanto stabilito dalla Fusione o il prezzo al quale le Azioni Ordinarie DutchCo saranno negoziate in ogni momento. Non abbiamo fatto né ci sono state fornite valutazioni indipendenti o stime delle attività o passività (potenziali e non) di Mediaset, DutchCo o Mediaset España, né abbiamo condotto alcuna ispezione fisica delle proprietà o dei beni di Mediaset, DutchCo o Mediaset España. Il nostro parere riguarda solo la congruità (*fairness*), alla data odierna da un punto di vista finanziario, per i titolari di azioni ordinarie di Mediaset del Rapporto di Cambio della Fusione e non riguarda nessun altro aspetto o effetto della Fusione, inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, qualsiasi aspetto legale, fiscale, di *governance*, regolamentare, contabile, o inerente alla forma o alla struttura della Fusione (compresa la prevista struttura di azioni a voto speciale) o di qualsiasi altro accordo, intesa o pattuizione stipulato in relazione a, o contemplato da, la Fusione, o altrimenti. Il nostro parere riflette la relativa valutazione di Mediaset (inclusa DutchCo, società interamente controllata) e Mediaset España e non riguarda alcuna questione relativa al possibile esercizio di diritti di recesso nel contesto della Fusione. Il relativo valore di Mediaset e Mediaset España è stato determinato su base *standalone* e, con il vostro consenso, non abbiamo calcolato o considerato i potenziali benefici operativi

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

attesi dal *management* di Mediaset quale conseguenza della Fusione o la loro allocazione tra le società partecipanti alla Fusione.

Non ci è stato chiesto di domandare, e non abbiamo richiesto, manifestazioni di interesse di terze parti con riferimento alla potenziale acquisizione di tutta o parte di Mediaset, né ci è stato chiesto di considerare, e il nostro parere non riguarda, la sottostante decisione commerciale di Mediaset di procedere alla Fusione, né il relativo merito della Fusione rispetto a strategie commerciali alternative che potrebbero esistere per Mediaset né l'effetto di qualsiasi altra operazione che Mediaset potrebbe intraprendere. Non esprimiamo inoltre alcun giudizio su, e il nostro parere non riguarda, la congruità (finanziaria o di altra natura) dell'importo, della natura o di qualsiasi altro aspetto di eventuali compensi a favore di dirigenti, amministratori o dipendenti di qualsiasi soggetto partecipante alla Fusione o di qualsiasi altra categoria di tali soggetti, con riferimento al Rapporto di Cambio della Fusione. Il nostro parere si basa necessariamente su informazioni a nostra disposizione, e sulle condizioni e circostanze finanziarie, di mercato e di altro genere esistenti alla data odierna.

Un breve riassunto di alcune analisi e metodologie di valutazione utilizzate ai fini dell'elaborazione del presente parere è allegato come Appendice A. Tale sintesi non deve essere considerata, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate.

Citigroup Global Markets Limited ha agito come consulente finanziario di Mediaset in relazione alla prospettata Fusione, nonché di DutchCo in relazione alla consegna del presente parere, e riceverà un compenso per tali servizi, una parte significativa del quale è subordinata al completamento della Fusione. Riceveremo inoltre un compenso per la consegna del presente parere. La sottoscritta e le proprie consociate (*affiliate*) hanno in passato fornito alcuni servizi di *escrow agent* ad una società consociata di Mediaset non inerenti alla prospettata Fusione, in relazione ai quali la sottoscritta e tali società affiliate hanno ricevuto un compenso. Nel corso della nostra attività ordinaria, la sottoscritta e le proprie società consociate potranno negoziare attivamente o detenere titoli di Mediaset e Mediaset España (o dei propri successori) o delle rispettive società consociate in conto proprio o per conto dei propri clienti e, di conseguenza, potranno in qualsiasi momento detenere una posizione lunga o corta su tali titoli. Inoltre, la sottoscritta e le proprie consociate (tra cui Citigroup Inc. e le sue affiliate) potranno continuare ad intrattenere rapporti con, o a fornire servizi in favore di, Mediaset e Mediaset España (o dei propri successori) e le rispettive società affiliate, e inoltre, per completezza, in favore di alcuni dei loro maggiori azionisti.

I nostri servizi di consulenza e il parere espresso nel presente documento sono forniti a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Mediaset (in quanto tale) e del Consiglio di Amministrazione di DutchCo (in quanto tale) per la propria valutazione della prospettata Fusione e non potranno essere utilizzati da alcun soggetto diverso dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset o del Consiglio di Amministrazione di DutchCo o per alcun altro motivo. Il nostro parere non è destinato o inteso a beneficio di alcun soggetto diverso dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset o dal Consiglio di Amministrazione di DutchCo, né alcun soggetto, diverso dal Consiglio di Amministrazione di Mediaset o dal Consiglio di Amministrazione di DutchCo, beneficia di alcun diritto in base al presente documento. Il nostro parere non intende essere e non costituisce una raccomandazione agli azionisti su come tali azionisti debbano esercitare il proprio diritto di voto o agire con riferimento a qualsiasi questione collegata alla prospettata Fusione. Salvo quanto espressamente richiesto ai sensi della normativa anche regolamentare applicabile o dalle autorità competenti, il nostro parere non può essere citato, riportato o altrimenti reso pubblico, in tutto o in parte, né può essere fatto pubblicamente alcun riferimento a Citigroup Global Markets Limited, senza il nostro previo consenso scritto. Il presente parere e il suo contenuto è soggetto alle pattuizioni contrattuali stipulate da Mediaset, DutchCo e Citigroup Global Markets Limited.

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

Sulla base di e fermo restando quanto sopra, sulla base della nostra esperienza di *investment bankers*, della nostra attività come sopra descritta e su altri fattori che abbiamo ritenuto rilevanti, siamo del parere che, alla data odierna, il Rapporto di Cambio della Fusione sia congruo (*fair*), da un punto di vista finanziario, per i titolari di azioni ordinarie di Mediaset.

Cordiali saluti,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED

Appendice A

Nella presente appendice viene fornito un breve riassunto di alcune delle analisi e delle metodologie di valutazione utilizzate per elaborare il parere a cui questa appendice è allegata (la "Fairness Opinion"). I termini usati in maiuscolo ma non definiti in questa appendice hanno il significato che ad essi si è attribuito nella Fairness Opinion. Il presente riassunto deve essere letto e interpretato nella sua interezza unitamente al testo integrale della Fairness Opinion. Il presente riassunto non deve essere considerato, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate e di tutti i fattori considerati in relazione alla Fairness Opinion.

Nel preparare la Fairness Opinion, abbiamo effettuato una serie di analisi finanziarie e comparative, comprese quelle descritte di seguito. La preparazione di un parere di congruità (*fairness opinion*) è un processo analitico complesso che richiede varie determinazioni in merito sia ai metodi di analisi finanziaria più adeguati e pertinenti, sia all'applicazione degli stessi alle circostanze specifiche, e, di conseguenza, un parere di congruità (*fairness opinion*) non è facilmente sintetizzabile. Le conclusioni della Fairness Opinion si basano sui risultati di tutte le analisi da noi effettuate e valutate nel loro insieme, e non abbiamo tratto, in modo isolato, conclusioni da o in relazione a un solo fattore o metodologia di analisi ai fini della predisposizione della Fairness Opinion stessa. Di conseguenza, riteniamo che le nostre analisi debbano essere considerate nel loro insieme e che selezionare una parte delle metodologie e dei fattori, senza considerarle nella loro interezza, potrebbe creare un quadro fuorviante o incompleto dei processi alla base delle nostre analisi e della Fairness Opinion.

Nella preparazione della Fairness Opinion, ai fini della valutazione di Mediaset e Mediaset España, tra le altre attività, abbiamo (i) eseguito una analisi dei flussi di cassa scontati (*discounted cash flows analysis*), (ii) analizzato i prezzi *target* di negoziazione delle azioni ordinarie di Mediaset e Mediaset España così come pubblicati in una selezione di ricerche azionarie (*equity research*) da parte di analisti finanziari, e (iii) analizzato i prezzi storici di negoziazione delle azioni ordinarie di Mediaset e Mediaset España.

Abbiamo esaminato una selezione di operazioni precedenti nel settore *media* e un'analisi di società selezionate (analisi volta a stimare il valore implicito di una società attraverso l'analisi della valutazione pubblica e dei multipli di mercato di società quotate simili); tuttavia, ai fini della Fairness Opinion non abbiamo ritenuto tali metodologie rilevanti. Più in particolare, (i) non abbiamo tenuto in considerazione l'analisi di società selezionate sulla base del fatto che sia Mediaset che Mediaset España sono quotate su mercati regolamentati dell'Unione Europea (e, in particolare, l'utilizzo dei multipli di negoziazione di società comparabili, pur essendo una metodologia di valutazione comunemente utilizzata, ha il limite di basarsi su intervalli medi di settore piuttosto che sulle peculiarità di Mediaset e Mediaset España, che sono note al mercato e in teoria riflesse nei loro stessi multipli di negoziazione e nei loro stessi prezzi azionari); e (ii) precedenti operazioni (e premi pagati in precedenti offerte pubbliche di acquisto spagnole) sono state considerate ma non ritenute rilevanti sulla base del fatto che: (a) Mediaset è già l'azionista di controllo di Mediaset España, di conseguenza non verrebbe applicato alcun premio per il controllo per un cambio di titolarità; (b) gli azionisti di Mediaset España riceverebbero azioni di Mediaset nel contesto della Fusione, pertanto parteciperebbero al valore potenzialmente generato dalla Fusione attraverso le azioni che riceverebbero in contropartita; (c) essendo un esercizio di valutazione relativa, i multipli di transazioni precedenti forniscono un punto di riferimento per Mediaset España ma non sarebbe disponibile alcuna metrica di riferimento applicabile per Mediaset.

Le nostre analisi finanziarie sono state incentrate sulla stima di valori economici relativi anziché assoluti, allo scopo di ricavare degli intervalli per il Rapporto di Cambio della Fusione. In particolare, la

Fairness Opinion fa riferimento a valori relativi di Mediaset e Mediaset España. Come indicato nella Fairness Opinion, ciò è dovuto al fatto che nel contesto della Fusione tripartita DutchCo è una società interamente controllata da Mediaset, che agisce quale veicolo per far sì che la società risultante dalla Fusione sia una società costituita nei Paesi Bassi, la cui valutazione non è rilevante ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio di Mediaset Italia, e, pertanto, il Rapporto di Cambio della Fusione costituisce l'unico rapporto di cambio rilevante per i titolari di azione ordinarie di Mediaset.

Ai fini della Fairness Opinion, abbiamo preso in considerazione le tendenze del settore, le condizioni finanziarie, commerciali, economiche e di mercato ed altri elementi esistenti alla data della Fairness Opinion, molte delle quali non sono sotto il controllo di Mediaset o di Mediaset España. Nessuna società, attività o operazione, qui utilizzate a fini di comparabilità è identica a Mediaset, Mediaset España o alla Fusione. Una valutazione di queste analisi non è del tutto matematica; al contrario, le nostre analisi hanno richiesto complesse considerazioni e valutazioni circa le caratteristiche finanziarie ed operative, nonché circa altri fattori, che possono avere un impatto sulla valutazione, sul valore di borsa o su altre valutazioni delle società da noi analizzate.

Le stime contenute nelle nostre analisi e gli intervalli di valutazione derivanti da una qualsiasi analisi specifica non sono necessariamente indicativi dei valori correnti, né in grado di anticipare risultati e valori futuri, che potrebbero essere significativamente più o meno favorevoli di quelli suggeriti dalle nostre analisi. Inoltre, le analisi relative al valore di attività o di titoli non pretendono di essere valutazioni o stime dei prezzi ai quali le attività o i titoli stessi possano essere realmente venduti o acquistati. Di conseguenza, le stime usate e i risultati ottenuti tramite le nostre analisi sono intrinsecamente soggetti ad una sostanziale incertezza.

Salvo ove diversamente indicato e nella misura in cui basate su informazioni di mercato, le seguenti informazioni quantitative si basano su informazioni di mercato esistenti al 5 giugno 2019 o prima di tale data.

Prezzi Storici delle Azioni

Abbiamo analizzato i corsi azionari correnti e storici delle azioni ordinarie di Mediaset e Mediaset España nell'ultimo mese, negli ultimi tre mesi e negli ultimi sei mesi antecedenti al 5 giugno 2019.

Il prezzo medio ponderato per i volumi ("*volume weighted average price*" o "VWAP") delle azioni ordinarie di Mediaset a un mese, tre mesi e sei mesi prima del 5 giugno 2019 è rispettivamente pari a €2,74, €2,79 e €2,73.

I prezzi medi ponderati per i volumi delle azioni ordinarie di Mediaset España sono stati rettificati al fine di tenere in considerazione il pagamento del dividendo pari a Euro 0,3156 per azione pagato il 30 aprile 2019 (data di stacco cedola: 26 aprile 2019). Il VWAP delle azioni ordinarie di Mediaset España a un mese, tre mesi e sei mesi prima del 5 giugno 2019, come rettificato, è rispettivamente pari a €6,66, €6,54 e €6,21.

I risultati di questa analisi, basati sul rapporto tra il VWAP delle azioni ordinarie di Mediaset e di Mediaset España +/- 10% a un mese, tre mesi e sei mesi prima del 5 giugno 2019, hanno prodotto un intervallo del Rapporto di Cambio della Fusione compreso tra 2,19 e 2,68 (a un mese); tra 2,11 e 2,57 (a tre mesi) e tra 2,05 e 2,50 (a sei mesi).

Prezzi Target degli Analisti di Equity Research

Abbiamo effettuato un'analisi dei prezzi *target* degli analisti di ricerche azionarie (*equity research*), analisi volta alla stima del prezzo delle azioni di una società tramite i prezzi *target* di selezionati analisti di *equity research*.

Sia per Mediaset che per Mediaset España (i) sono stati tenuti in considerazione soltanto i *report* di ricerca pubblicati dai *research analyst* dopo la pubblicazione dei risultati del 2018 e prima del 17 maggio 2019; (ii) i *report* di *equity research* rappresentanti il valore minimo e massimo (*outliers*) in termini di proiezione dell'EBIT 2020 non sono stati tenuti in considerazione.

Abbiamo analizzato, nei limiti di quanto pubblicamente disponibile, i prezzi *target* delle azioni ordinarie di Mediaset dei seguenti 14 selezionati analisti di *equity research*, riportati nella tabella che segue (in ordine di data):

Data	Broker	Prezzo Target
17 maggio 2019	Broker #1	2,90
15 maggio 2019	Broker #2	2,90
15 maggio 2019	Broker #3	3,60
15 maggio 2019	Broker #4	2,75
15 maggio 2019	Broker #5	3,20
15 maggio 2019	Broker #6	3,20
15 maggio 2019	Broker #7	3,25
15 maggio 2019	Broker #8	2,70
15 maggio 2019	Broker #9	1,70
15 maggio 2019	Broker #10	2,10
14 maggio 2019	Broker #11	3,00
14 maggio 2019	Broker #12	1,60
14 maggio 2019	Broker #13	2,60
27 marzo 2019	Broker #14	3,50

Abbiamo analizzato, nei limiti di quanto pubblicamente disponibile, i prezzi *target* delle azioni ordinarie di Mediaset España dei seguenti 24 selezionati analisti di *equity research*, riportati nella tabella che segue (in ordine di data):

Data	Broker	Prezzo Target
17 maggio 2019	Broker #1	7,61
17 maggio 2019	Broker #2	7,60
14 maggio 2019	Broker #3	6,55
14 maggio 2019	Broker #4	6,70
10 maggio 2019	Broker #5	5,91
10 maggio 2019	Broker #6	7,10
10 maggio 2019	Broker #7	7,40
10 maggio 2019	Broker #8	7,25
9 maggio 2019	Broker #9	5,50

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

9 maggio 2019	Broker #10	7,00
9 maggio 2019	Broker #11	7,00
9 maggio 2019	Broker #12	8,10
9 maggio 2019	Broker #13	9,00
9 maggio 2019	Broker #14	6,70
9 maggio 2019	Broker #15	6,80
9 maggio 2019	Broker #16	6,80
9 maggio 2019	Broker #17	5,60
9 maggio 2019	Broker #18	7,90
9 maggio 2019	Broker #19	7,50
9 maggio 2019	Broker #20	4,00
8 maggio 2019	Broker #21	4,60
8 maggio 2019	Broker #22	7,60
5 aprile 2019	Broker #23	4,70
21 marzo 2019	Broker #24	6,30

Questa analisi ha indicato (i) un intervallo di riferimento del valore per azione di Mediaset compreso tra €1,60 e €3,60 (minimo e massimo dei prezzi *target* di selezionati analisti di *equity research*) con una mediana di €2,90 e una media di €2,79; e (ii) un intervallo di riferimento del valore per azione di Mediaset España compreso tra €4,00 e €9,00 (minimo e massimo dei prezzi *target* di selezionati analisti di *equity research*) con una mediana di €6,90 e una media di €6,72.

I risultati di questa analisi, basati sul rapporto tra il valore mediano di Mediaset e di Mediaset España +/- 10%, hanno prodotto un intervallo del Rapporto di Cambio della Fusione compreso tra 2,14 e 2,62.

Analisi dei Flussi di Cassa Scontati (*discounted cash flows*)

L'analisi basata sui flussi di cassa scontati ("DCF") è un'analisi finalizzata alla stima del valore implicito di una azienda ottenuto calcolando il valore attuale dei flussi di cassa operativi disponibili (*unlevered free cash flows*) futuri stimati della società durante il periodo di proiezione e del valore finale (*terminal value*) della azienda al termine del medesimo periodo di proiezione.

Questo metodo è stato basato sulle seguenti stime:

- i. stime dell'*unlevered free cash flow* per ciascun *business*. I flussi di cassa operativi disponibili (*unlevered free cash flows*) sono una rappresentazione (*proxy*) della produzione del flusso di cassa aziendale prima dei proventi e degli oneri finanziari, dopo aver applicato l'imposta sulle società e aver considerato le spese in conto capitale ("capex") e le oscillazioni del capitale circolante;
- ii. valore attuale netto delle stime dei flussi di cassa operativi disponibili (*free cash flow*) previsto applicando un tasso di sconto ("WACC"). Il tasso di sconto tiene conto del rischio aziendale implicito e del valore temporale del denaro;
- iii. valore finale (*terminal value*) dei *business*, ipotizzando una crescita perpetua alla fine del periodo di proiezione annuale dei flussi di cassa operativi disponibili (*free cash flow*). Il tasso di sconto menzionato viene applicato al valore finale al fine di ottenere il valore attuale netto.

In particolare, abbiamo calcolato il valore attuale atteso dei flussi di cassa operativi disponibili (*unlevered free cash flows*), al netto delle imposte, che si è previsto Mediaset e Mediaset España possano generare negli anni solari 2019 – 2024. Con esclusivo riferimento a Mediaset, la valutazione

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

del *discounted cash flow* è stata eseguita seguendo l'approccio somma delle parti (*sum of parts*), attraverso due distinte analisi dei flussi di cassa scontati (*discounted cash valuations*) per Mediaset España e le attività italiane (*i.e.* le attività di Mediaset al netto della partecipazione detenuta da Mediaset in Mediaset España).

Mediaset ha pubblicato (i) obiettivi finanziari a medio termine (2020) nel gennaio 2017 (limitatamente all'EBIT comparato con il 2016) e (ii) *guidelines* a medio termine (2020-2021) nel marzo 2019. Benché Mediaset aggiorni regolarmente il mercato sugli orientamenti relativi agli obiettivi e sui progressi delle strategie precedentemente comunicate, per Mediaset non vi è alcun *business plan* completo disponibile al fine di determinare il Rapporto di Cambio della Fusione. Pertanto, la metodologia del *discounted cash flow* è basata su proiezioni risultanti dall'applicazione dell'approccio di seguito descritto:

- (a) per il periodo 2019-2021: le proiezioni derivano da una selezione di *equity research report* pubblicati da *research analyst* dopo la pubblicazione dei risultati di esercizio del 2018 e prima del 17 maggio 2019, riportanti proiezioni per tutto il periodo 2019-2021, escludendo da tale selezione i due *report* di *equity research* riportanti la più alta e la più bassa proiezione dell'EBIT 2020;
- (b) per il periodo 2022-2024: estrapolazioni in linea con le aspettative a lungo termine sul *business* del *management* italiano e spagnolo. In particolare, i due *management* hanno indicato un obiettivo di crescita dei ricavi a lungo termine (*long-term top-line growth*) pari allo 0,5% per l'ultimo anno di proiezioni (2024) mentre la maggior parte degli altri elementi che compongono i flussi di cassa sono stati ipotizzati in linea con le proiezioni 2021, in termini di percentuale sui ricavi, per tutto il periodo relativo alle estrapolazioni.

L'approccio sopra descritto è stato il medesimo per Mediaset e Mediaset España ed è stato concordato con e validato dai rispettivi *management* di Mediaset e Mediaset España, le quali hanno confermato che le proiezioni e le estrapolazioni sono sostanzialmente in linea con le loro rispettive aspettative di lungo termine. In ogni caso, tali previsioni rimangono per natura soggette ad una notevole incertezza.

Sulla base della nostra esperienza e del nostro giudizio professionale, abbiamo quindi calcolato il valore finale (*terminal value*) implicito stimato delle attività italiane (*i.e.* le attività di Mediaset al netto della partecipazione detenuta da Mediaset in Mediaset España) e delle attività di Mediaset España sulla base di tassi di crescita perpetua che vanno da 0,25% a 0,75% per le attività italiane e da 0,25% a 0,75% per le attività di Mediaset España e successivamente attualizzato (alla data del 31 dicembre 2018) gli *unlevered free cash flows* al netto delle imposte e il valore finale (*terminal value*) implicito stimato utilizzando tassi di sconto che vanno dall'8,4% all'8,9% per le attività italiane e dal 7,6% all'8,1% per Mediaset España, che riflettono una stima del costo medio ponderato del capitale.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* implicito per azione approssimato, l'intervallo dell'*enterprise value* derivante da questa analisi è stato quindi soggetto ad aggiustamenti con riferimento a Mediaset e Mediaset España sulla base dell'indebitamento finanziario netto aggiustato per il dividendo di Euro 0,3156 per azione pagato da Mediaset España il 30 aprile 2019 e per il *buyback* eseguito da Mediaset España successivamente al 31 dicembre 2018 e fino al 5 giugno 2019, delle partecipazioni di minoranza, delle passività pensionistiche, delle partecipazioni in società collegate e di alcuni altri elementi in base alle informazioni contenute nei bilanci al 31 dicembre 2018 pubblicati da Mediaset e Mediaset España.

TRADUZIONE DI CORTESIA IN LINGUA ITALIANA

L'*equity value* implicito per azione è stato calcolato dividendo tale *equity value* per il numero di azioni ordinarie emesse di Mediaset e Mediaset España, al netto delle rispettive azioni proprie detenute al 5 giugno 2019.

Questa analisi ha prodotto un intervallo di valori per le azioni ordinarie di Mediaset España compreso tra €8,00 e €8,91 con un punto medio pari a €8,42 e un intervallo di valori per le azioni ordinarie di Mediaset compreso tra €3,33 e €3,71 con un punto medio pari a €3,51.

Sulla base del rapporto del punto medio del DCF di Mediaset e di Mediaset España +/-10%, i risultati dell'analisi hanno prodotto un intervallo del Rapporto di Cambio della Fusione compreso tra 2,16 e 2,64.