

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

**MEDIASET SPA**

**INFORME DE EXPERTO DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO  
2501-*SEXIES* DEL CÓDIGO CIVIL ITALIANO Y EL ARTÍCULO 9 DEL  
DECRETO LEGISLATIVO N.º 108, DE 30 DE MAYO DE 2008**

**17 de junio de 2019, H. 14**

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

## **INFORME DE EXPERTO DE CONFORMIDAD CON EL ARTÍCULO 2501-SEXIES DEL CÓDIGO CIVIL ITALIANO Y EL ARTÍCULO 9 DEL DECRETO LEGISLATIVO DE 30 DE MAYO DE 2008, N.º 108**

A los accionistas de  
Mediaset SpA

### **1. MOTIVO Y ALCANCE DEL ENCARGO**

A raíz de una solicitud suscrita por Mediaset SpA (“Mediaset”), el Tribunal de Milán ha nombrado a PricewaterhouseCoopers SpA (“PwC” o el “Experto”), por medio de la resolución 7996/2018, de 15 de junio de 2018, para elaborar, en calidad de experto designado de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2501-*sexies* del Código Civil italiano y el artículo 9 del Decreto Legislativo n.º 108, de 30 de mayo de 2008, un informe sobre la razonabilidad de las ecuaciones de canje de la fusión transfronteriza tripartita por absorción (la “Fusión”) de Mediaset y Mediaset España Comunicación, S.A. (“Mediaset España”) por Mediaset Investment NV (“DutchCo” y, conjuntamente con Mediaset y Mediaset España, las “Sociedades” o las “Sociedades Participantes en la Fusión”).

Para la realización de nuestro encargo, hemos recibido del Consejo de Administración de Mediaset, entre otros, los siguientes documentos:

- el proyecto común de fusión transfronteriza aprobado el 7 de junio de 2019 por el Consejo de Administración de Mediaset, y redactado de conformidad con el artículo 2501-*ter* del Código Civil italiano y el artículo 6 del Decreto Legislativo 108/2008 (el “Proyecto de Fusión”);
- el informe elaborado por el Consejo de Administración de Mediaset (el “Consejo de Administración” o los “Administradores”) y aprobado por dicho órgano el 7 de junio de 2019 que, de conformidad con el artículo 2501-*quinquies* del Código Civil italiano y el artículo 8 del Decreto Legislativo 108/2008, explica y justifica, en sus aspectos jurídicos y económicos, el Proyecto de Fusión, y en concreto, las ecuaciones de canje de las acciones, así como los métodos utilizados para su determinación (“Informe de los Administradores” o “Informe”); y
- los balances de fusión de las Sociedades Participantes en la Fusión de conformidad con el artículo 2501-*quater* del Código Civil italiano.

El Proyecto de Fusión se someterá a la aprobación de las Juntas de Accionistas de Mediaset y de Mediaset España y del accionista único de DutchCo (conjuntamente, las “Juntas Generales de Accionistas”).

Se ha encargado a Grant Thornton S.L.P. la preparación de un informe similar para Mediaset España, de conformidad con el artículo 34 de la Ley española 3/2009, de 3 de abril de 2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (“LME”), y se ha encargado a Deloitte Accountants B.V. la preparación de un informe similar para DutchCo, de conformidad con los artículos 2:328, párrafo 1, y 2:333g del Código Civil neerlandés.

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN**

### **2.1 Introducción**

DutchCo, Mediaset y Mediaset España pertenecen al grupo Mediaset (el “Grupo”). En concreto, (i) Mediaset es titular directo de la totalidad del capital social de DutchCo y (ii) Mediaset España es una filial directamente participada por Mediaset, que actualmente es titular de aproximadamente una participación del 51,63 % del capital social Mediaset España y de un 53,98 % de los derechos de voto, teniendo en cuenta las acciones propias que Mediaset España mantiene actualmente en autocartera).

Los Administradores manifiestan que, sujeto a que se completen los actos y trámites previos a la Fusión y a que se cumplan (o se renuncie a ellas, según sea el caso) las condiciones suspensivas, la Fusión se ejecutará de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2:318 del Código Civil neerlandés y, por tanto, devendrá efectiva a las 00:00 hora central europea del día siguiente a la fecha del otorgamiento de la escritura pública de fusión (la “Escritura de Fusión”) ante un notario de derecho civil de los Países Bajos (la “Fecha Efectiva de la Fusión”). A continuación, el Registro Mercantil neerlandés informará de la Fecha Efectiva de la Fusión al Registro Mercantil de Milán y al Registro Mercantil de Madrid. Una vez sea efectiva la Fusión, la denominación de DutchCo se cambiará a “MFE – MEDIAFOREUROPE N.V.” (“MFE”).

Asimismo, en el Informe se señala que la Fusión es una fusión transfronteriza de conformidad con lo dispuesto en la Directiva europea (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades, conforme a la cual las previsiones sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital se regularán (i) a los efectos de la Ley neerlandesa, en el Título 2.7 del Código Civil neerlandés, (ii) a los efectos de la Ley italiana, en el Decreto Legislativo 108/2008, y (iii) a los efectos de la Ley española, en el Capítulo II del Título II de la LME.

Tal y como exponen los Administradores, la Fusión es parte de una operación más amplia (la “Operación”) que también contempla las siguientes reestructuraciones, destinadas a mantener todo el negocio y la actividad empresarial de Mediaset y Mediaset España, respectivamente, en Italia y España, y que se consumarán antes de que la Fusión devenga efectiva:

- (i) la constitución de una sociedad italiana íntegra y directamente participada por Mediaset (NewCo Italia);
- (ii) el traspaso de Mediaset a NewCo Italia, mediante una aportación no dineraria regulada en el Código Civil italiano, de la práctica totalidad de su negocio y ciertas de sus participaciones (la “Reestructuración de Mediaset”); y
- (iii) la segregación por parte de Mediaset España, de acuerdo con el Título III de la LME, de todos sus activos y pasivos, incluidas las participaciones en otras sociedades, en beneficio de Grupo Audiovisual Mediaset España Comunicación, S.A. (“GA Mediaset”) —una sociedad española íntegra y directamente participada por Mediaset España— a cambio de la suscripción por Mediaset España de todas las acciones de nueva emisión de GA Mediaset, que se emitirán en el marco del aumento de capital consecuencia de la segregación (la “Segregación de Mediaset España” y, conjuntamente con la Reestructuración de Mediaset, las “Reestructuraciones Preliminares”).

Por consiguiente, antes de que la Fusión se complete, Mediaset y Mediaset España no realizarán ninguna actividad por su cuenta (salvo determinadas actividades financieras que permanecerán en

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

Mediaset y serán transferidas a MFE como consecuencia de la Fusión). Una vez sea efectiva la Fusión, MFE, como sociedad resultante de la Fusión y nueva sociedad matriz del Grupo, será una sociedad *holding*.

Los Administradores señalan que las Reestructuraciones Preliminares, cuya ejecución es condición suspensiva de la Fusión, según se describe en el párrafo 1.2 del Informe, no tendrán ningún impacto en las Ecuaciones de Canje (según se definen y describen más adelante).

Como consecuencia de la Fusión, Mediaset y Mediaset España dejarán de existir como personas jurídicas y DutchCo adquirirá todos los activos y asumirá todos los pasivos, así como el resto de relaciones jurídicas de Mediaset y de Mediaset España.

En la actualidad, las acciones de Mediaset cotizan en el mercado bursátil electrónico italiano (el “Mercato Telematico Azionario”), y las acciones de Mediaset España cotizan en las bolsas de valores españolas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, organizadas y gestionadas por sus correspondientes sociedades rectoras de las bolsas de valores (las “Bolsas de Valores Españolas”) y se negocian a través del sistema de interconexión bursátil de las Bolsas de Valores Españolas, organizado y gestionado por Sociedad de Bolsas, S.A.U.

El Informe señala que la ejecución de la Fusión está sujeta, *inter alia*, a la admisión a negociación de las acciones ordinarias de DutchCo (las “Acciones Ordinarias de DutchCo”) en el Mercato Telematico Azionario. Adicionalmente, DutchCo solicitará la admisión a negociación de las Acciones Ordinarias de DutchCo en las Bolsas de Valores Españolas.

Los Administradores prevén que la negociación y cotización de las Acciones Ordinarias de DutchCo en el Mercato Telematico Azionario y en las Bolsas de Valores Españolas comiencen en la Fecha Efectiva de la Fusión o en una fecha cercana a esta.

Por tanto, el Informe establece que, tras la ejecución de la Operación, todas las actividades empresariales existentes, participaciones y cualquier otro activo, así como pasivos atribuible a los negocios de Mediaset y Mediaset España, se consolidarán en (o serán controlados por, según sea el caso) una única sociedad (MFE), cuyas acciones ordinarias se admitirán a negociación y cotización en el Mercato Telematico Azionario así como en las Bolsas de Valores Españolas.

## **2.2 Motivos de la Fusión**

Los Administradores indican que, desde un punto de vista estratégico, operativo e industrial, la Operación tiene como objetivo crear un grupo paneuropeo en el sector del entretenimiento y los medios de comunicación, con una posición de liderazgo en sus mercados de referencia y un tamaño que le permita ser más competitivo y aumentar de manera potencial su presencia en otros países europeos. Una sólida estructura de capital, combinada con una fuerte generación de caja, permiten a MFE, según los Administradores, disponer de recursos financieros adecuados para desempeñar un papel esencial en el marco de un posible escenario futuro de consolidación de la industria europea de la televisión y los medios de comunicación.

La creación de una nueva sociedad *holding* en los Países Bajos responde a la necesidad, reflejada en el Informe, de encontrar un lugar neutral y adecuado para llevar a cabo un proyecto tan complejo (tal y como han demostrado otras sociedades que han adoptado la misma estructura empresarial) y constituye un paso importante en el desarrollo de una sociedad de medios de comunicación completamente integrada, que pueda convertirse en un líder en el sector del entretenimiento en Europa, lineal y no lineal, poniendo en valor su tecnología y sus datos para

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

competir en igualdad de condiciones en un mercado de los medios de comunicación en constante evolución.

El 29 de mayo de 2019, Mediaset comunicó la adquisición del 9,6 % del capital de la cadena alemana ProSiebenSat.1 Media, equivalente al 9,9 % de los derechos de voto, excluidas las acciones propias de la sociedad alemana mantenía en autocartera. En los últimos 5 años, Mediaset y Mediaset España han desarrollado una sólida relación comercial en el seno de la European Media Alliance (EMA) con ProSiebenSat.1 Media. El objetivo de la alianza es desarrollar economías de escala indispensables para el futuro de la televisión europea.

En un entorno competitivo en constante evolución, la internacionalización, la consecución de economías de escala, y la capacidad de ofrecer productos de entretenimiento con capacidades tecnológicas y contenido de calidad se están convirtiendo, según el Informe, en los elementos críticos clave para la ejecución rentable de las estrategias de las empresas modernas de medios de comunicación.

En concreto, los consejos de administración de Mediaset y Mediaset España consideran que este primer paso permite lograr ventajas estratégicas y operativas, que solo pueden alcanzarse de manera eficaz y efectiva, a través de una entidad conjunta gestionada por un solo equipo de administración que tenga una visión clara de sus prioridades estratégicas y palancas de creación de valor en favor de sus accionistas. Las ventajas mencionadas por los Administradores en el Informe, concretamente, son:

- **Tamaño para competir.** Un grupo de medios de comunicación con un enfoque integrado y diversificado, que se dirige a una audiencia conjunta de más de 107 millones de espectadores, para poder competir mejor con los grandes actores globales. Se desarrollarán economías de escala en sectores clave específicos, como (i) público/alcance, (ii) creación y distribución de contenidos, (iii) datos de segmentación de audiencia, (iv) plataformas AdTech, (v) plataformas OTT (AVOD) y (vi) captación y atracción de talento;
- **Nuevas oportunidades de negocio.** La nueva dimensión y alcance internacional crearán oportunidades a las que hoy en día no se puede acceder, debido a las dimensiones locales de los negocios, y amplios recursos en áreas centrales de la empresa, como la creación de una productora de contenidos, el desarrollo de motores de segmentación de datos de audiencia, la TV direccionable, el audio digital, el DOOH o la proximidad móvil;
- **Reforzar la cartera de canales y contenidos propios.** MFE ofrecerá el mejor contenido y la mejor experiencia de visualización en todas las plataformas (lineales y no lineales). Además, ofrecerá contenido atractivo para los espectadores gracias al acceso a mayores recursos de producción internos, así como a una mejor capacidad para distribuir contenidos a terceros;
- **Estructura organizativa más flexible y eficiente.** La consolidación paneuropea obliga a replantear de manera integral del modelo operativo y organizativo. Con ello, debe permitirse una gestión más eficiente de los negocios y la obtención de eficiencia y ahorros de costes, sobre todo gracias a la innovación tecnológica. En este sentido, se considera que la creación de un modelo operativo más flexible facilitará un proceso de toma de decisiones más ágil, que permitirá hacer frente a un entorno competitivo que evoluciona rápidamente y aprovechar las oportunidades combinadas de crecimiento;

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

- Conduciendo el cambio. La nueva dimensión empresarial, acompañada de una presencia paneuropea, conllevará ventajas para todas las partes interesadas aumentando el poder de negociación con proveedores y estableciendo ventajas derivadas de ser el precursor en un entorno de mercado que tiende a la consolidación.

Asimismo, los Administradores señalan que Mediaset y Mediaset España han llevado a cabo un análisis detallado con el objetivo de identificar palancas de creación de valor a partir de seis categorías (contenidos, radiodifusión y digital, TI/tecnología, adquisiciones, gastos generales y administrativos, equipo de ventas) en las que una dimensión empresarial y un modelo operativo diferentes pueden generar importantes eficiencias de costes, ahorros de recursos, y oportunidades de desarrollo. En este sentido, el Consejo de Administración de Mediaset considera que la Operación podría contribuir a la obtención de eficiencias y ahorros de costes por un importe total de aprox.100-110 millones de euros (antes de impuestos) en los próximos 4 años (de 2020 a 2023), correspondientes a un valor neto presente de cerca de 800 millones de euros.

### 2.3 Ecuaciones de Canje

El Informe se señala que, en la Fecha Efectiva de la Fusión,

- (i) cada accionista de Mediaset, incluido el banco depositario del programa American Depositary Receipts (ADRs) de Mediaset, recibirá 1 (una) Acción Ordinaria de DutchCo (con un valor nominal de 0,01 euros) por cada acción en el capital de Mediaset (con un valor nominal de 0,52 euros) de su titularidad (la “Ecuación de Canje I”);
- (ii) cada titular de ADRs que representen acciones de Mediaset recibirá un número determinado de DutchCo ADRs que representen Acciones Ordinarias de DutchCo como resultado de la aplicación de la Ecuación de Canje I, y
- (iii) cada accionista de Mediaset España (salvo Mediaset, ya que las acciones de Mediaset España de su titularidad se amortizarán de conformidad con el artículo 2:325(4) del Código Civil neerlandés), recibirá 2,33 (dos coma treinta y tres) Acciones Ordinarias de DutchCo por cada acción de Mediaset España (con un valor nominal de 0,50 euros) de su titularidad (la “Ecuación de Canje II” y, conjuntamente con la Ecuación de Canje I, las “Ecuaciones de Canje”).

En relación con la Fusión y con el fin de determinar las Ecuaciones de Canje, el Consejo de Administración de Mediaset y el Consejo de Administración de Mediaset España contaron con la asistencia de sus respectivos asesores financieros. En concreto, el Consejo de Administración de Mediaset contó con la asistencia de Citigroup Global Markets Ltd, mientras que el Consejo de Administración de Mediaset España contó con la asistencia de J.P. Morgan Securities Plc. En lo que se refiere específicamente a Mediaset, el 7 de junio de 2019 Citigroup Global Markets Ltd (el “Asesor”) emitió una *fairness opinion* en relación con la Ecuación de Canje II de la Fusión teniendo en cuenta la Ecuación de Canje I (la “Opinión”). Con arreglo a las conclusiones de la Opinión, el Asesor ha considerado que las Ecuaciones de Canje propuestas son razonables desde un punto de vista financiero, sobre la base y sujeto a los factores, limitaciones y asunciones, y procedimientos establecidos en ellos.

Los Administradores destacan que no se atribuirá a ningún accionista de Mediaset España fracciones de Acciones Ordinarias de DutchCo. Los accionistas que sean titulares de un número de acciones de Mediaset España que no permitan su canje por un número entero de Acciones

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

Ordinarias de DutchCo, con arreglo a la Ecuación de Canje II, recibirán el número entero de Acciones Ordinarias de DutchCo redondeado al número entero inferior. Las acciones de Mediaset España (o sus fracciones) que superen el número de acciones que permita un canje por un número entero de Acciones Ordinarias de DutchCo, con arreglo a la Ecuación de Canje II (es decir, las acciones de Mediaset España o sus fracciones que se canjearían por fracciones de Acciones Ordinarias de DutchCo) se venderán, en nombre y por cuenta de los accionistas de Mediaset España, a través de sus intermediarios, a un agente designado para este fin por Mediaset España.

El Informe aclara que las acciones propias que Mediaset y Mediaset España tengan en autocartera en la Fecha Efectiva de la Fusión no se canjearán y se amortizarán de conformidad con el artículo 2504-ter del Código Civil italiano y el artículo 26 de la LME, respectivamente, así como de conformidad con el artículo 2:325(4) del Código Civil neerlandés. Del mismo modo, cualquier acción de cada una de las sociedades absorbidas (es decir, Mediaset y Mediaset España) que sea titularidad de la otra sociedad absorbida no se canjeará, sino que se amortizará en la Fecha Efectiva de la Fusión de conformidad con el artículo 2504-ter del Código Civil italiano y el artículo 26 de la LME, así como de conformidad con el artículo 2:325(4) del Código Civil neerlandés.

Los Administradores especifican que Mediaset España no es titular de acciones en el capital social de Mediaset a la fecha actual, ni se prevé que lo sea antes de la Fecha Efectiva de la Fusión, de modo que es previsible que las consideraciones que se acaban de mencionar se apliquen únicamente con respecto a las acciones de Mediaset España que sean titularidad de Mediaset en la fecha en que deba otorgarse la Escritura de Fusión.

No se prevén compensaciones en efectivo ni de otro tipo, que deban pagarse adicionalmente a las Acciones Ordinarias de DutchCo entregadas en aplicación de las Ecuaciones de Canje, por parte de DutchCo, Mediaset y Mediaset España a favor de los accionistas de Mediaset y Mediaset España en relación con la Fusión, sin perjuicio de los derechos de separación que se describen en el párrafo 2.4 a continuación.

#### ***2.4 Derechos de separación a favor de los accionistas de Mediaset y Mediaset España***

El Informe señala que los accionistas de Mediaset que no voten a favor de la propuesta de acuerdo de aprobación de la Fusión (es decir, los accionistas que no participen en la Junta General de Accionistas o que participen y voten en contra de la propuesta de acuerdo o que se abstengan de votar) podrán ejercer su derecho de separación en los quince días siguientes a la inscripción del acta de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Mediaset en el Registro Mercantil de Milán. El precio que se pagará a los accionistas de Mediaset que ejerzan su derecho de separación se ha fijado en 2,770 euros por cada acción de Mediaset. En concreto, los Administradores señalan que el precio se ha calculado, de conformidad con el artículo 2437-ter, párrafo 3, del Código Civil italiano, tomando en consideración la media aritmética de los precios de cierre de las acciones de Mediaset en los seis meses anteriores a la publicación del anuncio de convocatoria de la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Mediaset (8 de junio de 2019).

Los Administradores señalan que, de no consumarse la Fusión, las acciones en relación con las que se haya ejercido el derecho de separación seguirán siendo propiedad de los accionistas que hayan ejercido dicho derecho, sin que se realice ningún pago a su favor, y las acciones de Mediaset seguirán estando admitidas a negociación en el Mercado Telemático Azionario.

Asimismo, en el Informe se señala que los accionistas de Mediaset España que voten en contra de la Fusión tendrán derecho a ejercer su derecho de separación en el plazo de un mes a partir de la publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de España (BORME) de la aprobación de la Fusión por la Junta General de Accionistas de Mediaset España. El precio que se pagará a los

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

accionistas de Mediaset España que ejerzan su derecho de separación es de 6,5444 euros por cada acción de Mediaset España, que se corresponde con la media ponderada de los precios de cotización de las acciones de Mediaset España durante los tres meses anteriores a (y sin incluir) la fecha de aprobación del Proyecto de Fusión, descontando el importe bruto del dividendo equivalente a 0,31557917 euros por cada acción de Mediaset España, abonado el 30 de abril de 2019, de los precios medios ponderados en relación con las sesiones bursátiles comprendidas entre el 8 de marzo de 2019 y el 25 de abril de 2019 (inclusive), en las que las acciones de Mediaset España se negociaron con derecho a percibir dicho dividendo.

Si se verifica que las condiciones suspensivas de la Fusión no se cumplirán o no se renunciará a ellas (según sea el caso), y en la medida en que el precio de reembolso aún no se haya pagado a los accionistas que se separen, las acciones de Mediaset España en relación con las que se haya ejercido el derecho de separación continuarán siendo titularidad de los correspondientes accionistas de Mediaset España que se separen, dejarán de estar inmovilizadas y seguirán estando admitidas a negociación en las Bolsas de Valores Españolas. En consecuencia, en este caso, no se pagará ningún precio de reembolso a los accionistas que se separen de Mediaset España.

Asimismo, los Administradores señalan que la Fusión no habilitará el ejercicio de ningún derecho de separación con respecto al accionista único de DutchCo.

### **3. NATURALEZA Y ALCANCE DE ESTE INFORME**

A fin de facilitar a los accionistas de Mediaset información adecuada sobre las Ecuaciones de Canje, en el presente informe figuran los métodos seguidos por los Administradores para su determinación y cualquier dificultad de valoración que hayan encontrado; también se recoge nuestra opinión sobre la adecuación, dadas las circunstancias, de estos métodos, desde la perspectiva de su razonabilidad y no arbitrariedad, así como su correcta aplicación.

Al analizar los métodos de valoración adoptados por los Administradores, basados en las indicaciones del Asesor nombrado por ellos, no hemos llevado a cabo, en el marco del presente encargo, una valoración económica de las Sociedades. Esta valoración se ha realizado exclusivamente por los Administradores con la asistencia del Asesor nombrado por ellos.

### **4. DOCUMENTACIÓN EMPLEADA**

Para llevar a cabo nuestro trabajo, hemos obtenido de Mediaset la información y los documentos que hemos considerado de utilidad en este caso. Entre otros, hemos obtenido y analizado la siguiente documentación :

- (i) el Proyecto de Fusión aprobado el 7 de junio de 2019 por el Consejo de Administración de Mediaset;
- (ii) el informe elaborado por el Consejo de Administración de Mediaset y aprobado por dicho órgano el 7 de junio de 2019 que, de conformidad con el artículo 2501-quinquies del Código Civil italiano y el artículo 8 del Decreto Legislativo 108/2008, explica y justifica, en sus aspectos jurídicos y económicos, el Proyecto de Fusión, y en concreto, las ecuaciones de canje de las acciones, así como los métodos utilizados para su determinación;



Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

- (iii) el extracto del acta de la reunión celebrada por el Consejo de Administración de Mediaset el 7 de junio de 2019, para aprobar el Proyecto de Fusión y definir las Ecuaciones de Canje;
- (iv) las cuentas anuales de Mediaset a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de Mediaset el 18 de abril de 2019), las cuentas anuales de Mediaset España a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de Mediaset España el 10 de abril de 2019), y las cuentas anuales de DutchCo a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de DutchCo el 17 de abril de 2019), auditadas por las empresas auditoras correspondientes que han expresado su opinión sin salvedades. Las cuentas mencionadas anteriormente son los balances de fusión de acuerdo con la legislación aplicable;
- (v) las cuentas consolidadas a 31 de diciembre de 2018 de Mediaset y Mediaset España;
- (vi) la información financiera intermedia de Mediaset a 31 de marzo de 2019;
- (vii) los resultados del primer trimestre del ejercicio 2019 de Mediaset España;
- (viii) los estatutos de la sociedad resultante de la Fusión;
- (ix) una copia de la Opinión emitida por Citigroup Global Markets Ltd como Asesor de Mediaset, publicada el 18 de junio de 2019;
- (x) las proyecciones derivadas de un amplio número de informes de análisis de analistas financieros para el período 2019-2021, con la inclusión de extrapolaciones para el trienio 2022-2024, validadas por los equipos directivos de Mediaset y Mediaset España;
- (xi) detalles de la posición financiera neta de Mediaset y Mediaset España a 31 de diciembre de 2018;
- (xii) detalles de las participaciones en sociedades vinculadas y controladas conjuntamente y otras participaciones de Mediaset y Mediaset España a 31 de diciembre de 2018;
- (xiii) el análisis de los activos por impuestos diferidos por pérdidas fiscales de Mediaset y Mediaset España a 31 de diciembre de 2018 y las provisiones sobre su aplicación;
- (xiv) el análisis de las ventajas fiscales previstas de Mediaset España, en concreto, en relación con los créditos fiscales para producciones de ficción cinematográficas y de televisión, y de las amortizaciones a efectos fiscales del fondo de comercio y del “Multiplex Cuatro”;
- (xv) los precios objetivo por las acciones de Mediaset y Mediaset España, tal y como se recoge en un amplio número de informes de análisis de analistas financieros;
- (xvi) el detalle de los cálculos realizados por los Administradores con respecto a la aplicación de los precios de cotización, precios objetivo de los analistas financieros y descuento de flujos de caja;
- (xvii) la presentación de 7 de mayo de 2019 al Consejo de Administración de Mediaset de la operación de adquisición de la participación en ProSiebenSat.1;

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

(xviii) la información sobre el número de acciones de Mediaset y Mediaset España, incluidas las acciones propias, a 7 de junio de 2019.

Del mismo modo, se han tenido en cuenta otros datos públicos disponibles, entre ellos:

- los informes de analistas financieros y análisis sectoriales relacionados con los medios de comunicación y radiodifusión;
- la evolución de las cotizaciones bursátiles de Mediaset y Mediaset España, en diferentes horizontes temporales, obtenidas de plataformas profesionales;
- los comunicados de prensa relativos a la Operación.

Asimismo, hemos obtenido una manifestación específica y expresa, mediante carta firmada por el representante legal de Mediaset con fecha 18 de junio de 2019, de que no se han producido cambios significativos, ni hechos ni circunstancias que supongan cambios sustanciales en los datos e información que se han tenido en cuenta al llevar a cabo nuestros análisis o que puedan tener repercusiones importantes en las valoraciones realizadas con respecto a la determinación de las Ecuaciones de Canje.

## **5. MÉTODOS DE VALORACIÓN ADOPTADOS POR EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN PARA LA DETERMINACIÓN DE LAS ECUACIONES DE CANJE**

### **5.1 *Enfoque de valoración y métodos utilizados por los Administradores***

Dada la participación de tres sociedades en la Fusión, los Administradores señalan que han calculado dos Ecuaciones de Canje: la Ecuación de Canje I (para el canje de acciones de Mediaset por Acciones Ordinarias de DutchCo) y la Ecuación de Canje II (para el canje de acciones de Mediaset España por Acciones Ordinarias de DutchCo).

Sobre la base de la asunción de que, aplicando la Ecuación de Canje I, los accionistas de Mediaset recibirán una (1) Acción Ordinaria de DutchCo por cada acción de Mediaset de la que sean titulares, el Consejo de Administración de Mediaset ha analizado, en el marco de la Fusión, las correspondientes valoraciones de Mediaset y Mediaset España a efectos de determinar la Ecuación de Canje II entre acciones de Mediaset España y Acciones Ordinarias de DutchCo o, de manera equivalente (dada la Ecuación de Canje I), entre acciones de Mediaset España y acciones de Mediaset.

Con el fin de determinar el valor económico de las acciones ordinarias de Mediaset y Mediaset España y, por tanto, las Ecuaciones de Canje, el Consejo de Administración de Mediaset indica que ha seguido métodos de valoración generalmente aceptados, con especial atención a aquellos utilizados de forma más habitual a nivel nacional e internacional en operaciones similares, priorizando el principio de coherencia y comparabilidad de los criterios de valoración, aplicados de manera coherente con los elementos distintivos de cada una de las Sociedades Participantes en la Fusión.

En concreto, según los Administradores, las mejores prácticas exigen que las sociedades que operan en un sector similar y estén implicadas en una fusión deban valorarse en función de criterios

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

homogéneos, de modo que los resultados del análisis de valoración correspondiente puedan considerarse totalmente comparables.

En el Informe se afirma que la definición de cualquier tipo de canje es la cuantificación del valor relativo (en lugar del valor absoluto) de las distintas sociedades que participan en la operación, considerando que el objetivo final no es calcular un valor económico en términos absolutos para cada una de las sociedades implicadas en la operación, sino establecer valores homogéneos y comparables en términos relativos. Por tanto, los Administradores han considerado adecuado expresar únicamente rangos para las Ecuaciones de Canje, resultantes de la aplicación homogénea de cada método de valoración adoptado; en este sentido, los Administradores creen que los valores relativos estimados no deberían tomarse como referencia en contextos distintos a la Fusión.

Los Administradores han llevado a cabo la valoración considerando a Mediaset y Mediaset España como entidades separadas con carácter independiente y también teniendo en cuenta que actualmente Mediaset es titular de acciones que representan el 51,63 % del capital social de Mediaset España, reflejando asunciones financieras y económicas según la información disponible a 6 de junio de 2019, que podría variar o verse afectada por las condiciones de mercado, así como por factores exógenos o endógenos que puedan influir en la situación actual y futura o las perspectivas económicas y financieras de Mediaset y Mediaset España.

Asimismo, los Administradores han llevado a cabo la determinación de las Ecuaciones de Canje de las acciones de Mediaset y Mediaset España sin tener en cuenta los potenciales efectos económicos y financieros de la Fusión, incluidas las eficiencias en cuanto a costes y ahorros.

Los métodos de valoración empleados por los Administradores para determinar las Ecuaciones de Canje son los siguientes: (i) análisis de los precios históricos de cotización; (ii) precios objetivo de los analistas financieros; (iii) descuento de flujos de caja. No obstante, el Informe establece que estos métodos no deben considerarse por separado, sino que deben analizarse como parte integrante de un proceso de valoración único y completo.

## **5.2 Descripción de los métodos de valoración escogidos por los Administradores**

Los métodos de valoración empleados por los Administradores para determinar las Ecuaciones de Canje se describen en el Informe en los términos siguientes.

### **(i) Análisis de los precios históricos de cotización**

Este método se basa en la capitalización de mercado de Mediaset y Mediaset España. Los precios históricos de cotización reflejan el valor económico que el mercado bursátil confiere a una sociedad.

El marco temporal para calcular el precio debe equilibrar la volatilidad a corto plazo causada por hechos extraordinarios, las fluctuaciones a corto plazo y las tensiones especulativas (para las que sería mejor un horizonte temporal más largo), y la necesidad de reflejar las condiciones más recientes del mercado y de la sociedad, por lo que deberían tenerse en cuenta los precios más recientes. Por tanto, los Administradores han considerado los precios medios ponderados por volumen (o “VWAP”) para Mediaset y Mediaset España para el mes, los tres meses y los seis meses anteriores al 5 de junio de 2019 (inclusive) y se han comparado en condiciones similares. Los Administradores han ajustado los precios medios ponderados por volumen de Mediaset España para tener en cuenta el pago de dividendo de 0,31557917 euros por acción abonado el 30 de abril de 2019 (siendo la primera fecha de cotización sin derecho a percibir el dividendo el 26 de abril de 2019).

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

Los Administradores destacan que el 24 de enero de 2019 Mediaset España anunció un programa de recompra de acciones propias por un importe máximo de 200 millones de euros. A la fecha del presente informe, Mediaset España había adquirido un total de 14.419.910 acciones por un importe conjunto de 95.532.864,96 euros. Por tanto, los Administradores creen que no es posible descartar que la cotización bursátil reciente y actual de las acciones de Mediaset España pueda haberse visto influida por este hecho.

(ii) Precios objetivo de los analistas financieros

Los analistas financieros resumen sus recomendaciones sobre sociedades cotizadas identificando un “precio objetivo” de las acciones, ofreciendo una indicación del valor implícito de la sociedad. Sin embargo, este método ofrece, según refieren los Administradores en el informe, una indicación útil para determinar el valor de las sociedades cuyas acciones se encuentran admitidas a negociación en bolsa, completando el marco de referencias para la valoración.

Para ambas sociedades, tanto en el caso de Mediaset como de Mediaset España, (i) los Administradores solo han considerado los informes de análisis de los analistas financieros publicadas tras la publicación de los resultados de 2018 y antes del 17 de mayo de 2019 (incluidas las publicadas tras el anuncio de los resultados del primer trimestre de 2019); (ii) se han excluido del análisis los informes que presentan los valores más altos y más bajos en lo que respecta al EBIT proyectado para 2020.

(iii) Descuento de flujos de caja

Este método de valoración ha sido empleado por los Administradores con el fin de tomar en consideración las particularidades de Mediaset y Mediaset España, refleja un análisis dinámico de la actividad de la sociedad y se basa en la idea de que el valor del negocio se determina por su capacidad de generar flujos de caja en el futuro. Además, este método refleja, entre otros aspectos, el potencial del negocio a medio y largo plazo, en términos de rentabilidad, crecimiento, nivel de riesgo, estructura de capital y nivel esperado de inversiones.

Tal y como se establece en el Informe, este método se basa en las estimaciones siguientes:

- estimaciones de los flujos de caja libres de explotación desapalancados (*unleveraged free cash flow*) para cada sociedad. Los flujos de caja de explotación desapalancados son un valor representativo de la capacidad de generación de caja de la sociedad antes de los ingresos y gastos financieros, después de aplicar el impuesto de sociedades y habiendo considerado las inversiones en inmovilizado (*capex*) y fluctuaciones en el capital circulante;
- valor neto presente de los flujos de caja libres estimados y proyectados aplicando un tipo de descuento (“WACC”). El tipo de descuento tiene en cuenta el riesgo implícito de los negocios, así como el valor del dinero;
- valor terminal del negocio, suponiendo un crecimiento a perpetuidad al final del período anual de proyección de los flujos de caja libres. El tipo de descuento mencionado anteriormente se aplica al valor terminal para obtener su valor neto presente.

El valor de empresa (*enterprise value*) puede estimarse sumando el valor neto presente de los flujos de caja libre descontados proyectados y el valor terminal.

En concreto, en lo que respecta únicamente a Mediaset, la valoraciones de los flujos de caja descontados se ha llevado a cabo utilizando un enfoque de “suma de las partes”, haciendo dos

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

valoraciones distintas de los flujos de caja descontados para Mediaset España y para los negocios italianos (es decir, el negocio de Mediaset neto de la participación de Mediaset en Mediaset España).

El método de descuento de flujos de caja permite determinar el valor de empresa (*entreprise value*); por tanto, para calcular el valor del patrimonio (*equity value*) a fin de determinar las Ecuaciones de Canje, se han introducido los ajustes habituales (incluidos, sin carácter limitativo, la deuda financiera neta ajustada con el dividendo distribuido por Mediaset España el 30 de abril de 2019 a un precio unitario de 0,31557917 euros por acción y con el programa de recompra de acciones propias que Mediaset España lanzó desde el 31 de diciembre de 2018 y hasta el 5 de junio de 2019, los intereses minoritarios, los compromisos por pensiones y las participaciones en sociedades asociadas y otras participaciones) en el valor de empresa (*entreprise value*).

Los Administradores han determinado el valor del patrimonio (*equity value*) implícito por acción dividiendo este valor del patrimonio (*equity value*) por el número de acciones ordinarias en circulación de Mediaset y Mediaset España (es decir, sin contar las respectivas acciones propias en autocartera a fecha 5 de junio de 2019).

## **6. DIFICULTADES DE VALORACIÓN A LAS QUE SE HA ENFRENTADO EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

Conforme al artículo 2501-*quinquies*, párrafo 2, del Código Civil italiano, los Administradores ponen de manifiesto en su Informe que tomaron en consideración las dificultades resultantes de la aplicación de los métodos de valoración empleados para determinar las Ecuaciones de Canje.

En concreto, los Administradores señalan que:

- Mediaset publicó (i) objetivos financieros a medio plazo (2020) en enero de 2017 (limitado al EBIT en comparación con 2016) y (ii) perspectivas a medio plazo (2020-2021) en marzo de 2019. Aunque Mediaset actualiza periódicamente al mercado en relación con la evolución de sus perspectivas en comparación con los objetivos y el grado de avance respecto de la estrategia comunicada con anterioridad, no hay un plan de negocio completo disponible para Mediaset y Mediaset España a fin de determinar las Ecuaciones de Canje. Por tanto, el análisis de valoración y en particular el método de descuento de flujos de caja se han basado en las proyecciones de los Administradores derivadas de la aplicación del siguiente enfoque (según lo acordado por las direcciones correspondientes de Mediaset y Mediaset España):
  - para el período 2019-2021: proyecciones obtenidas a partir de un amplio número de informes de análisis financiero de renta variable, que representan la totalidad de los informes de análisis sobre Mediaset y Mediaset España publicadas por analistas financieros tras el anuncio de los resultados anuales de 2018 y antes del 17 de mayo de 2019 (incluidas las publicadas tras el anuncio de los resultados del primer trimestre de 2019) y que muestran las proyecciones para todo el período 2019-2021, con la exclusión de los informes que presentan el valor más alto y el más bajo en lo que respecta al EBIT proyectado para 2020.
  - para el período 2022-2024: extrapolaciones en consonancia con las expectativas actuales a largo plazo que la dirección italiana y española tienen sobre sus correspondientes negocios. En concreto, las dos direcciones han estimado un

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

crecimiento a largo plazo del 0,5 % para el último año de proyecciones (2024), mientras que la mayoría del resto de partidas relacionadas con los flujos de caja se han considerado en consonancia con las proyecciones de 2021, en términos de porcentaje de ingresos, para todo el período de extrapolación;

- el enfoque descrito anteriormente ha sido el mismo tanto para Mediaset como para Mediaset España y ha sido acordado y refrendado por las direcciones de Mediaset y Mediaset España, respectivamente, quienes han confirmado que las proyecciones y extrapolaciones se encuentran esencialmente en consonancia con las expectativas actuales a largo plazo sobre los correspondientes negocios. Sin embargo, estas predicciones están sujetas a un nivel elevado de incertidumbre por su propia naturaleza.
- Teniendo en cuenta el procedimiento y los plazos previstos para el ejercicio del derecho de separación y del derecho de oposición de los acreedores, y dado que no es posible cuantificar su repercusión futura en términos de salida de caja, los efectos del (potencial) ejercicio de estos derechos por parte de los accionistas de Mediaset que no voten a favor de la Fusión y de los accionistas de Mediaset España que voten en contra de la Fusión en sus respectivas Juntas Generales de Accionistas de Mediaset España no han sido tenidos en cuenta por los Administradores, en vista también de que se ha estimado que su impacto no se considera material en el marco de los procesos globales que llevaron a la determinación de las Ecuaciones de Canje.
- Los precios de mercado de las acciones de Mediaset y Mediaset España también han estado y están sujetos a volatilidad y fluctuaciones como consecuencia de la evolución general de los mercados de valores; asimismo, se presupone que el mercado es lo suficientemente líquido y eficiente. Por tanto, los Administradores no pueden descartar que, aunque las Ecuaciones de Canje sean razonables según los métodos empleados para su determinación, el valor de mercado de las Acciones Ordinarias de DutchCo que se asignen en la Fecha Efectiva de la Fusión puedan ser inferior o superior en comparación con el que tenían en la fecha en que se fijaron las Ecuaciones de Canje.
- Con respecto al programa de recompra de acciones anunciado por Mediaset España, aunque la cotización de las acciones de Mediaset España pueda haberse visto afectada por la ejecución de este programa de recompra de acciones propias, los Administradores no creen posible cuantificar el impacto relativo y aislarlo de otros factores que podrían haber influido en la cotización bursátil.
- Los Administradores señalan que han aplicado varios métodos, tanto analíticos como basados en valores de mercado, que han exigido el uso de distinta información, parámetros y asunciones. A la hora de aplicar estos métodos, los Consejos de Administración de Mediaset y Mediaset España han tenido en cuenta las características y limitaciones inherentes a cada uno de ellos, de acuerdo con la práctica de valoración profesional seguida a nivel nacional e internacional.
- El método de los múltiplos de sociedades comparables no se ha considerado relevante por los Administradores, ya que tanto Mediaset como Mediaset España cotizan en mercados regulados de la Unión Europea. En concreto, el uso de los múltiplos de sociedades comparables, aunque es un método de valoración empleado habitualmente, tiene el

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

inconveniente de basarse en valores sectoriales promedio más que en las peculiaridades de Mediaset y Mediaset España, que son conocidas por el mercado y, en teoría, se reflejan en sus múltiplos y en los precios de mercado de las acciones.

- Del mismo modo, no se ha considerado relevante el método de transacciones precedentes, ya que tiene el inconveniente de basarse en los valores sectoriales promedio en lugar de hacerlo en las particularidades de Mediaset y Mediaset España. Se han tenido en cuenta las primas históricas relacionadas con transacciones precedentes comparables y ofertas públicas, pero no se han considerado relevantes debido a que tanto los accionistas de Mediaset como de Mediaset España recibirían acciones de MFE y, por tanto, participarían en el valor que pueda crearse por la Fusión a través de las acciones que obtendrían como contrapartida. Además, dado que Mediaset ya es el accionista mayoritario de Mediaset España, no se produciría ningún cambio de titularidad que justificara una prima de control.
- Existe un litigio en curso entre Mediaset y Vivendi S.A. tras frustrarse el cierre de una operación relacionada con las actividades de Mediaset Premium. Si el resultado del litigio fuera favorable para Mediaset, Mediaset podría recibir una indemnización en efectivo. Prudentemente, el Consejo de Administración de Mediaset no ha tenido en cuenta ningún ingreso derivado del litigio a fin de determinar las Ecuaciones de Canje.
- En general, no se han tenido en cuenta ninguna evolución en relación con litigios concretos (actuales o posibles) de Mediaset y Mediaset España debido al grado de incertidumbre sobre sus resultados y plazos de resolución.
- Las bases imponibles negativas y los créditos fiscales de Mediaset y Mediaset España han sido tomadas en consideración por parte de los Administradores a efectos de la aplicación del método de valoración de descuento de flujos de caja. Con respecto a la compensación por Mediaset España de sus bases imponibles negativas, no se ha considerado ninguna limitación conforme a los párrafos 8.1.2 y 8.2.1 del Informe.

## **7. RESULTADOS OBTENIDOS DE LA VALORACIÓN REALIZADA POR EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN**

El Informe establece que la Fusión supondrá la emisión de Acciones Ordinarias de DutchCo a los accionistas de Mediaset y Mediaset España (distintos de Mediaset, ya que las acciones de Mediaset España titularidad de Mediaset se amortizarán de conformidad con el artículo 2:325(4) del Código Civil neerlandés) a cambio de las acciones de Mediaset y Mediaset España, que serán amortizadas.

Teniendo en cuenta que, aplicando la Ecuación de Canje I, los accionistas de Mediaset recibirán una (1) Acción Ordinaria de DutchCo por cada acción de Mediaset, el Consejo de Administración de Mediaset ha analizado, en el marco de la Fusión, la valoración relativa de Mediaset y Mediaset España a efectos de determinar la Ecuación de Canje II entre las acciones de Mediaset España y las Acciones Ordinarias de DutchCo o, de manera similar (según la Ecuación de Canje I), entre las acciones de Mediaset España y las acciones de Mediaset.

En la siguiente tabla, que figura en el Informe, se resumen los resultados obtenidos por los Administradores a partir de la aplicación de los diferentes métodos de valoración descritos anteriormente (los precios medios ponderados por volumen —o “VWAP”— a uno, tres y seis meses anteriores al 5 de junio de 2019, los precios objetivo de los analistas financieros y el

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

descuento de flujos de caja) a fin de determinar la Ecuación de Canje II o el número de Acciones Ordinarias de DutchCo que se emitirán por cada acción de Mediaset España.

<b>Método</b>	<b>Ecuación de Canje II</b>
(i) VWAP (1 mes)	2,19 – 2,68
(ii) VWAP (3 meses)	2,11 – 2,57
(iii) VWAP (6 meses)	2,05 – 2,50
(iv) precios objetivo de los analistas financieros	2,14 – 2,62
(v) descuento de flujos de caja	2,16 – 2,64

Los Administradores han determinado el rango de la Ecuación de Canje II aplicando un +/- 10 %:

- en lo que respecta a los precios de mercado, a la ecuación de canje derivada del VWAP de cada período analizado;
- en lo que respecta a los precios objetivo de los analistas financieros, a la ecuación de canje derivada de la mediana del grupo de analistas;
- en lo que respecta al descuento de flujos de caja, a la ecuación de canje derivada del valor central resultante de la aplicación del método DFC.

El rango coincidente de las ecuaciones de canje resultantes de la comparación de los diversos métodos es entre 2,19 y 2,50 (el “Rango Coincidente”).

Teniendo en cuenta los resultados de los métodos de valoración aplicados, los Consejos de Administración de Mediaset, DutchCo y Mediaset España, tras examinar las valoraciones presentadas en las *fairness opinion* emitidas por los respectivos asesores financieros (en concreto, en lo que respecta a Mediaset, la Opinión *-fairness opinion-* del Asesor), han decidido proponer:

- La Ecuación de Canje I de 1 (una) Acción Ordinaria de DutchCo (con un valor nominal de 0,01 euros) por cada acción de Mediaset (con un valor nominal de 0,52 euros), y
- la Ecuación de Canje II de 2,33 (dos coma treinta y tres) Acciones Ordinarias de DutchCo (con un valor nominal de 0,01 euros cada una) por cada acción de Mediaset España (con un valor nominal de 0,50 euros).

Los Administradores destacan que la Ecuación de Canje II acordada por las partes se encuentra comprendida dentro del Rango Coincidente tal y como se ha indicado anteriormente.

Cada titular de ADRs que representan acciones de Mediaset recibirá un número determinado de ADR que representen Acciones Ordinarias de DutchCo como resultado de la aplicación de la Ecuación de Canje I.

A partir de la Ecuación de Canje, según el Informe de los Administradores, suponiendo que la participación de Mediaset en el capital social de Mediaset España se mantenga sin cambios y que el número de acciones propias en la fecha del Proyecto de Fusión de Mediaset (44.071.568) y Mediaset España (14.269.073) siga siendo el mismo y, por tanto, estas acciones propias se cancelen como consecuencia de la Fusión, DutchCo emitiría 1.472.925.998 Acciones Ordinarias de DutchCo, con un valor nominal de 0,01 euros cada una, por un valor nominal total de 14.729.259,98 euros. El importe exacto del aumento de capital dependerá, entre otros aspectos, del número de acciones



Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

propias que Mediaset y Mediaset España mantengan en autocartera en la Fecha Efectiva de la Fusión.

## **8. TRABAJO REALIZADO**

A los efectos de nuestro encargo, hemos revisado detenidamente el Informe de los Administradores de Mediaset y la documentación adicional relacionada con la Fusión, así como los borradores de trabajo que se nos facilitaron en las semanas previas a la fecha de elaboración de las versiones definitivas de los documentos correspondientes.

El Proyecto de Fusión establece que, a los efectos de la Fusión, las cuentas anuales de Mediaset a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de Mediaset el 18 de abril de 2019), las cuentas anuales de Mediaset España a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de Mediaset España el 10 de abril de 2019) y las cuentas anuales de DutchCo a 31 de diciembre de 2018 (aprobadas por la Junta General de Accionistas de DutchCo el 17 de abril de 2019) son los balances de fusión de acuerdo con la legislación aplicable. Las citadas cuentas anuales han sido revisadas por auditores correspondientes, pertenecientes a la red Deloitte & Touche, que han expresado sus opiniones sin salvedades.

Dado que el método de valoración DFC, empleado por los Administradores y descrito en el párrafo 5.2 (iii), toma como base de referencia las cuentas anuales consolidadas de las Sociedades a 31 de diciembre de 2018, nos hemos reunido con el auditor del Grupo Mediaset, Deloitte & Touche SpA, para tratar los aspectos más importantes de la auditoría de las Sociedades Participantes en la Fusión.

Asimismo, hemos hablado con la dirección de Mediaset, a fin de identificar los principios contables utilizados y los hechos significativos relacionados con la elaboración de las cuentas anuales, y hemos llevado a cabo análisis pormenorizados de los importes que se muestran en estas. Hemos recabado, especialmente mediante conversaciones mantenidas con la dirección de Mediaset, información sobre los hechos ocurridos tras la fecha de cierre de las cuentas anuales que pudieran tener un efecto significativo a la hora de determinar los valores que son objeto del presente examen.

Las comprobaciones mencionadas anteriormente sobre las cuentas anuales se han llevado a cabo en la medida necesaria para lograr los propósitos del encargo que se nos ha asignado, tal y como se señalan en el párrafo 3 anterior.

En relación con los métodos empleados por los Administradores para determinar las Ecuaciones de Canje, hemos llevado a cabo las actividades siguientes:

- hemos hablado con la dirección de Mediaset y su Asesor sobre el trabajo realizado en su conjunto a fin de identificar los criterios para determinar las Ecuaciones de Canje y, en concreto, los enfoques de valoración y los métodos adoptados, para analizar su adecuación en el sentido de ser razonables, motivados y no arbitrarios dadas las circunstancias,;
- hemos analizado la integridad y coherencia de los procesos de valoración seguidos por los Administradores para determinar las Ecuaciones de Canje y su aplicación, prestando atención a las peculiaridades de las Sociedades Participantes en la Fusión;
- hemos profundizado y hablado acerca de las razones de los Administradores de Mediaset con respecto a la elección de los métodos de valoración adoptados por estos a fin de determinar la Ecuación de Canje;

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

- hemos estudiado la coherencia de los datos empleados en el proceso de valoración con respecto a las fuentes de referencia y la documentación utilizada, descrita en el párrafo 4 anterior;
- en relación con el método de descuento de flujos de caja relativo a Mediaset y Mediaset España, basado en las proyecciones resultantes de un amplio número de informes de analistas financieros para el período 2019-2021, completadas con extrapolaciones para el trienio 2022-2024, hemos tratado con la dirección de Mediaset y con el Asesor acerca de los criterios empleados para la identificación de los informes de análisis, la elaboración de las previsiones y su razonabilidad, sin perjuicio de las incertidumbres y los límites inherentes a las estimaciones. Asimismo, hemos obtenido una copia de los informes de análisis de los analistas financieros y, para una muestra de estos, los hemos cotejado con las previsiones manejadas por los Administradores. Por último, hemos comprobado la exactitud matemática de los cálculos según las previsiones;
- en relación con los precios de mercado de las acciones de Mediaset y Mediaset España, que cotizan, respectivamente, en el Mercato Telematico Azionario y en las Bolsas de Valores Españolas, hemos obtenido el cálculo del precio medio ponderado por volumen del mes, del trimestre y del semestre anteriores al 5 de junio de 2019, los hemos comparado con los precios de cotización históricos y comprobando la exactitud matemática de los cálculos. Asimismo, hemos recopilado información adicional tal como, por ejemplo, las características del capital flotante, la volatilidad del valor y los volúmenes medios diarios;
- hemos recibido una lista de precios objetivo para las acciones de Mediaset y Mediaset España, tal y como se recoge en un amplio número de informes de análisis de analistas financieros, y también hemos obtenido una copia de los correspondientes informes de análisis, con los que hemos cotejado el valor de los precios objetivo;
- hemos desarrollado análisis de sensibilidad independientes en el marco de los métodos adoptados por los Administradores para la valoración de Mediaset y Mediaset España, con el objetivo de comprobar cómo los resultados pueden verse influidos por cambios en los supuestos de valoración y en los parámetros adoptados;
- hemos recibido una manifestación formal del representante legal de Mediaset acerca de los elementos de valoración que se nos facilitaron y de que, en la fecha de nuestra opinión, no hay que realizar cambios importantes en los parámetros de la Operación o en el resto de elementos tenidos en cuenta que pudieran dar lugar a la necesidad de actualizar las valoraciones realizadas por los Administradores.

## **9. COMENTARIOS Y ACLARACIONES SOBRE LA IDONEIDAD DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN EMPLEADOS POR LOS ADMINISTRADORES PARA LA DETERMINACIÓN DE LAS ECUACIONES DE CANJE**

En referencia al presente encargo, creemos que es necesario subrayar que el objetivo principal del proceso de toma de decisiones de los Administradores ha consistido en una estimación de los valores económicos de las Sociedades Participantes en la Fusión, realizada a partir de la aplicación de criterios homogéneos a fin de obtener valores comparables entre ellos.

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

Los Administradores, en consonancia con los propósitos de las valoraciones realizadas, han dado prevalencia al principio de homogeneidad de valoración, exigido en las operaciones de fusión, primando la elección de métodos adecuados para expresar valores comparables para las Sociedades.

Los Administradores señalan que, en las valoraciones a efectos de operaciones de fusión, el objetivo último no es tanto la determinación de los valores económicos en términos absolutos de las sociedades participantes, sino la identificación de valores coherentes y comparables para determinar la Ecuación de Canje.

La determinación final de las Ecuaciones de Canje llevada a cabo por los Administradores ha sido de (i) 1 acción de DutchCo por cada acción de Mediaset (Tipo de Canje I) y (ii) 2,33 acciones de DutchCo por cada acción de Mediaset España (Tipo de Canje II).

Habida cuenta de la Ecuación de Canje I, según la cual los accionistas de Mediaset recibirán una acción ordinaria de DutchCo por cada acción de Mediaset, el Consejo de Administración de Mediaset ha analizado, en el marco de la Fusión, la valoración correspondiente de Mediaset y Mediaset España a efectos de determinar la Ecuación de Canje II entre las acciones de Mediaset España y las acciones de DutchCo y, por tanto, de manera similar (considerando la Ecuación de Canje I), entre las acciones de Mediaset España y las acciones de Mediaset.

El Informe elaborado por los Administradores de Mediaset para describir la operación de Fusión indica los métodos adoptados por estos, con la asistencia del Asesor, y los rangos de la Ecuación de Canje II obtenidos a partir de la aplicación de los métodos escogidos.

En este sentido, exponemos a continuación nuestras observaciones sobre la adecuación, en el sentido de ser razonables y no arbitrarios, de los métodos de valoración adoptados por los Administradores para la determinación de las Ecuaciones de Canje, así como sobre su correcta aplicación.

- El enfoque metodológico adoptado en su conjunto por los Administradores está en consonancia con la práctica de valoración y la técnica profesional vigente. La valoración del patrimonio de Mediaset y Mediaset España ha sido llevada a cabo por el Consejo de Administración a los efectos específicos de la presente operación utilizando criterios generalmente aceptados y ampliamente compartidos en la práctica profesional como métodos principales o de contraste.
- Al aplicar los métodos de valoración escogidos, los Administradores han considerado debidamente las características y los límites implícitos en cada uno de ellos, desde el punto de vista de la práctica de valoración profesional, tanto nacional como internacional, seguida de manera habitual.
- Mediaset y Mediaset España se han valorado empleando una pluralidad de métodos, de acuerdo con un enfoque ampliamente compartido en la práctica, ya que permite comprobar los valores relativos estimados de cada sociedad. En concreto, la adopción por parte de los Administradores de una gran pluralidad de métodos les ha permitido lograr una cobertura considerable en su análisis para determinar las Ecuaciones de Canje.
- En este caso, los Administradores han decidido emplear tres métodos para Mediaset y Mediaset España (análisis de los precios de mercado, precios objetivo de los analistas financieros y DFC) a los que se les ha dado la misma importancia principal, según un enfoque que no ha supuesto la necesidad de identificar criterios de importancia relativa.

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

- La elección de los Administradores de adoptar, para la valoraciones de las sociedades, tanto criterios del mercado (como el análisis de los precios de mercado y los precios objetivo de los analistas financieros) como criterios económico-analíticos (como el método DFC) parece coherente con la mejor doctrina. Los métodos de mercado y aquellos de carácter analítico son efectivamente los más aplicados, en vista tanto de la solidez como de la coherencia de los principios teóricos básicos y de ser aquellos con los que están más familiarizados los inversores, expertos y observadores internacionales.
- Las valoraciones realizadas por los Administradores se han llevado a cabo considerando a Mediaset y Mediaset España como entidades separadas con carácter independiente. Por tanto, estas valoraciones reflejan la situación actual de Mediaset y Mediaset España sin tener en cuenta los posibles efectos económicos y financieros de la Fusión, incluidas las sinergias de costes y ahorros. Como es habitual en este contexto, las sinergias que puedan lograrse gracias a la Fusión, por consiguiente, a pesar de que es probable que generen un valor incremental, no influyen en la definición del valor relativo de Mediaset y Mediaset España a fin de determinar las Ecuaciones de Canje. Esta elección parece razonable y coherente con la orientación consolidada de la mejor doctrina en administración de empresas y con la práctica habitual de este tipo de operaciones.
- La referencia al análisis de los precios de mercado identificada por los Administradores está generalmente aceptada y empleada tanto a nivel nacional como internacional y está en consonancia con el enfoque habitual de la práctica profesional, ya que se trata de sociedades cuyas acciones cotizan en mercados regulados. De hecho, los precios de mercado son un parámetro fundamental para la valoración de sociedades cotizadas: los precios de cotización en bolsa, por regla general, expresan, en un mercado eficiente, el valor que le atribuya el mercado a las acciones que se negocian y, por consiguiente, ofrecen información importante en cuanto al valor de la sociedad a la que se refieren las acciones, ya que reflejan la información a disposición de los analistas e inversores, así como sus expectativas sobre el rendimiento económico y financiero de la sociedad. En este sentido, las cotizaciones bursátiles de una sociedad se consideran relevantes cuando los mercados de referencia se caracterizan por un alto nivel de eficiencia, la liquidez de los valores es alta y cuando el horizonte temporal de referencia es tan grande que neutraliza posibles hechos de carácter excepcional que generen fluctuaciones a corto plazo o tensiones especulativas. Las decisiones que han realizado los Administradores al respecto han sido analizadas por nosotros, también con base en la documentación detallada facilitada por los propios administradores y, dadas las circunstancias, parecen adecuadas desde un punto de vista técnico y razonables.
- A la hora de aplicar en este caso el análisis de los precios de mercado, los Administradores han utilizado valores obtenido en intervalos temporales de diferente amplitud. En concreto, los Administradores consideraron períodos de tiempo de uno, tres y seis meses anteriores respecto al 5 de junio de 2019. Teniendo en cuenta también las características de la Operación, la elección de los Administradores de hacer referencia a los valores medios de bolsa registrados en períodos temporales anteriores a la fecha del Consejo de Administración del 7 de junio de 2019 que tomó la decisión de iniciar la Operación y, por tanto, no condicionado por la repercusión del anuncio de la Operación en sí, resulta razonable y coherente con la práctica.
- La elección de los Administradores de utilizar precios medios de mercado, que permite minimizar los riesgos derivados de fluctuaciones significativas a corto plazo en los precios de

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

cotización en bolsa, parece alinearse con la posición de la doctrina expresada sobre la cuestión. En lo que respecta al cálculo del precio medio de las acciones, el Consejo de Administración ha decidido utilizar medias ponderadas según los volúmenes negociados, dando así una mayor importancia a los precios formados con volúmenes de negociación superiores; por tanto, esta elección por parte de los Administradores también parece razonable.

- Los precios objetivo de los analistas financieros son estimaciones de precios que podrían formarse en el mercado en un horizonte temporal predefinido, en caso de determinados hechos o a que otros participantes en el mercado coincidan en determinados supuestos que no se aprecian en los precios actuales. Estas estimaciones son el resultado resumido de la aplicación de múltiples métodos de valoración por una gran variedad de sujetos y establecen, desde el punto de vista teórico, una indicación de valor potencial. Dicho enfoque puede encontrarse en la práctica de valoración, incluido en las operaciones de fusión, y, por tanto, la elección de los Administradores con respecto a su uso es aceptable dadas las circunstancias.
- En este caso concreto, los Administradores han optado por utilizar, tanto en lo que respecta a Mediaset como a Mediaset España, exclusivamente los informes de analistas financieros emitidos tras la publicación de los resultados de 2018 hasta el 17 de mayo de 2019, que incluyen los informes de análisis publicados tras la publicación de la “Información financiera periódica adicional” de Mediaset a 31 de marzo de 2019 y de los “Resultados del primer trimestre” para el ejercicio 2019 de Mediaset España: la elección de los Administradores al respecto parece razonable y no arbitraria, ya que tiene en cuenta la información más actualizada proporcionada al mercado para ambas sociedades. Asimismo, los Administradores han decidido no tener en cuenta los informes de los analistas financieros que muestran los valores extremos (esto es, el más alto y el más bajo) en lo que respecta al EBIT proyectado para 2020: también en este caso, el enfoque de los Administradores resulta razonable y adecuado desde un punto de vista técnico.
- La aplicación del método DFC está en consonancia con la técnica profesional, empleada de forma generalizada en la práctica empresarial internacional y forma parte de los métodos basados en flujos de caja prospectivos, reconocidos por la mejor doctrina y los principios de valoración comúnmente aceptados. El método DFC ha sido desarrollado por los Administradores al determinar el Valor de Empresa de Mediaset y Mediaset España mediante el descuento de los flujos de caja operativos que se prevé que ambas sociedades generen en el futuro, utilizando como referencia las previsiones elaboradas con carácter independiente por los analistas financieros relativas a Mediaset y Mediaset España. Estos flujos de caja operativos prospectivos se han descontado a tipos de descuento que tienen en cuenta la estructura financiera de ambas sociedades y el valor temporal del dinero. Al valor actual de los flujos se ha añadido el efecto de las ventajas fiscales de las que actualmente disfrutan Mediaset y Mediaset España. Por tanto, al Valor de Empresa establecido de esta forma se le ha restado la deuda financiera y se han introducido nuevos ajustes en relación, entre otras cosas, con los intereses minoritarios e inversiones en asociadas, a fin de determinar el Valor del Patrimonio de Mediaset y Mediaset España. En este sentido, la deuda financiera también se ha ajustado para tener en cuenta (i) el pago realizado el 30 de abril de 2019 por Mediaset España de 0,31557917 EUR por acción como dividendo y (ii) el importe de 95.532.864,96 euros relativo a la recompra de 14.419.910 acciones de Mediaset España. A este respecto, en el Informe se resumen las características teóricas del método de valoración en cuestión, pero no las elecciones realizadas para su aplicación concreta ni los parámetros definidos y empleados. Las

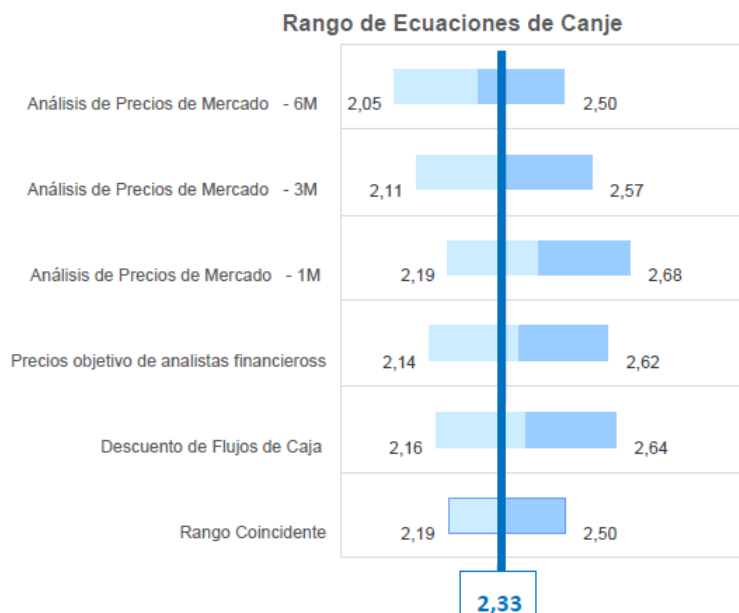
Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

decisiones a las que han llegado los Administradores al respecto han sido comprobadas por nosotros, también con base en la documentación detallada facilitada por los Administradores y, dadas las circunstancias, parecen adecuadas desde un punto de vista técnico y razonables.

- En lo que respecta a los datos estimados de Mediaset y Mediaset España necesarios para la aplicación del método DFC, los Administradores han indicado claramente los métodos con los que se han formado dichos datos, habida cuenta de que no hay un plan de negocio completo disponible para Mediaset y Mediaset España a fin de determinar la Ecuación de Canje. En concreto, los Administradores señalan claramente que la valoración mediante el método DFC se ha basado: (i) para el período 2019-2021, en previsiones obtenidas a partir de un amplio número de informes de análisis emitidos por analistas financieros tras la publicación de los resultados de 2018 hasta el 17 de mayo de 2019 (que incluyen los informes de análisis publicados tras la publicación de la “Información financiera periódica adicional” de Mediaset a 31 de marzo de 2019 y los “Resultados del primer trimestre” para el ejercicio 2019 de Mediaset España), con la exclusión de los dos informes de análisis que presentan los valores más altos y más bajos en lo que respecta al EBIT proyectado para 2020; (ii) para el período 2022-2024, en extrapolaciones en consonancia con las expectativas a largo plazo que las direcciones italiana y española tienen sobre los negocios. Este enfoque se ha adoptado de manera uniforme tanto para Mediaset como para Mediaset España: ha sido acordado y refrendado por las direcciones correspondientes, quienes han confirmado que las previsiones y extrapolaciones se encuentran esencialmente en consonancia con las expectativas de negocio a largo plazo, y se ha utilizado por parte de los órganos administrativos pertinentes para sus propuestas a las Juntas Generales de Accionistas. Esta elección metodológica, si bien no está en consonancia con un enfoque preferible basado en la disponibilidad de un plan económico-financiero integral elaborado por la dirección y oficialmente aprobado y adoptado por el órgano administrativo de la sociedad objeto de valoración, parece aceptable y no arbitraria dadas las circunstancias.
- Los análisis de sensibilidad que hemos llevado a cabo para valorar el impacto de las variaciones en los diferentes supuestos de valoración y en los parámetros adoptados en el marco de los métodos adoptados por los Administradores, así como el análisis de la exactitud, también matemática, de su aplicación, confirman la razonabilidad y no arbitrariedad de los resultados logrados por los propios Administradores.
- En el Informe se explican y ofrecen los motivos de los métodos adicionales que los Administradores han considerado que no pueden emplearse en este caso, como los múltiplos de sociedades comparables y los múltiplos de transacciones precedentes. En concreto, con respecto a dichos métodos, los Administradores han justificado su decisión alegando que, aunque se trate técnicas de valoración empleadas habitualmente, tienen el inconveniente de basarse en valores sectoriales promedio más que en las peculiaridades de Mediaset y Mediaset España, que son conocidas por el mercado y, en teoría, se reflejan en sus múltiplos y en los precios de mercado de las acciones. Habida cuenta de la información ofrecida por los Administradores en su Informe, la decisión de no adoptar los métodos mencionados parece justificada y no arbitraria dadas las circunstancias específicas.
- A partir de los rangos resultantes de los diversos métodos aplicados, a los que se les ha dado la misma relevancia, los Administradores han definido, una vez concluidas las negociaciones que normalmente caracterizan este tipo de operaciones, las Ecuaciones de Canje que se propondrán en las Juntas Generales de Accionistas.

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

- Los rangos definidos por los Administradores con cada método relacionado con la Ecuación de Canje II se resumen de forma gráfica a continuación:



- En concreto, habida cuenta de la Ecuación de Canje I entre acciones de DutchCo y acciones de Mediaset definido como 1 a 1, la Ecuación de Canje II entre acciones de DutchCo y acciones de Mediaset España se sitúa prácticamente al mismo nivel que el valor medio del Rango Coincidente, es decir, el intervalo en el que se superponen las Ecuaciones de Canje resultantes de la comparación entre los diversos métodos. Los rangos de cada método mencionados anteriormente han sido determinados por los Administradores aplicando un +/- 10 % con respecto a los valores concretos obtenidos de cada uno de ellos. De los análisis de sensibilidad realizados por nosotros, se desprende que, en cualquier caso, la Ecuación de Canje II se sitúa completamente dentro del rango que puede obtenerse desde el más bajo (2,28) y el más alto (2,43) de los valores medios implícitos en los rangos mencionados anteriormente. Este elemento es una confirmación más, desde la perspectiva de la razonabilidad y no de arbitrariedad, en lo que se refiere a la adecuación, dadas las circunstancias, de las observaciones realizadas en este párrafo.

## 10. LIMITACIONES ESPECÍFICAS ENCONTRADAS POR EL AUDITOR Y OTROS POSIBLES ASPECTOS DESTACADOS QUE SURJAN DEL CUMPLIMIENTO DEL PRESENTE ENCARGO

- (i) Con respecto a las dificultades y limitaciones encontradas en el desarrollo de nuestro encargo, se debe tener en cuenta lo siguiente:
  - las valoraciones basadas en métodos que utilizan variables y parámetros de mercado, como el método de los análisis de los precios de mercado y el método de los precios

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

objetivo de los analistas financieros, están sujetas a la evolución de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros, tanto italianos como internacionales, ha mostrado una tendencia a presentar fluctuaciones significativas en el tiempo, sobre todo en relación con la incertidumbre de la situación económica general. También es posible que las presiones especulativas puedan influir en la evolución de los valores en un sentido u otro, completamente distintas de las perspectivas económicas y financieras de las distintas sociedades. La aplicación de los métodos de mercado puede, por tanto, identificar valores diferentes entre sí, en mayor o menor medida, según el momento en que se realice la valoración. Además, en este caso, las acciones de Mediaset y las acciones de Mediaset España cotizan en mercados regulados diferentes, por lo que los correspondientes precio de cotización pueden verse afectados por las particularidades propias del mercado de cotización.

- Las valoraciones llevadas a cabo por los Consejos de Administración a partir del método DFC se fundamentan en proyecciones económico-financieras, en este caso desarrolladas a partir de informes de análisis elaborados por analistas financieros sobre la base del enfoque que comentamos en el párrafo 9 anterior. En cualquier caso, cabe destacar que las proyecciones se basan en un conjunto de supuestos relativos a acontecimientos futuros que no tienen que producirse necesariamente. Debe hacerse hincapié asimismo en que los datos prospectivos, debido a su naturaleza, contienen elementos de incertidumbre y están sujetos a variaciones, incluso de carácter significativo, en caso de producirse cambios en el entorno de mercado y la situación macroeconómica. También hay que destacar que, debido a la incertidumbre vinculada a la ocurrencia de cualquier acontecimiento futuro, tanto en lo que respecta a su materialización como en cuanto al momento y la intensidad de su manifestación, la desviación entre los valores reales y los datos estimados podría ser importante, incluso si ocurriesen realmente los acontecimientos previstos en el marco de los supuestos empleados.
- La información económico-financiera prospectiva consistente en los flujos de caja en los que se fundamenta la aplicación del método DFC puede inferirse de un consenso de los analistas financieros obtenido mediante diversas observaciones, tal y como se mencionó anteriormente. La coherencia entre los datos de mercado y la información de base necesaria para el desarrollo del método de valoración específico está, por tanto, implícito en la manera en que se determinan los flujos de caja futuros. Sin embargo, dado el enfoque mencionado anteriormente, no se dispone de detalles específicos de las cantidades económico-financieras utilizadas para fines de valoración, ya que se trata básicamente de indicaciones cuantitativas resumidas sobre métricas específicas que, aun respaldadas por las direcciones en su totalidad, carecen de la posibilidad de separarse en componentes específicos.
- Al llevar a cabo nuestra tarea, no hemos tenido acceso a los informes elaborados por Grant Thornton S.L.P. —experto designado en España de conformidad con el artículo 34 de la LME— y Deloitte Accountants B.V. —experto designado en los Países Bajos de conformidad con los artículos 2:328, apartado I, y 2:333g del Código Civil neerlandés—. No obstante, hemos tenido la oportunidad de tratar y profundizar con ellos acerca del trabajo que han realizado y las conclusiones a las que se han llegado en reuniones específicas sobre estos temas.



Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

(ii) Asimismo, se recuerda a los destinatarios del presente informe sobre los siguientes aspectos destacados:

- El Informe de los Administradores no expone directamente los detalles de los diferentes parámetros empleados para aplicar los diversos métodos escogidos, ni los valores unitarios de las acciones utilizadas para determinar las Ecuaciones de Canje. En cualquier caso, los Administradores nos han facilitado estos elementos y detalles en la documentación solicitada por nosotros y utilizada durante la realización del encargo, tal y como se señala en el apartado 4 anterior y aparece resumida en los anexos del Informe.
- Los Administradores señalan que Mediaset, Mediaset España y DutchCo son partes vinculadas, ya que Mediaset España y DutchCo son filiales de Mediaset, si bien la Fusión se beneficia de la exención prevista en el artículo 14, párrafo 2, del Reglamento aprobado por la Consob a través de la resolución n.º 17221, de 12 de marzo de 2010, y en el artículo 7, letra d), de los “Procedimientos para operaciones con partes vinculadas” adoptados por Mediaset. En virtud de esta exención, los Administradores indican que Mediaset no publicará el documento de información correspondiente de conformidad con el artículo 5 del Reglamento. Debe recordarse además que, en virtud de esta exención en todo momento, la operación no ha sido objeto de aprobación previa por comisión de consejeros independientes prevista de conformidad con los procedimientos mencionados anteriormente. Además, según los Administradores, el Consejo de Administración de Mediaset España ha confiado el análisis de la Operación propuesta, el proceso de toma de decisiones relacionado y la elaboración del Proyecto de Fusión a una comisión interna formada por cuatro miembros, de los que tres son administradores independientes y el cuarto es otro consejero externo del Consejo de Administración de Mediaset España. En la misma línea, los administradores designados por el accionista mayoritario Mediaset y los administradores ejecutivos de Mediaset España se han abstenido de participar en las conversaciones, negociaciones y votaciones del Proyecto de Fusión, que, por consiguiente, ha sido aprobado únicamente por los consejeros independientes y el otro consejero externo del Consejo de Administración de Mediaset España.
- Los Administradores informan de que hay un litigio en curso entre Mediaset y Vivendi S.A. tras frustrarse el cierre de una operación en relación con Mediaset Premium y que, si el resultado del litigio fuera favorable para Mediaset, este último podría recibir una indemnización en efectivo. Prudentemente, los Administradores señalan que no han tenido en cuenta ningún ingreso derivado del litigio a fin de determinar las Ecuaciones de Canje.
- El informe también señala que, en general, no se han tenido en cuenta ninguna evolución en relación con litigios concretos (actuales o posibles) de Mediaset y Mediaset España debido al grado de incertidumbre sobre sus resultados y plazos de resolución.
- La Dirección nos ha confirmado que Mediaset y Mediaset España no han emitido instrumentos financieros que confieran el derecho a suscribir acciones de nueva

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

emisión (obligaciones convertibles o *cum warrant, warrants* u otros instrumentos financieros convertibles) y que los planes de incentivos basados en acciones actualmente en vigor no llevan consigo aumentos, ni siquiera de forma gratuita, en el capital social afecto a estos planes.

- Cabe observar que los accionistas de Mediaset tienen derecho de separación de conformidad con el artículo 2437, párrafo 1, del Código Civil italiano y el artículo 5 del Decreto Legislativo 108/2008. Por tanto, si los accionistas de Mediaset no tienen intención de participar en la Fusión, existe la posibilidad de obtener la liquidación de su participación en efectivo a partir de la media aritmética de los precios de cierre de las acciones de Mediaset en los seis meses anteriores a la fecha de publicación de la notificación de convocatoria de la Junta General de Accionistas, de conformidad con el artículo 2437 *ter*, párrafo 3, del Código Civil italiano (8 de junio de 2019). Según este criterio, los Administradores de Mediaset señalan que han fijado el valor de liquidación de las acciones de Mediaset a los fines de separación por un importe de 2,77 euros.
- Los Administradores también señalan que la ejecución de la Operación está sujeta a un conjunto de condiciones suspensivas indicadas en el párrafo 1.2 de su Informe. Cabe destacar, en concreto, que la operación está supeditada a la condición de que la cantidad a pagar por Mediaset y Mediaset España (i) a los accionistas de Mediaset y Mediaset España que hayan ejercido el derecho de separación de conformidad con el artículo 2437 *quater* del Código Civil italiano y el artículo 62 de la LME y la legislación española aplicable en cada momento y (ii) a los acreedores de Mediaset y Mediaset España que se hayan opuesto a la Fusión con arreglo a la legislación aplicable, no exceda los 180 millones de euros.
- Del alcance de nuestra actividad también se excluye cualquier consideración en cuanto a las decisiones de los Administradores con respecto a la estructura de la Operación, las obligaciones relacionadas (incluidas las legales y fiscales), el calendario, el lanzamiento y la ejecución de la propia Operación.
- A partir del Informe de los Administradores, no hay restricciones a la disponibilidad temporal de las acciones de DutchCo a ser asignadas en canje a los accionistas de Mediaset y Mediaset España, por lo que tendrán pleno derecho, tras recibir las acciones de DutchCo, a negociarlas en el mercado.

## 11. CONCLUSIONES

A partir de la documentación analizada y los procedimientos indicados anteriormente, habida cuenta de la naturaleza y el alcance de nuestro trabajo tal y como se describe en el presente informe, así como todo lo expuesto en los apartados 9 y 10 anteriores, consideramos que los métodos de valoración adoptados por los Administradores de Mediaset SpA son adecuados en la medida en que, dadas las circunstancias, resultan razonables y no arbitrarios, y que se han aplicado correctamente a fin de determinar las Ecuaciones de Canje iguales a:

- **1 acción ordinaria de Mediaset SpA por cada acción de Mediaset Investment NV;**
- **2,33 acciones ordinarias de Mediaset Investment NV por cada acción de Mediaset España Comunicación, S.A.**

Este documento es una traducción no vinculante, y a efectos meramente informativos, del correspondiente documento redactado en un idioma extranjero. En caso de discrepancia, la versión del documento redactada en su idioma original prevalecerá.

En Milán, a 18 de junio de 2019

PricewaterhouseCoopers SpA

Francesco Ferrara

(Auditor de cuentas)