

# Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-30-2016	Data/Ora Ricezione 10 Giugno 2016 19:53:04	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP  
Identificativo : 75536  
Informazione  
Regolamentata  
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA  
Tipologia : IROP 04  
Data/Ora Ricezione : 10 Giugno 2016 19:53:04  
Data/Ora Inizio : 10 Giugno 2016 20:08:04  
Diffusione presunta  
Oggetto : Allegato 2 al comunicato dell'Emittente

*Testo del comunicato*

Vedi allegato.

*Fairness Opinion*

al

Consiglio di Amministrazione di

RCS MediaGroup S.p.A.

relativa

ALL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA

avente per oggetto azioni ordinarie di

RCS Media Group S.p.A.

offerente

Cairo Communication S.p.A.

9 giugno 2016

Milano, 9 giugno 2016

Spettabile  
Consiglio di Amministrazione  
RCS MediaGroup S.p.A.  
Via Angelo Rizzoli 8  
20132 Milano

OGGETTO: *Fairness Opinion* sulla congruità del prezzo dell'Offerta Pubblica di Scambio Volontaria Totalitaria, su 521.864.957 azioni ordinarie di RCS MediaGroup S.p.A., promossa da Cairo Communication S.p.A. con comunicato ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 e dell'art. 37 del Regolamento Consob approvato con delibera 11971 del 14 maggio 1999.

## Premessa

RCS MediaGroup S.p.A. (o "RCS" o l'"Emittente" o la "Società"), con sede sociale in via Angelo Rizzoli 8 a Milano, ha conferito incarico al sottoscritto Prof. Roberto Tasca, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università degli Studi di Bologna, con studio in Milano via Circo 7, di procedere alla predisposizione di una *Fairness Opinion* (o la "*Fairness*") sull'Offerta Pubblica di Scambio Volontaria Totalitaria ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del D. Lgs 24 febbraio 1998 e dell'art. 37 del Regolamento CONSOB n. 11971/1999 e successive modificazioni.

La *Fairness* costituisce un supporto al Consiglio di Amministrazione di RCS in merito alla valutazione della congruità dell'Offerta Pubblica di Scambio Volontaria Totalitaria (l' "Offerta" o "l'OPSC") avente ad oggetto n. 521.864.957 azioni ordinarie della Società, promossa in data 8 aprile 2016 da Cairo Communication S.p.A. ("Cairo" o l'"Offerente").

Sebbene nel presente documento siano riassunti alcuni dettagli dell'Offerta, i termini e le condizioni dell'Offerta medesima sono indicati più specificamente nel Documento di Offerta, approvato dalla Consob in data 28 maggio 2016 con delibera n. 19619.

In particolare, i dettagli dell'OPSC sui quali è richiesta la formulazione della presente *Fairness Opinion* sono i seguenti:

- Emittente: Rizzoli Corriere della Sera MediaGroup S.p.A., con sede legale a Milano, via

Angelo Rizzoli 8. RCS è indicato nel Bilancio chiuso al dicembre 2015: “tra i principali Gruppi europei nel settore editoriale, leader nel settore quotidiani a stampa in Italia e Spagna e attivo nei magazine, nella tv, nella radio e nei new media, oltre ad essere tra i primari operatori nel mercato della raccolta pubblicitaria e della distribuzione”. In Italia, RCS edita il *Corriere della Sera* e la *Gazzetta dello Sport*, oltre a numerosi magazine settimanali e mensili. In Spagna RCS è presente con Unidad Editorial, che pubblica il secondo quotidiano nazionale *El Mundo*, la testata sportiva *Marca* ed *Expansion*, di informazione economica, oltre a numerosi magazine. E’ poi presente nel settore della comunicazione multimediale destinata all’infanzia con il gruppo Sfera, nell’organizzazione di eventi sportivi, con RCS Sport ed eventi di massa, con Last Lap in Spagna. Opera poi nel settore delle scommesse *on-line*, nei mezzi di comunicazione radio-televisivi, sia in Italia sia in Spagna. La nascita del gruppo trova le premesse nell’attività della casa editrice Rizzoli, confluita nel 1997 nella società Holding di partecipazioni industriali, che ha assunto nel 2003 la denominazione attuale.

La struttura del Gruppo RCS ed i suoi azionisti sono indicati nella Tabella 1.

Tabella 1 – Struttura del Gruppo RCS Media Group e principali azionisti



- Offerente: Cairo Communication S.p.A. - Sede Sociale Via Tucidide 56 20134 Milano, è la controllante di un gruppo fondato da Urbano Cairo. Il gruppo è attivo nell’editoria di periodici (Cairo Editore), di libri (Cairo Publishing) e televisiva (La7). E’ attivo come

concessionario per la vendita di spazi pubblicitari multimedia (Cairo Communication e Cairo Pubblicità), operatore di rete (Cairo Network) e dei servizi tecnologici (Il Trovatore).

La struttura del Gruppo Cairo ed i suoi azionisti sono indicati nella Tabella 2.

Tabella 2 – Struttura del Gruppo Cairo Communication e principali azionisti



- Oggetto: azioni ordinarie di RCS, pari a 521.864.957<sup>1</sup>, quotate sul Mercato Telematico Azionario (“MTA”) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., che rappresentano il 100% del capitale sociale di RCS.
- Il corrispettivo dell’Offerta è pari a 0,12 (zero virgola dodici) azioni Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC.
- Il periodo di adesione decorre dal 13 giugno 2016 al 15 luglio 2016.
- L’Offerente farà fronte agli impegni derivanti dall’Offerta, come approvato dall’Assemblea Straordinaria dello stesso in data 12 maggio 2016, tramite un aumento di capitale fino ad un massimo di 62.623.795 azioni Cairo Communication ad un prezzo di euro 4,39 ciascuna, di cui per euro 0,052 a capitale sociale e per euro 4,338 a sovrapprezzo.

La richiesta della presente *Fairness Opinion* da parte di RCS è stata effettuata ai sensi dell’art. 39, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti di cui alla delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato, e ha per oggetto la congruità per tutti gli azionisti della Società del corrispettivo previsto ai sensi dell’Offerta.

<sup>1</sup> Si ricorda che la Società detiene 4.575.114 azioni proprie.

## Documentazione consultata e ipotesi di lavoro

Per lo svolgimento dell'incarico affidatogli, lo scrivente ha utilizzato il materiale documentale fornito dalla Società ed altre informazioni pubbliche. Le valutazioni prodotte sono quindi strettamente dipendenti dal set informativo a disposizione nel momento di redazione della presente.

Il supporto informativo è rappresentato da:

- Documento di Offerta Pubblica di Scambio Volontaria Totalitaria 28 maggio 2016;
- Bilanci Individuali e Consolidati di RCS anni 2014 e 2015;
- Bilanci Individuali e Consolidati di Cairo anni 2014 e 2015;
- Relazione trimestrale 1Q 2016 di RCS;
- Relazione trimestrale 1Q 2016 di Cairo;
- *Termsheet* contenente le “Modifiche al finanziamento sottoscritto in data 14 giugno 2013”;
- *Comunicato stampa RCS 1 giugno 2016*;
- dichiarazioni del *management* di RCS intervistato dal sottoscritto;
- colloqui con i membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione di RCS;
- banche dati Bloomberg, Capital IQ e InFinancial riguardo ai corsi azionari delle società, ai multipli di mercato e ai *target price* elaborati dagli analisti finanziari dal gennaio 2015 alla data del 7 aprile 2016.

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, lo scrivente dichiara di aver proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul presupposto della sua correttezza, della sua completezza e della sua rispondenza al vero. Non sono state compiute indagini o valutazioni indipendenti di tali informazioni, relazioni e dichiarazioni. Non è stato fornito, ottenuto o esaminato per conto della Società alcun parere specialistico di tipo legale, contabile, ambientale, fiscale, previdenziale, né alcun documento di *auditing* interno.

Pertanto, la *Fairness Opinion* è stata predisposta sulla base delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- a. la continuità aziendale e l'assenza di piani a breve o accordi preliminari già in essere di dismissione di aree di business e, più in generale, di un mutamento sostanziale dell'attuale struttura del gruppo RCS, ad esclusione dell'accordo per la vendita di RCS Libri già

perfezionato<sup>2</sup>, e delle previsioni iscritte nel Business Plan 2016-2018, approvato dalla Società in data 21 dicembre 2015;

- b. la sottoscrizione del contratto di finanziamento, dopo l'intervenuta approvazione del *Termsheet* da parte di tutte le banche finanziatrici<sup>3</sup>, tramite il quale verranno rinnovati alla Società finanziamenti in *pool* per euro 352 milioni e linee bilaterali per almeno euro 85 milioni;
- c. la valutazione della congruità del corrispettivo proposto dall'Offerente è effettuata con primario riferimento alla data del 7 aprile 2016, ultimo giorno di Borsa aperta precedente il Comunicato dell'Offerente, ad eccezione a quanto riferito al successivo par. 2 del capitolo Risultati, laddove viene determinata la "*Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non condizionati*", sull'orizzonte temporale 29 gennaio 2016 – 30 gennaio 2015.
- d. la *Fairness* si fonda necessariamente sulle condizioni macroeconomiche, finanziarie e di mercato alla data del rilascio. Qualsiasi mutamento delle condizioni di volatilità ed incertezza del quadro macroeconomico ed istituzionale relativo in particolare alla Zona Monetaria dell'Euro potrebbe avere effetto sulle due Società. Nelle valutazioni espresse si prescinde integralmente da ogni considerazione in merito al mutamento delle condizioni attuali e al suo impatto sulla Società.

Si precisa altresì che il sottoscritto per lo svolgimento del presente Incarico percepirà una commissione in misura fissa dalla Società, indipendentemente dall'esito dell'Offerta.

---

<sup>2</sup> Cfr. Comunicato stampa RCS del 14 aprile 2016.

<sup>3</sup> Cfr. Comunicato della Società emesso in data 1 giugno 2016.

## Svolgimento dell'incarico e criticità del processo di analisi

Oggetto del parere di congruità è l'elaborazione di un giudizio di merito sulla proposta elaborata dall'Offerente. Nel caso in esame, poiché l'OPSC ha per oggetto un rapporto di cambio, risulta fondamentale poter comparare i titoli oggetto di scambio e quindi il valore di mercato relativo di detti titoli.

Viceversa, nel caso di un'Offerta Pubblica di Acquisto in contanti sarebbe stato sufficiente comparare il valore fondamentale della Società con il corrispettivo monetario offerto per ogni singolo titolo.

Laddove possibile, la comparazione tra i valori di mercato dei titoli oggetto di scambio deve essere effettuata sulla base dei loro valori intrinseci o fondamentali, determinati secondo modelli di natura finanziaria.

La determinazione dei valori fondamentali è basata prevalentemente sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di piani pluriennali approvati dagli organi amministrativi delle Società i cui titoli sono oggetto di scambio, e sulla loro valutazione comparata. Il valore fondamentale può essere determinato con metodologie differenti, sebbene il processo di calcolo più frequentemente utilizzato nella teoria e nella prassi professionale sia il *"Discounted Cash Flow"* o *"DCF"*.

RCS ha presentato al mercato, dopo l'approvazione del suo organo amministrativo, il *"Business Plan 2016-2018"* in data 21 dicembre 2015.

Cairo, alla data di sottoscrizione del presente parere non ha rilasciato al mercato alcun Piano prospettico.<sup>4</sup>

Nella presentazione delle regole seguite per determinare il corrispettivo unitario offerto agli azionisti di RCS<sup>5</sup>, Cairo non ha utilizzato alcuna metodologia che contemplasse il confronto tra valori fondamentali.

Questa mancanza, nell'ottica dei compiti assegnati all'Esperto, rappresenta certamente una criticità perché l'offerta rivolta a tutti gli azionisti di RCS, prevedendo lo scambio tra il titolo della stessa società con il titolo Cairo, avrebbe richiesto di poter valutare comparativamente i valori di mercato

---

<sup>4</sup> Cfr. pag. 34 del Documento di Offerta Cairo.

<sup>5</sup> Cfr. Capitolo E – Documento di Offerta OPSC *"Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione"*, pagg. 229-240.

dei due titoli, che incorporano tutte le prospettive economiche-finanziarie e patrimoniali future da cui si originano i rendimenti dei titoli oggetto di scambio. Al contrario, il confronto fondato esclusivamente su grandezze storiche, quali le Quotazioni di Borsa o le condizioni economiche a cui sono state concluse in passato operazioni simili non prende in considerazione gli aspetti prospettici, soprattutto se la parte Offerente non ha rilasciato al mercato piani prospettici approvati dai propri organi amministrativi. Né può essere considerato un succedaneo stretto del valore fondamentale elaborato dall'esperto il *target price* fornito da un'analista, se lo stesso fonda le valutazioni su proprie elaborazioni prospettiche e non su un Piano approvato dagli organi amministrativi della società oggetto di valutazione.

Pertanto, nell'ottica dell'azionista RCS il giudizio sull'offerta dovrà comunque considerare questa criticità.

Tuttavia, al fine di consentire agli azionisti e agli amministratori di RCS di acquisire un'ulteriore consapevolezza del divario esistente tra le Quotazioni di Borsa, che saranno poi oggetto degli approfondimenti metodologici successivi in accordo con quanto proposto dall'Offerente, ed il valore fondamentale dell'azione della Società, il sottoscritto ha elaborato una propria valutazione del valore fondamentale della stessa sulla base del metodo DCF nella versione *unlevered*.

Sulla base di un WACC pari a 8,89% e di un fattore di crescita (g) dello 0% e assumendo una sensibilità di  $\pm 0,50\%$  di entrambi i fattori, il sottoscritto ha definito un intervallo di valori di RCS compreso tra 0,80 e 1,13, con un valore intermedio di euro 0,95.

Non essendo disponibile un piano prospettico per Cairo, il sottoscritto non ha potuto procedere in modo equivalente per l'azione dell'Offerente e, pertanto, non ha potuto utilizzare finalisticamente il confronto tra i due valori fondamentali al fine del giudizio di congruità.

## Metodologia di valutazione

Nell'illustrare nel capitolo del Documento di Offerta "*Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione*" l'Offerente indica i metodi utilizzati nella definizione del corrispettivo:

1. le Quotazioni di Borsa (quale metodo principale);
2. i target price degli analisti (metodo di controllo);
3. i multipli di Borsa di società quotate comparabili (metodo di controllo).<sup>6</sup>

A questo proposto, si deve ricordare che, sebbene la teoria e la prassi professionale riconoscano una sostanziale differenza tra valori e prezzi<sup>7</sup>, è la mancanza di un piano prospettico per Cairo che induce l'Esperto all'utilizzo delle Quotazioni di Borsa come primo metodo per definire il rapporto di cambio, adempiendo così anche a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione in relazione ai pareri di congruità<sup>8</sup>. Certamente, l'utilizzo delle Quotazioni di Borsa presenta l'evidente limite di non assicurare il riflesso dei valori fondamentali dei titoli se le condizioni di efficienza del mercato, ove questi prezzi si formano, non sia espresso in forma forte. Il concetto di efficienza è in questo caso da riferirsi al profilo informativo contenuto nei prezzi di mercato corrente, che discende direttamente dalle informazioni disponibili e dal profilo di liquidità del titolo, rivelato, *in primis*, dal *turnover* che caratterizza gli scambi. Il profilo informativo è già stato indicato come criticità, mentre sul *turnover* degli scambi si tornerà in seguito, evidenziando come questo secondo profilo risulta alquanto ridotto per i due titoli in esame, ma in modo particolare per l'azione ordinaria di Cairo. L'ampiezza del *turnover* rende particolarmente rilevante la scelta dell'intervallo temporale selezionato per desumere prezzi significativi per entrambe le Società, così come particolarmente importante risulta controllare che i risultati ottenuti sulla base delle Quotazioni di Borsa nel periodo selezionato non si rivelino "distorti" a causa degli effetti prodotti da informazioni pubbliche disponibili sul mercato, riferibili a fatti di natura non operativa né industriale, bensì straordinaria. Per questo motivo, il campione di prezzi rappresentato dalle Quotazioni di Borsa per il periodo 7 aprile 2016 – 8 aprile 2015 è stato controllato tramite un campione di riscontro, determinato sulla base di un procedimento statistico di selezione.

---

<sup>6</sup> Cfr. Documento di Offerta pag. 229.

<sup>7</sup> Cfr. pag. 19 in *Principi Italiani di Valutazione*, che a tale proposito specifica: "1) il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività; [...] 3) il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima..."

<sup>8</sup> Cfr. PIV, pag. 14: "Poiché la determinazione di valore è già configurata [...] nei pareri di congruità (economica) il giudizio richiesto all'esperto spesso si riferisce alla costruzione valutativa basata su quegli elementi."

Il metodo delle Quotazioni di Borsa è stato associato a due ulteriori metodi, identificati sulla base di un criterio di omogeneità tra le due Società i cui titoli sono oggetto di scambio. In primo luogo, sono stati confrontati i rapporti di cambio determinati sulla base dei prezzi medi ponderati desunti dalle Quotazioni di Borsa, con quelli derivabili applicando sconti/premi praticati su OPA volontarie concluse in Italia dal 2010 al 2016 per controvalori inferiori ai 500 milioni di euro. In secondo luogo, si sono determinati i rapporti di cambio minimi e massimi derivanti dai *target price* indicati dagli analisti che seguono i titoli delle due Società sull'arco temporale che va dal 7 aprile 2016 all'8 aprile 2015.

In dettaglio, nell'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa si è proceduto come segue:

1. sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati (PMP) del periodo compreso tra l'8 aprile 2015 ed il 7 aprile 2016 (identificabile come "*Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio*"), calcolati sulla base delle Quotazioni di Borsa, è stato determinato il rapporto di cambio implicito sull'arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno tra l'azione ordinaria RCS e l'azione ordinaria Cairo;
2. sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati del periodo compreso tra il 29 gennaio 2016 ed il 30 gennaio 2015 (identificabile come "*Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non condizionati*"), calcolati sulla base delle Quotazioni di Borsa, si è determinato il rapporto di cambio implicito sull'arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno tra l'azione ordinaria RCS e l'azione ordinaria Cairo. Questo secondo intervallo temporale è stato scelto sulla base di test statistici effettuati sui rendimenti giornalieri delle azioni ordinarie RCS e Cairo per il periodo 1 gennaio 2015 – 17 maggio 2016, con l'intento di isolare un intervallo temporale dal quale rilevare prezzi "non condizionati" da andamenti anomali tra i rendimenti normali dei due titoli, stimati sulla base di un modello di mercato che assume l'indice FTMIB 30 *Total Return*. L'obiettivo è di evidenziare un periodo temporale nel quale i rendimenti dei titoli azionari delle Società confermassero andamenti "estremi", spiegabili alla luce di fatti "*price-sensitive*". Questa seconda verifica è il metodo di controllo utilizzato per verificare quanto determinato con lo svolgimento del precedente punto 1.

Nella verifica effettuata sulla base dei premi/sconti delle OPA volontarie, quale secondo metodo di analisi per il giudizio di congruità, si è proceduto come segue:

1. quanto individuato sulla base del precedente punto 1, è stato successivamente confrontato con un campione di OPA volontarie lanciate dal gennaio 2010 al febbraio 2016 su società con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro, sia sulla base dei prezzi “pre-annuncio” sia sulla base dei prezzi “non condizionati”<sup>9</sup>. Il confronto è reso necessario dal fatto che l’OPSC si propone di raggiungere il controllo di diritto, o in subordine di fatto, su RCS.

Tale confronto ha consentito di:

- a. identificare quali siano stati i premi/sconti medi e mediani offerti su queste operazioni nelle medesime scadenze indicate ai precedenti punti 1. e 2, poiché oggetto dell’OPSC è l’acquisizione del controllo di fatto o di diritto su RCS;
- b. determinare induttivamente i rapporti di cambio che si sarebbero ottenuti se nell’OPSC fossero stati riflessi i premi/sconti mediani rilevati sulla base del campione di OPA volontarie esaminato.<sup>10</sup>

Anche in questo caso, sono stati utilizzati a scopo di controllo i prezzi “non-condizionati” su cui è stato eseguito il medesimo esercizio effettuato sul campione base.

In ultimo, si è utilizzato quale terzo metodo sul quale fondare il giudizio di congruità l’analisi dei *target price* rilevati da Bloomberg sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti che coprono i titoli oggetto di OPSC nel periodo 8 aprile 2015 – 7 aprile 2016, in versione “blind”<sup>11</sup>, determinando il rapporto di cambio implicito nel rapporto tra i prezzi minimi ed i prezzi massimi dei due titoli.

Contestualmente, si è ritenuto opportuno non considerare il metodo dei multipli di mercato, poiché avrebbero richiesto l’applicazione a grandezze non appropriate. Una prima possibilità consisteva, infatti, nel considerare le grandezze storiche (2015), ma i dati di quel Bilancio per RCS non sono proiettabili nel futuro in quanto la Società ha avviato proprio a partire da quell’esercizio un processo di ristrutturazione. Una seconda possibilità sarebbe rappresentata dall’utilizzo di grandezze prospettiche non risultanti da piani pluriennali approvati dalle Società, ma discrezionalmente selezionate per le due Società sulla base delle ricerche disponibili nel periodo

---

<sup>9</sup> Il principio per determinare il non condizionamento dei prezzi è il medesimo illustrato in relazione al punto 2 per i PMP di RCS e Cairo. Sono stati rilevati i prezzi dei titoli con i medesimi intervalli temporali applicati nel caso dell’OPSC in esame.

<sup>10</sup> L’esercizio con il dato medio avrebbe confermato nella sostanza quanto già raggiunto con il dato mediano, quindi è stato omesso nella rappresentazione.

<sup>11</sup> ovvero senza che si entrasse nel merito dell’identificazione degli analisti e delle società che avevano prodotto l’indicazione.

compreso tra l'8 aprile 2015 ed il 7 aprile 2016 e per questo non in linea con i principi valutativi enunciati.

Infine, non è stato considerato il metodo delle transazioni comparabili, in quanto l'unica operazione simile, che ha prodotto un memorandum d'intesa sottoscritto dalle parti che hanno concordato condizioni economico-patrimoniali non definitive comunicate al mercato, si concluderà successivamente al deposito della presente *Fairness*.<sup>12</sup>



---

<sup>12</sup> Ci si riferisce in questo caso all'operazione tra il Gruppo Editoriale l'Espresso e ITEDI, comunque verificata negli accertamenti condotti dal sottoscritto preventivamente alla scelta dell'approccio metodologico da seguire.

## Risultati

*Sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati (PMP) del periodo compreso tra l'8 aprile 2015 ed il 7 aprile 2016 (identificabile come "Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio"), calcolati sulla base delle Quotazioni di Borsa, per determinare il rapporto di cambio implicito sull'arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno tra l'azione ordinaria RCS e l'azione ordinaria Cairo.*

La prima verifica completata conduce ai risultati di Tabella 3.

Tabella 3 – Prezzi medi ponderati e concambi impliciti dal 7 aprile 2016<sup>13</sup>

Periodo	Prezzo medio ponderato RCS	Prezzo medio ponderato Cairo	Concambio Cum div	Concambio Ex div
12 mesi	0,76	4,64	0,16	0,17
6 mesi	0,59	4,30	0,14	0,14
3 mesi	0,55	4,17	0,13	0,14
1 mese	0,49	4,52	0,11	0,11
1 giorno	0,42	4,59	0,09	0,09

Risulta evidente che il rapporto di cambio proposto nell'OPSC Cairo confrontato con quello implicitamente derivato per ognuna delle scadenze assunte è congruo solo in relazione al giorno del Comunicato ex art. 102 primo comma del D.lgs. 24 febbraio 1998 e nel mese di negoziazione precedente.

Al fine di approfondire l'esame della significatività delle indicazioni così rilevate, si è innanzitutto misurato il *turnover* per i medesimi periodi identificati in Tabella 3, per i due titoli sui medesimi istanti temporali. I risultati sono riportati in Tabella 4.

<sup>13</sup> L'imputazione del dividendo nella colonna Ex è stata effettuata per intero in ognuno dei periodi considerati. In realtà è ipotizzabile un processo di formazione del dividendo *pro-rata temporis* che comporterebbe l'attualizzazione dello stesso sulla base dell'intervallo temporale considerato. In presenza di tassi a breve termine di entità trascurabile, quali quelli che si sono registrati nel periodo in esame, lo sconto avrebbe avuto un impatto marginale. Per questo motivo in luogo di procedere allo sconto del dividendo su base pro rata si è preferito rappresentare congiuntamente sia il rapporto di cambio determinato su base cum, sia quello determinato su base ex.

Tabella 4 – Turnover % come numero di azioni cumulate scambiate nel periodo / numero di azioni emesse

Periodo	RCS Turnover	Cairo Turnover
12 mesi	164%	32%
6 mesi	109%	9%
3 mesi	39%	5%
1 mese	9%	2%
1 giorno	0%	0%

Questi risultati confermano quanto desumibile anche dalle tabelle di pagg. 238 e 239 del Documento di Offerta. E' evidente che, per entrambi i titoli, i *turnover* giornaliero e mensile sono scarsamente significativi, riducendo il grado di significatività dei rapporti di cambio ottenuti su questi periodi o per frazioni temporali inferiori.<sup>14</sup>

Tale evidenza induce lo scrivente a considerare gli intervalli temporali 3 mesi e 6 mesi come più significativi per il confronto. Essi rappresentano una corretta sintesi tra la dimensione temporale, risultando i più vicini a quelli di 1 giorno e di 1 mese prescelti da Cairo per giustificare l'Offerta, mentre il 12 mesi risulta molto distante dalla data di annuncio. Contemporaneamente, gli intervalli 3 mesi e 6 mesi denotano un profilo di liquidità dei due titoli più consistente degli intervalli 1 mese ed 1 giorno, sebbene la loro liquidità sia inferiore a quella dell'intervallo 12 mesi, che viene però escluso per la distanza dal giorno di annuncio dell'OPSC.<sup>15</sup>

La rilevazione del rapporto viene fatta sempre in relazione ai PMP di Cairo ex-dividendo.

Così facendo si può isolare un intervallo del rapporto di cambio ove minimo e massimo coincidono in un valore di 0,14.

<sup>14</sup> Alle pagg. 238 e 239 del Documento di Offerta Cairo Communication si confermano nella sostanza i dati evidenziati per gli intervalli di 1 giorno e di 1 mese e si desume che, nel corso del periodo di negoziazione 1 aprile-7 aprile 2016 RCS ha scambiato n.7.074.721 azioni, rispetto ad un totale azioni emesse di n. 521.864.967 (1.36%). Cairo, nel medesimo periodo, ha scambiato n. 207.504 azioni ordinarie, rispetto ad un totale di azioni emesse di n. 78.343.400 (0,26%).

<sup>15</sup> L'intervallo di una settimana, rilevato nel documento di offerta non risulta rilevante. Esso infatti è già coperto dall'intervallo di 1 giorno e di 1 mese e la sua considerazione duplica solo le informazioni già raccolte in relazione a questi due intervalli.

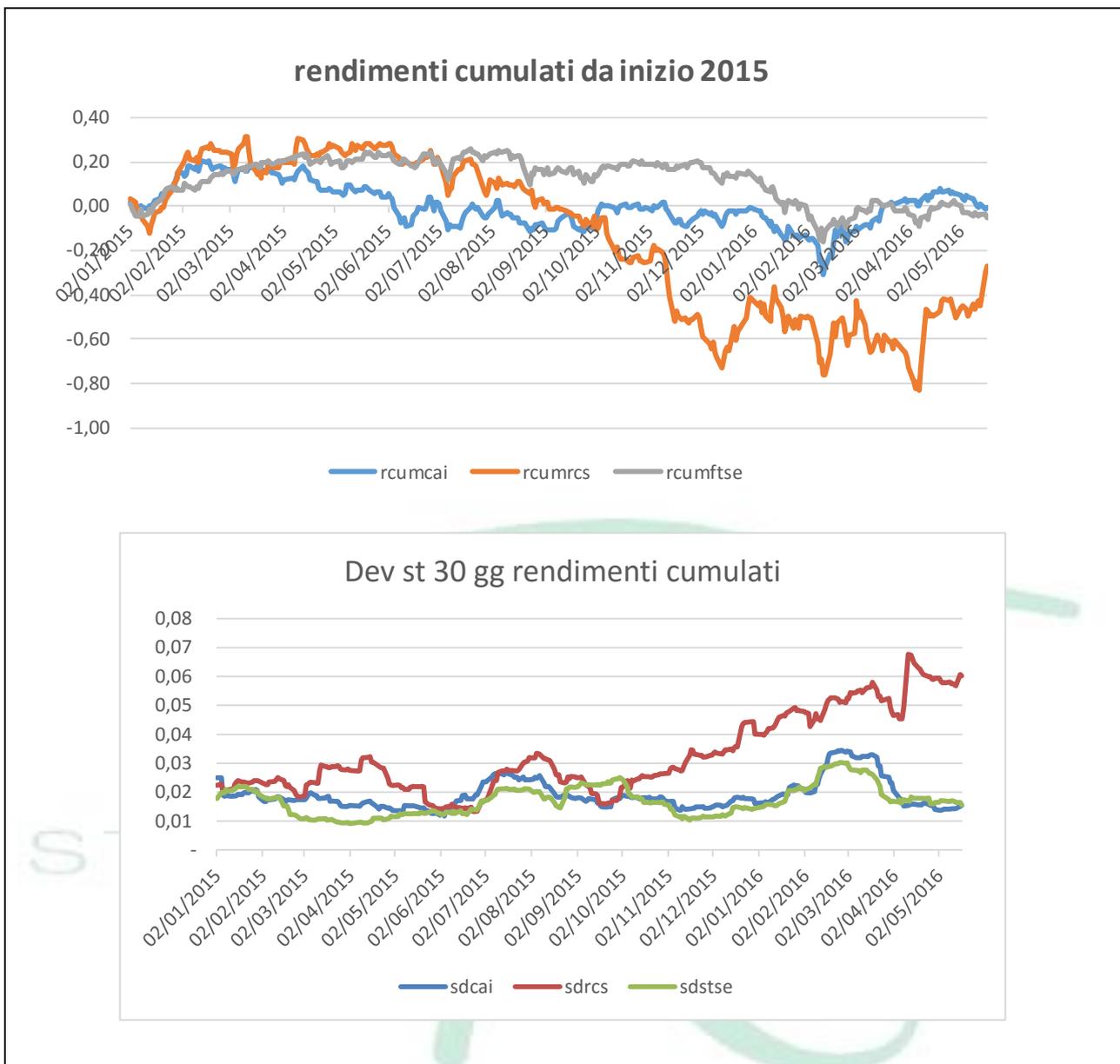
*Sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati del periodo compreso tra il 29 gennaio 2016 ed il 30 gennaio 2015 (identificabile come “Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non condizionati”), calcolati sulla base delle Quotazioni di Borsa, si è determinato il rapporto di cambio implicito sull’arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno tra l’azione ordinaria RCS e l’azione ordinaria Cairo. Questo secondo intervallo temporale è stato scelto sulla base di test statistici effettuati sui rendimenti giornalieri delle azioni ordinarie RCS e Cairo per il periodo 1 gennaio 2015 – 17 maggio 2016, con l’intento di isolare un intervallo temporale dal quale rilevare prezzi “non condizionati” da andamenti anomali tra i rendimenti normali dei due titoli, stimati sulla base di un modello di mercato che assume l’indice FTMIB 30 Total Return. L’obiettivo è di evidenziare un periodo temporale nel quale i rendimenti dei titoli azionari delle Società confermassero andamenti “estremi”, spiegabili alla luce di fatti “price-sensitive”. Questa seconda verifica è il metodo di controllo utilizzato per verificare quanto determinato con lo svolgimento del precedente punto 1*

Potendo fondare il parere di congruità esclusivamente sulle Quotazioni di Borsa dei due titoli azionari oggetto di OPSC, ed esaminando i grafici di Tabella 5, si è ritenuto opportuno procedere ad una verifica statistica sulle serie dei prezzi, con l’intento di comprendere se l’andamento dei rendimenti cumulati misurati dall’1 gennaio 2015 al 7 aprile 2016 generati dai titoli azionari di riferimento presentasse elementi di “anomalia” che potessero essere il riflesso di condizioni straordinarie derivanti da fatti pubblicamente disponibili<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Nel documento depositato presso la Società è stata riportata un’analitica spiegazione della metodologia utilizzata e dei risultati raggiunti, che presentano comunque significatività statistica.

Tabella 5 – Rendimento azione ordinaria RCS, Cairo e FTMIB 30



I risultati conseguiti consentono di definire due periodi nei quali si sono rilevati andamenti anomali. Il primo coincidente con l'intervallo settembre 2015 – novembre 2015, da collegarsi alle notizie che hanno riguardato i cambiamenti del management di RCS ed un secondo periodo che va da marzo 2016 ad aprile 2016, nel quale vi è stato il protrarsi del processo di rinegoziazione del finanziamento sottoscritto il 14 giugno 2013 e l'annuncio del 2 marzo 2016 in merito alla scissione dei titoli RCS verso i propri azionisti da parte di FCA, che ha avuto per oggetto circa il 16% del capitale di RCS.

Di conseguenza, al fine di arricchire il patrimonio informativo a disposizione dell'esperto si è riprodotta la medesima analisi illustrata in Tabella 3 utilizzando i prezzi "non condizionati" per il

periodo 29 gennaio 2016 – 30 gennaio 2015. Tale periodo decorre dal mese intermedio dell'intervallo di "normalità" dicembre 2015 – febbraio 2016. I risultati sono presentati in Tabella 6.

Tabella 6 – Prezzi medi ponderati e concambi impliciti dal 29 gennaio 2016 al 30 gennaio 2015

Periodo	Prezzo medio ponderato RCS	Prezzo medio ponderato Cairo	Concambio Cum div	Concambio Ex div
12 mesi	0,88	4,96	0,18	0,18
6 mesi	0,67	4,41	0,15	0,16
3 mesi	0,58	4,35	0,13	0,14
1 mese	0,59	4,18	0,14	0,15
1 giorno	0,56	4,01	0,14	0,15

L'esame evidenzia, sempre in relazione all'intervallo 3 mesi e 6 mesi assunto in precedenza, per le ragioni già illustrate, che il rapporto di cambio definito sulla base dei prezzi medi ponderati "non condizionati" dei titoli azionari RCS e Cairo ex dividendo lungo l'intervallo 29 gennaio 2016 – 30 gennaio 2015 presenta un minimo in 0,14 ed un massimo in 0,16.

Questa evidenza consente di confermare la significatività del risultato indicato con riferimento al paragrafo 1 dell'analisi. I valori minimi del rapporto di cambio, determinati con prezzi "non condizionati" in relazione agli intervalli 3 mesi e 6 mesi, sono non inferiori a quelli indicati al paragrafo 1. Quelli massimi sono superiori, perché derivati da periodi non condizionati da informazioni *price sensitive*. Entrambe le evidenze confermano che gli intervalli determinati in relazione al paragrafo precedente sono non peggiorativi per Cairo. Per meglio dire, dato che in un periodo di limitate informazioni *price sensitive* i rapporti di cambio determinabili sono superiori a quelli determinati in relazione al periodo nel Documento di Offerta per giustificare la definizione di un rapporto di cambio pari a 0,12, l'evidenza del risultato di non congruità che immediatamente si deriva dal campione originario viene confermata. Il rapporto di cambio 0,12 è inferiore al minimo della serie, pari a 0,14. Il livello massimo dell'intervallo di congruità deve essere oggetto di ulteriore indagine.

*Quanto individuato ai punti 1 e 2 è stato successivamente confrontato con un campione di OPA volontarie lanciate dal gennaio 2010 al febbraio 2016 su società con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro, sia sulla base dei prezzi “pre-annuncio” sia sulla base dei prezzi “non condizionati”<sup>17</sup>.*

*Tale confronto ha consentito di:*

- a. identificare quali siano stati i premi/sconti medi e mediani offerti su queste operazioni nelle medesime scadenze indicate ai precedenti punti 1. e 2, poiché oggetto dell’OPSC è l’acquisizione del controllo di fatto o di diritto su RCS;*
- b. determinare induttivamente i rapporti di cambio che si sarebbero ottenuti se nell’OPSC fossero stati riflessi i premi/sconti mediani rilevati sulla base del campione di OPA volontarie esaminato.*

*Anche in questo caso, l’utilizzo di prezzi “non-condizionati” assume una finalità puramente di controllo.*

Le evidenze riportate ai precedenti punti 1. e 2. obbligano un ulteriore approfondimento rispetto ai premi / (sconti) rilevabili per operazioni di offerte pubbliche di acquisto volontarie completate in Italia nel periodo 2010 – 2016 per controvalori inferiori ai 500 milioni di euro. Il campione è riportato in Tabella 7.

Il Documento di Offerta chiarisce, infatti, che l’intendimento di Cairo è di esercitare un controllo di diritto o di fatto su RCS.<sup>18</sup> E’ pertanto conseguente valutare il rapporto di cambio offerto alla luce dei premi/sconti rilevati in operazioni analoghe sul mercato italiano.

<sup>17</sup> Il principio per determinare il non condizionamento dei prezzi è il medesimo illustrato in relazione al punto 2 per i PMP di RCS e Cairo. Sono stati rilevati i prezzi dei titoli con i medesimi intervalli temporali applicati nel caso dell’OPSC in esame.

<sup>18</sup> Cfr. pag. 164 Documento di Offerta: “In caso di buon esito dell’Offerta, Cairo Communication acquisirà la partecipazione di controllo in RCS a fronte dell’Aumento di Capitale a servizio dell’Offerta descritta nella “Premessa” del presente Documento di Offerta.”

Tabella 7 – OPA volontarie in Italia dal 2010 al febbraio 2016

**Premi pagati in Italia nelle OPA Volontaria - Prezzi pre annuncio**

Annuncio	Emittente	Offerente	Targeted Stake	Accettazione	Controvalore	Prezzo
4-mar-14	SAT	Corporacion America	73%	35%	102	14,22
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	24%	47%	120	4,20
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	100%	97%	145	1,49
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	25%	70%	211	4,60
14-mag-12	Buongiorno	OOCOMO	100%	94%	224	2,00
8-set-10	Fastweb	Swisscom	18%	72%	256	18,00

Annuncio	Emittente	Offerente	1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
4-mar-14	SAT	Corporacion America	7%	11%	17%	22%	36%
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	17%	28%	36%	45%	44%
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	50%	54%	50%	72%	12%
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	16%	45%	35%	18%	6%
14-mag-12	Buongiorno	OOCOMO	16%	22%	33%	46%	57%
8-set-10	Fastweb	Swisscom	35%	43%	44%	34%	18%
<b>MEDIANA</b>			<b>16%</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>

**Premi pagati in Italia nelle OPA Volontaria - Prezzi non condizionati**

Annuncio	Emittente	Offerente	Targeted Stake	Accettazione	Controvalore	Prezzo non condizionato
4-mar-14	SAT	Corporacion America	73%	35%	102	11,09
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	24%	47%	120	3,28
16-giu-14	COBRA Autorrolive	Vodafone	100%	97%	145	0,99
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	25%	70%	211	3,28
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	100%	94%	224	1,47
8-set-10	Fastweb	Swisscom	18%	72%	256	11,26

Annuncio	Emittente	Offerente	1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
4-mar-14	SAT	Corporacion America	28%	28%	31%	39%	49%
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	28%	27%	33%	42%	40%
16-giu-14	COBRA Autorrolive	Vodafone	51%	52%	49%	72%	111%
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	40%	48%	36%	18%	4%
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	36%	44%	57%	73%	72%
8-set-10	Fastweb	Swisscom	60%	60%	50%	32%	15%
<b>MEDIANA</b>			<b>38%</b>	<b>46%</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>

In primo luogo, si sono calcolati i premi/sconti derivanti dall'OPSC Cairo, che ha fissato un corrispettivo implicito all'Annuncio per il titolo RCS pari ad euro 0,53<sup>19</sup>, rispetto ai prezzi medi ponderati rilevati negli intervalli da 12 mesi ad un giorno per i titoli della Società. I risultati sono riportati nella Tabella 8.

<sup>19</sup> Sulla base di un aumento di capitale deliberato ad euro 4,39 ed un rapporto di cambio pari a 0,12.

Tabella 8 – Prezzi medi ponderati RCS e premio/sconto rispetto al prezzo implicito di OPSC di euro 0,527

Periodo	Prezzo medio ponderato RCS	Prezzo OPSC Cairo	Premio/Sconto Prezzo OPSC vs PMP RCS	Premi mediani con prezzi pre-annuncio	Differenza Premi mediani pre-annuncio vs. OPSC Cairo
12 mesi	0,76	0,53	-30,3%	40%	70%
6 mesi	0,59	0,53	-10,8%	40%	50%
3 mesi	0,55	0,53	-3,9%	35%	39%
1 mese	0,49	0,53	7,3%	36%	28%
1 giorno	0,42	0,53	26,8%	16%	-11%

La Tabella 8 evidenzia come solo con riferimento all'intervallo temporale di un giorno il premio implicito nell'OPSC Cairo sia maggiore dei premi mediani determinati sulla base del campione di Tabella 7.

In secondo luogo, sul campione di OPA sono stati calcolati i valori dei premi e degli sconti sia sulla base del prezzo rilevato nel giorno di pubblicazione del comunicato ex art. 102 primo comma del D.lgs. 24 febbraio 1998, sia in relazione ad un periodo antecedente nel quale sono stati rilevati prezzi "non condizionati" e ne è stato determinato il valore mediano. Il parallelismo è utile ai fini della necessità di dare riscontro delle conclusioni a cui si potrebbe giungere con la sola rilevazione dei prezzi pre-annuncio.

I risultati evidenziano, sulla base della mediana, un premio tra il prezzo di OPA ed i prezzi pre-annuncio delle medesime operazioni. Tale risultato è confermato anche sulla base dei prezzi non condizionati in ogni intervallo temporale considerato, poiché per ogni intervallo considerato questa rilevazione determina premi maggiori.

Dal campione di OPA esaminato, si evince che il prezzo offerto riflette tradizionalmente un premio rispetto al prezzo medio ponderato scambiato sul mercato per ognuno degli intervalli temporali considerati. La presenza di un premio è confermata dal riscontro effettuato sui prezzi non condizionati.

Al fine di arricchire il supporto documentale a sostegno del giudizio di congruità in merito al rapporto di cambio proposto nell'OPSC da Cairo agli azionisti di RCS si è proceduto come segue:

- si è determinato il rapporto di cambio implicito che si sarebbe realizzato se l'OPSC avesse scontato un premio pari a quello mediano rilevato per il campione considerato nella

precedente Tabella 7 sulla base dei PMP dei titoli dalla data precedente l’annuncio;

- sempre ai fini di riscontro, si è effettuato lo stesso esercizio sulla base delle risultanze dei prezzi non condizionati.

I risultati sono riportati nelle Tabelle 9 e 10.

*Tabella 9 – Prezzi medi ponderati pre-annuncio e concambi impliciti dal 7 aprile 2016 con premio OPA mediano storico*

Periodo	Premi mediani con prezzi pre-annuncio	Prezzo medio ponderato RCS	Prezzo medio ponderato Cairo	Concambio Cum div con premio mediano	Concambio Ex div con premio mediano
12 mesi	40%	0,76	4,64	0,23	0,24
6 mesi	40%	0,59	4,30	0,19	0,20
3 mesi	35%	0,55	4,17	0,18	0,19
1 mese	36%	0,49	4,52	0,15	0,15
1 giorno	16%	0,42	4,59	0,11	0,11

*Tabella 10 – Prezzi medi ponderati non condizionati e concambi impliciti dal 7 aprile 2016 con premio OPA mediano storico*

Periodo	Premi mediani con prezzi non condizionati	Prezzo medio ponderato RCS	Prezzo medio ponderato Cairo	Concambio Cum div	Concambio Ex div
12 mesi	45%	0,76	4,64	0,24	0,25
6 mesi	41%	0,59	4,30	0,19	0,20
3 mesi	42%	0,55	4,17	0,19	0,20
1 mese	46%	0,49	4,52	0,16	0,17
1 giorno	38%	0,42	4,59	0,13	0,13

L’analisi accerta un’ulteriore evidenza a sostegno del giudizio di congruità. Sulla base del rapporto di cambio iscritto nell’OPSC Cairo, dei prezzi medi ponderati dei titoli ex dividendo e dei premi mediani rilevati sulla base del campione di OPA volontarie identificato, si verifica che:

- il rapporto di cambio iscritto nell’OPSC è congruo solo per l’intervallo di un giorno, il 7 aprile 2016, data di presentazione del comunicato ex art. 102 primo comma del D.lgs. 24 febbraio 1998, caratterizzato però da totale assenza di liquidità sui titoli;
- sugli intervalli temporali 3 mesi e 6 mesi un intervallo minimo e massimo dei rapporti di cambio è compreso tra 0,19 e 0,20.

- Il campione con prezzi “non condizionati” conferma quanto rilevato con prezzi pre-annuncio.

Pertanto, sulla base di questa seconda verifica, l'intervallo di riferimento significativo per il giudizio di congruità è quello determinato sulla base dei prezzi pre-annuncio di 0,19 – 0,20.



*L'analisi dei target price rilevati da Bloomberg sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti che coprono i titoli oggetto di OPSC nel periodo 8 aprile 2015 – 7 aprile 2016, determinando il rapporto di cambio implicito nel rapporto tra i prezzi minimi ed i prezzi massimi dei due titoli.*

Le evidenze rilevate con riferimento ai precedenti punti 1., 2. e 3. impongono un'ulteriore verifica, con finalità di riscontro, per completare la sintesi finale sul giudizio di congruità. Avendo utilizzato in precedenza i prezzi di mercato si è ritenuto opportuno rilevare, senza alcun intervento soggettivo, i *target price* indicati dagli analisti e raccolti dalla banca dati Bloomberg. L'intervallo temporale di rilevazione è quello che va dall'8 aprile 2015 al 7 aprile 2016. I dati raccolti sono rappresentati in Tabella 11.

Tabella 11 – Consensus analisti

CONSENSUS ANALISTI SU TITOLO RCS					
Periodo	Totale MODA	Buys MODA	Holds MODA	Sells MODA	TP MEDIA
1 GIORNO	6	2	4	0	0,81
1 MESE	6	2	4	0	0,81
3 MESI	6	2	4	0	0,81
6 MESI	6	2	4	0	0,90
12 MESI	6	2	4	0	1,19

CONSENSUS ANALISTI SU TITOLO CAIRO					
Periodo	Totale MODA	Buys MODA	Holds MODA	Sells MODA	TP MEDIA
1 GIORNO	3	2	1	0	5,32
1 MESE	3	2	1	0	5,32
3 MESI	3	2	1	0	5,45
6 MESI	3	2	1	0	5,60
12 MESI	3	2	1	0	6,05

Sulla base dei *target price* così rilevati sono stati calcolati i rapporti di cambio cum ed ex. I risultati sono rappresentati nella Tabella 12.

Tabella 12 – Consensus analisti

Periodo	Rapporto di cambio medio	Rapporto di cambio max cum	Rapporto di cambio min cum
12 MESI	0,20	0,22	0,15
6 MESI	0,16	0,19	0,15
3 MESI	0,15	0,15	0,14
1 MESE	0,15	0,16	0,15
1 GIORNO	0,15	0,15	0,15

Periodo	Rapporto di cambio medio ex	Rapporto di cambio max ex	Rapporto di cambio min ex
12 MESI	0,20	0,23	0,16
6 MESI	0,17	0,20	0,16
3 MESI	0,15	0,15	0,15
1 MESE	0,16	0,16	0,16
1 GIORNO	0,16	0,16	0,16

I risultati conseguiti confermano un intervallo del rapporto di cambio determinato sulla base del prezzo ex dividendo dell'azione ordinaria di Cairo compreso tra un minimo di 0,15 ed un massimo di 0,20, rilevati dall'intervallo 3 mesi e 6 mesi.

STUDIO

## Conclusioni

La sintesi finale del giudizio di congruità non può che ricordare un'importante criticità illustrata nel documento. L'assenza di un Piano prospettico per Cairo ha rappresentato un importante pregiudizio del processo valutativo dell'Esperto indipendente, perché non ha consentito di inserire il metodo del DCF tra quelli su cui fondare il proprio parere. A questo scopo sarebbe stato necessario poter confrontare l'intervallo di valori definito per il titolo azionario RCS compreso tra 0,80 e 1,13 con 0,95 come valore intermedio, con quanto risultante dall'applicazione della medesima metodologia al piano prospettico della Società offerente. Altresì sarebbe stato utile poter riscontrare tali valori con i multipli di mercato prospettici per un campione di società analoghe.

In assenza di tale possibilità, l'Esperto ha seguito un percorso di analisi omogeneo con quanto fatto dall'Offerente nel documento di offerta, salvo l'integrazione dello stesso con alcuni profili ritenuti rilevanti.

Il percorso consente di riassumere i seguenti risultati:

1. sulla base delle risultanze ottenute calcolando il rapporto di cambio in relazione all'intervallo temporale 3 mesi e 6 mesi ed ai prezzi medi ponderati derivati dalle Quotazioni di Borsa nel periodo 7 aprile 2016 – 8 aprile 2015 e sottraendo il dividendo staccato in data 9 maggio 2016 dal titolo Cairo, si è ottenuto un intervallo per il quale il minimo ed il massimo convergono sul medesimo valore:

**min 0,14 – max 0,14**

2. sulla base delle risultanze ottenute calcolando il rapporto di cambio in relazione ai prezzi medi ponderati di cui al precedente punto in relazione all'intervallo temporale 3 mesi e 6 mesi e applicando ai prezzi medi ponderati calcolati come in precedenza i premi/sconti derivati da un campione di Offerte Pubbliche di Acquisto volontarie concluse sul mercato italiano nel periodo 2010 febbraio 2016, si è ottenuto un intervallo:

**min 0,19 – max 0,20**

3. sulla base delle risultanze ottenute calcolando il rapporto di cambio in relazione ai *target price* comunicati dagli analisti con riferimento ad un intervallo temporale che va dall'8 aprile 2015 al 7 aprile 2016 e selezionando i valori relativi agli intervalli 3 mesi e 6 mesi, si è ottenuto un intervallo:

min 0,15 – max 0,20

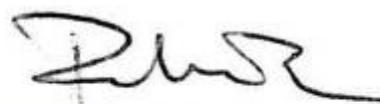
La media aritmetica semplice delle tre rilevazioni effettuate produce un intervallo pari a :

min 0,16 – max 0,18

Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo illustrate nel corso dell'analisi, fatte salve le criticità evidenziate, verificato che il rapporto di cambio di 0,12 azioni Cairo per ogni azione RCS proposto con l'OPSC autorizzata dalla Consob in data 28 maggio 2016 con delibera n. 19619 è inferiore al valore minimo dell'intervallo identificato dalla media aritmetica dei tre metodi utilizzati nella *Fairness*, si conclude che tale rapporto di cambio è da ritenersi NON CONGRUO per tutti gli azionisti di RCS MediaGroup S.p.A..

Milano, 9 giugno 2016

In fede



(Prof. Roberto Tasca)

Fine Comunicato n.0145-30

Numero di Pagine: 28