



DOCUMENTO INFORMATIVO

Redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010, e successive modificazioni, relativo ad un accordo di pre-garanzia tra RCS e alcuni istituti bancari tra cui Banca IMI S.p.A. (Gruppo bancario Intesa SanPaolo) e Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 6 maggio 2013

Documento informativo messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di RCS MediaGroup S.p.A. (Milano, Via Angelo Rizzoli, n. 8), sul sito internet di RCS MediaGroup S.p.A. www.rcsmediagroup.it e presso Borsa Italiana S.p.A. (Milano, Piazza degli Affari n. 6)

Indice

Definizioni	3
1. Avvertenze	7
2. Informazioni relative all'Operazione	7
2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	7
2.2. Parti correlate coinvolte nell'Operazione	9
2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società dell'Operazione	10
2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione	11
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	12
2.6. Impatto sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate	13
2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'Emittente nell'Operazione	13
2.8. Iter di approvazione dell'Operazione	13

ALLEGATI

Parere Comitato Parti Correlate

Parere degli Esperti Indipendenti

Definizioni

Accordo di Garanzia	L'accordo di garanzia che i Garanti (come di seguito definiti) si sono impegnati a stipulare con RCS in prossimità dell'avvio dell'offerta in opzione dell'Aumento di Capitale (come di seguito definito), ai termini ed alle condizioni previsti nell'Accordo di Pre-garanzia (come di seguito definito).
Accordo di Pre-garanzia	L'accordo di pre-garanzia stipulato in data 29 aprile 2013 tra RCS e Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., Commerzbank AG e Banca Aletti & C S.p.A.. A tale accordo ha aderito Banca Akros S.p.A. in data 30 aprile 2013.
Aumento di Capitale	L'aumento di capitale in opzione a pagamento, da eseguirsi in forma scindibile, per massimi Euro 500 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, di cui: a) massimi Euro 400 milioni mediante emissione di azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e b) massimi Euro 100 milioni, mediante emissione di azioni di risparmio di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (le azioni di risparmio di categoria B), approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 aprile 2013. La proposta di aumento di capitale verrà sottoposta all'Assemblea dei soci convocata, in unica convocazione, il 30 aprile 2013 nell'ambito dei provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile (tra i quali la riduzione del capitale per perdite e la possibilità di introdurre una nuova categoria di azioni di risparmio rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione) successivamente alla proposta di eliminazione dell'indicazione del valore nominale.
Aumento di Capitale Ordinario	La porzione di Aumento di Capitale per massimi Euro 400 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni ordinarie, prive del valore nominale aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione e con godimento regolare.
Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B	La porzione dell'Aumento di Capitale per massimi Euro 100 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, mediante emissione di azioni di risparmio di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (le azioni di risparmio di categoria B), prive del valore nominale e con godimento regolare.
Azioni Ordinarie	Le azioni ordinarie di nuova emissione oggetto dell'Aumento di Capitale Ordinario.
Azioni di Risparmio di Categoria B	Le azioni di risparmio di categoria B di nuova emissione oggetto dell'Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B.
Banca IMI	Banca IMI S.p.A. (appartenente al gruppo bancario Intesa Sanpaolo), con sede legale in Milano, Largo Mattioli n. 3.
Documento Informativo	Il presente documento informativo.

Emittente ovvero la Società	RCS	RCS MediaGroup S.p.A., con sede legale in Milano, Via Angelo Rizzoli n. 8.
Garanti		Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., Commerzbank AG, Banca Aletti & C S.p.A. e Banca Akros S.p.A..
Intesa Sanpaolo		Intesa Sanpaolo S.p.A. con sede legale in Torino, Piazza San Carlo n. 156.
Mediobanca		Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., con sede legale in Milano, Piazzetta Enrico Cuccia n. 1.
Operazione		La stipula da parte di RCS dell'Accordo di Pre-garanzia e della relativa <i>Fee Letter</i> con i Garanti.
Piano per lo Sviluppo o Piano		Il Piano per lo Sviluppo 2013 - 2015 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 19 dicembre 2012 e in data 27 marzo 2013.
Procedura o Procedura Parti Correlate		La “Procedura in Materia di Operazioni con Parti Correlate” approvata dal Consiglio di Amministrazione di RCS in data 10 novembre 2010.
Regolamento Consob		Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche.
Testo Unico ovvero TUF		Il Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato.

Premessa

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto da RCS MediaGroup S.p.A. (l’“**Emittente**”, “**RCS**” o la “**Società**”) ai sensi dell’articolo 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento Consob**”), nonché ai sensi della Procedura in Materia di Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di RCS in data 10 novembre 2010 (la “**Procedura Parti Correlate**” o la “**Procedura**”).

In data 28 aprile 2013, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato, tra l’altro, di proporre all’Assemblea straordinaria, nell’ambito dei provvedimenti ai sensi dell’art. 2446 del Codice Civile per la ricapitalizzazione della Società, previa riduzione del capitale per perdite e l’introduzione della possibilità di emettere una nuova categoria di azioni di risparmio, l’aumento di capitale a pagamento, scindibile, per massimi Euro 500 milioni, comprensivi dell’eventuale sovrapprezzo, di cui a) massimi Euro 400 milioni, mediante emissione di azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, (l’“**Aumento di Capitale Ordinario**”) e b) massimi Euro 100 milioni mediante emissione di azioni di risparmio di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (l’“**Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B**”, congiuntamente all’Aumento di Capitale Ordinario, l’“**Aumento di Capitale**”), tutte prive dell’indicazione del valore nominale e con godimento regolare, da offrire in opzione, rispettivamente, agli azionisti ordinari e di risparmio della Società ai sensi dell’art. 2441, primo comma del Codice Civile, in proporzione al numero di azioni dagli stessi detenute. In relazione all’Aumento di Capitale, la proposta del Consiglio di Amministrazione prevede che allo stesso siano conferiti poteri per definire, in prossimità dell’avvio dell’offerta, il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di nuova emissione (le “**Azioni Ordinarie**”) e delle azioni di risparmio di nuova emissione di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (le “**Azioni di Risparmio di Categoria B**”, congiuntamente alle Azioni Ordinarie, le “**Nuove Azioni**”), il numero massimo di Azioni Ordinarie e di Azioni di Risparmio di Categoria B di nuova emissione nonché il rapporto di assegnazione in opzione.

La proposta relativa ai provvedimenti ai sensi dell’art. 2446 del Codice Civile tra cui l’Aumento di Capitale sarà sottoposta all’Assemblea Straordinaria successivamente alla proposta di eliminazione dell’indicazione del valore nominale delle azioni.

Alla data del 28 aprile 2013, i soci Mediobanca S.p.A., Fiat S.p.A., Fondiaria SAI S.p.A., Pirelli & C. S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l., Edison S.p.A., aderenti al sindacato di blocco e consultazione della Società (i “**Soci del Patto**”), avevano fatto pervenire alla Società separate lettere di impegno a sottoscrivere, a determinate condizioni, la quota di propria pertinenza dell’Aumento di Capitale, complessivamente per circa il 44% del capitale sociale ordinario, al netto delle azioni ordinarie di proprietà della Società. Inoltre: i) il socio Fiat S.p.A. aveva comunicato alla Società di voler rilevare dai Soci del Patto una parte dei diritti di opzione che detti altri soci non dovessero esercitare, per un ulteriore 2,805% del capitale sociale ordinario; e ii) il socio Intesa Sanpaolo S.p.A. aveva comunicato alla Società l’intenzione di acquistare dagli altri Soci del Patto un quantitativo di diritti di opzione il cui acquisto ed esercizio con la conseguente sottoscrizione di Azioni Ordinarie comporti un complessivo esborso non superiore a Euro 10 milioni (assieme agli impegni di sottoscrizione dei Soci del Patto di cui sopra, gli “**Impegni di Sottoscrizione dei Soci**”).

Il Documento Informativo è stato predisposto con riferimento all’accordo di pre-garanzia (l’“**Accordo di Pre-garanzia**”) ed alla relativa *Fee Letter* sottoscritti in data 29 aprile 2013 da RCS con Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, Banca Aletti & C S.p.A., Commerzbank AG, Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A. e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., in qualità di garanti (i “**Garanti**”), in relazione all’Aumento di Capitale Ordinario. In data 30 aprile 2013, Banca Akros S.p.A. ha aderito all’Accordo di Pre-garanzia (ivi inclusa la *Fee Letter*) in qualità di Garante¹. Banca IMI S.p.A. e BNP Paribas agiranno inoltre in qualità di *Joint Global Coordinators*.

¹ Come è stato comunicato al mercato in data 14 aprile 2013, Banca Akros aveva manifestato l’interesse di partecipare al Consorzio in qualità di Garante; la proposta da parte di Banca Akros è stata formalizzata e sottoposta alla Società in data 30 aprile 2013.

L'Accordo di Pre-garanzia impegna i Garanti a stipulare con RCS, prima dell'avvio dell'offerta in opzione, un accordo definitivo di garanzia (l'**Accordo di Garanzia**) avente ad oggetto l'impegno di sottoscrizione delle Azioni Ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte a seguito dell'offerta in borsa, per un ammontare complessivo pari ad Euro 182,5 milioni.

Alla data del Documento Informativo, Banca IMI S.p.A. (**Banca IMI**) e Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. (**Mediobanca**) sono parti correlate dell'Emittente ai sensi della Procedura in quanto (sulla base delle comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del TUF): i) Banca IMI è controllata da Intesa Sanpaolo S.p.A. (**Intesa Sanpaolo**) la quale detiene direttamente ed indirettamente una quota pari al 5,065% del capitale ordinario dell'Emittente; ii) Mediobanca detiene direttamente una quota pari al 14,209% del capitale ordinario dell'Emittente; e iii) Intesa Sanpaolo e Mediobanca partecipano entrambe ad un patto di sindacato di blocco e consultazione su azioni RCS al quale risulta complessivamente vincolata oltre la metà del capitale ordinario della Società.

Il presente Documento Informativo, pubblicato ai sensi di legge, è a disposizione del pubblico presso la sede legale della Società (Milano, Via Angelo Rizzoli, n. 8), sul sito *internet* della Società all'indirizzo www.rcsmediagroup.it e presso Borsa Italiana S.p.A. (Milano, Piazza degli Affari n. 6).

In allegato al presente Documento Informativo e sul sito *internet* della Società, sono messi a disposizione del pubblico, ai sensi dell'art. 5, comma 5, del Regolamento: (i) il parere favorevole sull'interesse della Società alla stipula dell'Accordo di Pre-garanzia (ivi inclusa la *Fee Letter*) e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni rilasciato all'unanimità dal Comitato Consiliare Parti Correlate; (ii) il parere rilasciato dagli esperti indipendenti, prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella, a supporto del Comitato Consiliare Parti Correlate, con riguardo tra l'altro alla congruità delle commissioni di pre-garanzia e garanzia.

1. Avvertenze

Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata

L'Accordo di Pre-garanzia di cui al presente Documento Informativo costituisce un'operazione con parti correlate ai sensi della Procedura in quanto (sulla base delle comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del TUF) tra le diverse controparti: i) Banca IMI è controllata da Intesa Sanpaolo la quale detiene direttamente ed indirettamente una quota pari al 5,065% del capitale ordinario dell'Emittente; ii) Mediobanca detiene direttamente una quota pari al 14,209% del capitale ordinario dell'Emittente; e iii) Intesa Sanpaolo e Mediobanca partecipano entrambe ad un patto di sindacato di blocco e consultazione su azioni RCS al quale risulta complessivamente vincolata oltre la metà del capitale ordinario della Società.

La stipula dell'Accordo di Pre-garanzia e della relativa *Fee Letter* - che contiene le condizioni economiche dell'accordo - (l'**"Operazione"**) si configura come operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura ed è pertanto soggetta alle previsioni di cui all'art. IV della medesima Procedura, come indicato nel successivo Paragrafo 2.6. del Documento Informativo.

Nell'Operazione sono stati adottati da RCS i presidi e le misure previsti dal Regolamento Consob e dalla Procedura nelle operazioni di maggior rilevanza con parti correlate. In particolare: (i) il Comitato Consiliare Parti Correlate è stato prontamente informato, ai sensi del sopra richiamato art. IV della Procedura, dei termini e delle condizioni dell'Operazione ed è stato altresì coinvolto nella fase istruttoria e delle trattative attraverso riunioni, interlocuzioni e, in generale, la ricezione di un flusso di informazioni completo e tempestivo; (ii) su designazione del Comitato Consiliare Parti Correlate, in data 11 aprile 2013, è stato dato incarico ai prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella - in ragione delle loro comprovate esperienze professionali e accademiche in materia di scienze bancarie, finanziarie e assicurative - quali esperti indipendenti ai sensi della Procedura e con riferimento ai prospettati accordi inerenti le garanzie relative alla sottoscrizione del previsto Aumento di Capitale della Società, per la predisposizione di un parere a favore del Comitato con riguardo alla considerata struttura dell'aumento medesimo, ed in particolare con riferimento alle metodologie e criteri applicativi considerati in relazione alla determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, nonché alle condizioni previste nell'ambito dei suddetti accordi; e (iii) il Comitato Consiliare Parti Correlate ha rilasciato il proprio parere favorevole all'unanimità in merito all'Operazione stessa.

Si precisa che le condizioni dell'Accordo di Pre-garanzia (ivi inclusa la *Fee Letter*) sono paritetiche per tutte le banche partecipanti all'Operazione.

L'Operazione non espone RCS a particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse, diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate.

2. Informazioni relative all'Operazione

2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

In data 29 e 30 aprile 2013, RCS ha sottoscritto con i Garanti l'Accordo di Pre-garanzia e la relativa *Fee Letter* ai sensi del quale i Garanti si sono impegnati a stipulare con RCS a determinate condizioni, prima dell'avvio dell'offerta in opzione, un accordo definitivo di garanzia (l'**"Accordo di Garanzia"**) avente ad oggetto l'impegno di sottoscrizione delle Azioni Ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte a seguito dell'offerta in borsa, per un ammontare complessivo pari a Euro 182,5 milioni (gli **"Impegni di Sottoscrizione"**).

In particolare, secondo quanto stabilito nell'Accordo di Pre-garanzia, la quota dell'Impegno di Sottoscrizione assunto da Banca IMI è pari ad Euro 75 milioni, equivalenti al 41% dell'ammontare complessivo degli attuali Impegni di Sottoscrizione, e la quota dell'Impegno di Sottoscrizione assunto da Mediobanca è pari ad Euro 12,5 milioni, equivalente 6% dell'ammontare complessivo degli attuali Impegni di Sottoscrizione.

Gli Impegni Sottoscrizione sono assunti disgiuntamente e in via non solidale.

Secondo quanto previsto nell'Accordo di Pre-garanzia, gli Impegni di Sottoscrizione saranno ridotti pro-quota sulla base degli impegni di sottoscrizione vincolanti ed irrevocabili che dovessero pervenire alla Società ulteriori rispetto all'ammontare minimo degli impegni dei soci del patto pari a Euro 200 milioni indicato di seguito nonché da parte di altri soggetti prima della stipula dell'Accordo di Garanzia, fermo restando che l'ammontare complessivo degli Impegni di Sottoscrizione, ai fini del calcolo delle commissioni di garanzia, non potrà essere inferiore a Euro 100 milioni.

L'Accordo di Pre-garanzia e l'Accordo di Garanzia hanno ad oggetto le sole Azioni Ordinarie, e conseguentemente l'Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B non risulterà garantito.

L'Accordo di Pre-garanzia disciplina: (a) le condizioni alle quali è subordinata la stipula del Contratto di Garanzia da parte dei Garanti; (b) gli obblighi di fare, di non fare ed informativi e le dichiarazioni e garanzie da rilasciarsi da parte della Società; (c) la disciplina dei conflitti di interesse; (d) gli obblighi di indennizzo della Società a favore dei Garanti.

In base all'Accordo di Pre-garanzia, la stipula del successivo e definitivo Accordo di Garanzia e gli Impegni di Sottoscrizione dei Garanti sono condizionati al verificarsi di talune condizioni, tra cui la condizione che:

- siano state rilasciate da parte di ogni competente autorità tutte le autorizzazioni necessarie per l'avvio dell'offerta in opzione ai sensi dell'art. 2442 primo comma del Codice Civile;
- il prezzo di emissione delle Nuove Azioni e le altre condizioni di emissione, ivi incluso il rapporto di opzione, siano stabilite da RCS d'intesa con i *Joint Global Coordinators* secondo quanto stabilito in base all'Accordo di Garanzia;
- l'Offerta in opzione prenda avvio entro il 1 luglio 2013 o al più tardi, in caso di proroga del termine di scadenza dell'Accordo di Pre-garanzia, entro l'8 luglio 2013;
- siano stati assunti dai Soci del Patto impegni irrevocabili e incondizionati di sottoscrizione di Azioni Ordinarie, per un controvalore complessivo non inferiore a Euro 200 milioni (gli "**Impegni dei Soci**");
- non siano venuti meno gli impegni di finanziamento delle banche finanziatrici, come descritti nel Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010 pubblicato dalla Società in data 22 aprile 2013;
- siano stati assunti - a concorrenza degli impegni dei Garanti - ulteriori impegni di pre-garanzia, di contenuto analogo a quelli assunti dai Garanti, fino a concorrenza dell'importo complessivo dell'Aumento di Capitale Ordinario non coperto dagli impegni irrevocabili e incondizionati dei soci;
- siano stati assunti dai Soci del Patto impegni di *lock-up* nei confronti dei Garanti, per un periodo di 6 mesi dalla chiusura dell'Aumento di Capitale;
- dalla *due diligence* su RCS e sul Gruppo non siano emersi elementi rilevanti e pregiudizievoli;
- che non si siano verificati eventi pregiudizievoli (es. "*material adverse change*", "*force majeure*").

Le condizioni che precedono sono poste nell'esclusivo interesse dei Garanti che a proprio insindacabile giudizio e con decisione assunta a maggioranza da calcolarsi pro quota sulla base degli Impegni di Sottoscrizione potranno rinunciare a una o più delle stesse.

Nell'Accordo di Pre-garanzia sono inoltre previsti a carico di RCS una serie di obblighi di fare, di non fare ed informativi nonché il rilascio di dichiarazioni di garanzia.

In particolare, RCS ai fini dell'Accordo di Garanzia si impegna, tra l'altro: i) a non effettuare, senza il consenso scritto dei *Joint Global Coordinators* operazioni finalizzate a determinare modifiche al patrimonio netto, al capitale sociale e allo statuto, salvo, in particolare, quelle espressamente previste in relazione ai provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile per la ricapitalizzazione della Società e nel Piano per lo Sviluppo 2013-2015; ii) a non effettuare sino al 31 dicembre 2013, senza il consenso scritto dei *Joint Global Coordinators*, che non potrà essere irragionevolmente negato a) aumenti di capitale, emissione di obbligazioni convertibili o di altri strumenti finanziari e b) operazioni di vendita o comunque atti di disposizione a qualunque titolo che abbiano come effetto il trasferimento a terzi di azioni RCS o altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni RCS.

Ai sensi dell'Accordo di Pre-garanzia qualsiasi giudizio, intesa, consenso accordo riferito ai *Joint Global Coordinators* dovrà essere espresso dai *Joint Global Coordinators* sulla base delle decisioni assunte a maggioranza dei Garanti da calcolarsi pro quota sulla base degli Impegni di Sottoscrizione.

Il corrispettivo per gli impegni di sottoscrizione che i Garanti assumono con l'Accordo di Pre-garanzia sono contenute in una separata *Fee Letter*. È previsto il pagamento in favore dei Garanti di una commissione di pre-garanzia pari all'1,75% dell'importo oggetto dell'Accordo di Pre-garanzia ed una commissione di garanzia pari al 4,25% dell'importo garantito, fermo restando che, come indicato nell'Accordo di Pre-garanzia, detta commissione dovrà essere calcolata su un ammontare non inferiore a Euro 100 milioni.

L'Accordo di Pre-garanzia ha durata sino al 30 giugno 2013, prorogabile sino al 5 luglio 2013 previo accordo scritto con i *Joint Global Coordinators*, o se anteriore, alla data di sottoscrizione dell'Accordo di Garanzia.

2.2. Parti correlate coinvolte nell'Operazione

Alla data del Documento Informativo, Banca IMI e Mediobanca, rappresentano due parti correlate dell'Emittente ai sensi della Procedura in quanto (sulla base delle comunicazioni ai sensi dell'art. 120 del TUF): i) Banca IMI è controllata da Intesa Sanpaolo la quale detiene direttamente ed indirettamente una quota pari al 5,065% del capitale ordinario dell'Emittente; ii) Mediobanca detiene direttamente una quota pari al 14,209% del capitale ordinario dell'Emittente; e iii) Intesa Sanpaolo e Mediobanca partecipano entrambe ad un patto di sindacato di blocco e consultazione su azioni RCS al quale risulta complessivamente vincolata oltre la metà del capitale ordinario della Società.

La Procedura definisce quale "parte correlata", oltre i soggetti individuati secondo l'Allegato n. 1 del Regolamento, anche ciascuno dei partecipanti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del TUF che risulti detenere una partecipazione superiore al 3% del capitale ordinario della Società, a condizione che a tale patto risulti complessivamente vincolata oltre la metà del capitale ordinario della Società ovvero comunque a condizione che la lista presentata da uno o più partecipanti a tale patto sia risultata quella da cui è tratta la maggioranza dei componenti del Consiglio di Amministrazione in carica.

Si segnala inoltre che:

- il Consigliere di Amministrazione Carlo Pesenti ricopre anche la carica di Consigliere in Mediobanca; e
- il Sindaco Effettivo Franco Dalla Sega ricopre anche la carica di Consigliere di Sorveglianza in Intesa Sanpaolo.

Durante la riunione del Consiglio di Amministrazione del 28 aprile 2013 il Consigliere di Amministrazione Carlo Pesenti era assente giustificato. Si segnala che il Sindaco Effettivo Franco Dalla Sega ha dato notizia degli interessi di cui è portatore con riferimento all'Operazione.

2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società dell'Operazione

L'Aumento di Capitale, insieme all'operazione di finanziamento conclusa lo scorso 15 aprile 2013, è finalizzato al riequilibrio finanziario e rafforzamento patrimoniale della Società e del Gruppo per l'implementazione del piano per lo sviluppo 2013-2015 della Società, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 19 dicembre 2012 e 27 marzo 2013 (il "**Piano per lo Sviluppo**" o il "**Piano**").

La realizzazione del Piano per lo Sviluppo richiede (i) risparmi sui costi e la dismissione di *asset non core* (ii) il parziale rifinanziamento del debito bancario in scadenza nel secondo semestre 2013 e nei primi mesi del 2014; e (iii) la ricapitalizzazione della Società, per un importo massimo di Euro 600 milioni, da attuarsi mediante un aumento di capitale a pagamento per minimi Euro 400 milioni ai sensi dell'art. 2441, primo comma del Codice Civile, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2013 e l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale di massimi Euro 200 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, e comunque fino alla concorrenza dell'importo complessivo di Euro 600 milioni al netto dell'importo effettivamente sottoscritto ad esito dell'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2015, come meglio descritto in seguito.

In data 15 aprile 2013 è stata finalizzata l'operazione di rifinanziamento per Euro 575 milioni del debito bancario in scadenza (oggetto del documento informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Consob e pubblicato dalla Società in data 22 aprile 2013). Come segnalato l'erogazione del finanziamento è subordinata, tra l'altro, all'esecuzione e liberazione dell'aumento di capitale della Società per un importo non inferiore a 400 milioni.

In attuazione del Piano per lo Sviluppo 2013-2015, in data 28 aprile 2013 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato, tra l'altro, di proporre all'Assemblea Straordinaria, nell'ambito dei provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile per la ricapitalizzazione della Società, previa riduzione del capitale per perdite, l'Aumento di Capitale a pagamento, scindibile, per massimi Euro 500 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, di cui a) massimi Euro 400 milioni, mediante emissione di azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e b) massimi Euro 100 milioni mediante emissione di azioni di risparmio di Categoria B, tutte prive dell'indicazione del valore nominale e con godimento regolare, da offrire in opzione, rispettivamente, agli azionisti ordinari e di risparmio della Società ai sensi dell'art. 2441, primo comma del Codice Civile, in proporzione al numero di azioni dagli stessi detenute.

La proposta relativa ai provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile tra cui l'Aumento di Capitale sarà sottoposta all'Assemblea Straordinaria successivamente alla proposta di eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni e alla proposta di introdurre la possibilità di emettere una ulteriore categoria di azioni di risparmio rispetto a quella già esistente.

I soci Mediobanca, Fiat S.p.A., Fondiaria SAI S.p.A., Pirelli & C. S.p.A., Intesa Sanpaolo, Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l., Edison S.p.A., aderenti al sindacato di blocco e consultazione della Società hanno fatto pervenire alla Società separate lettere di impegno a sottoscrivere la quota di propria pertinenza dell'Aumento di Capitale, complessivamente per circa il 44% del capitale sociale ordinario, al netto delle azioni ordinarie di proprietà della Società.

Inoltre, il socio Fiat S.p.A. ha comunicato alla Società di voler rilevare da altri soci aderenti al Sindacato una parte dei diritti di opzione che detti altri soci non dovessero esercitare, per un ulteriore 2,805% del capitale sociale ordinario. Il socio Intesa Sanpaolo ha comunicato alla Società l'intenzione di acquistare dagli aderenti al Sindacato di Blocco e Consultazione della Società un quantitativo di diritti di opzione il cui acquisto ed esercizio con la conseguente sottoscrizione di Azioni Ordinarie comporti un complessivo esborso non superiore a Euro 10 milioni.

L'Accordo di Pre-garanzia impegna i Garanti a stipulare con RCS, prima dell'avvio dell'offerta in opzione, l'Accordo di Garanzia avente ad oggetto l'impegno di sottoscrizione delle Azioni Ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte a seguito dell'offerta in borsa, per un ammontare complessivo pari ad Euro 182,5.

Pertanto l'Accordo di Pre-garanzia costituisce un importante elemento per assicurare la costituzione di un consorzio di garanzia e il buon esito dell'Aumento di Capitale e pertanto l'avveramento delle condizioni per l'erogazione del finanziamento.

2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione

Il corrispettivo dell'Operazione è rappresentato dalle commissioni e precisamente dalla: (i) commissione di pre-garanzia pari all'1,75% dell'importo oggetto dell'Accordo di Pre-garanzia, e (ii) commissione di garanzia pari al 4,25% dell'importo garantito, fermo restando che l'impegno di garanzia delle Banche Garanti non potrà essere inferiore a Euro 100 milioni.

Il corrispettivo dell'Operazione riconosciuto ai Garanti varia da un minimo di Euro 7,75 milioni nel caso di una Garanzia su un importo di sottoscrizione minimo di Euro 100 milioni e un massimo di Euro 12 milioni nel caso di una Garanzia su un importo di sottoscrizione massimo di Euro 200 milioni.

Le commissioni variano di conseguenza da un minimo del 5,17% e un massimo del 6% degli importi minimi e massimi oggetto di impegno di sottoscrizione da parte dei Garanti e costituiscono il costo del trasferimento del rischio di sottoscrizione del nuovo capitale dagli attuali azionisti alle banche garanti.

Tali importi corrispondono quindi per le banche al "costo" del rischio inerente al previsto obbligo di sottoscrizione dell'eventuale inoptato sulle azioni di nuova emissione e per l'azienda al "costo" del nuovo capitale che gli attuali azionisti o il mercato rappresentato da nuovi investitori non intendessero sottoscrivere.

Il rischio di sottoscrizione dei nuovi titoli emessi eventualmente inoptati e conseguentemente il prezzo della garanzia è, inoltre, inversamente correlato al flottante o liquidità disponibile per gli scambi effettivi sul mercato di borsa. Infatti il rischio riconosciuto all'esecuzione di un aumento di capitale è maggiore su un titolo con flottante limitato e scarsa liquidità che presenta una minor attrattiva per certe categorie di investitori. L'evidenza degli scambi di borsa sui titoli della società dimostra che i titoli RCS soffrono di una limitata attività di negoziazione.

* * *

In data 11 aprile 2013, su designazione del Comitato Consiliare Parti Correlate, è stato dato incarico ai prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella - in ragione delle loro comprovate esperienze professionali e accademiche in materia di scienze bancarie, finanziarie e assicurative - quali esperti indipendenti ai sensi della Procedura (gli "**Esperti Indipendenti**") e con riferimento ai prospettati accordi inerenti le garanzie relative alla sottoscrizione del previsto Aumento di Capitale della Società, per la predisposizione di un parere a favore del Comitato con riguardo alla considerata struttura dell'aumento medesimo, ed in particolare con riferimento alle metodologie e criteri applicativi considerati in relazione alla determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, nonché alle condizioni previste nell'ambito dei suddetti accordi.

Secondo gli Esperti Indipendenti la valutazione della congruità delle commissioni di pre-garanzia e garanzia può essere svolta facendo riferimento alle commissioni applicate in operazioni comparabili. Il *pricing* di un'operazione finanziaria dipende dal rischio ad essa associata. La congruità del *pricing* non può quindi che far riferimento a operazioni analoghe per grado di rischio.

Nell'operazione in questione RCS, in qualità di società emittente, cede - sotto determinate condizioni - alle banche una parte del rischio di assenza di sottoscrizioni ovvero l'insuccesso dell'aumento di capitale. Tale porzione di rischio dovrebbe quindi essere trasferita, per effetto dell'accordo, in capo ai Garanti. Questo trasferimento si verifica nell'ambito di due contratti: l'Accordo di Pre-garanzia e l'Accordo di Garanzia.

In sintesi i costi della pre-garanzia e della garanzia oggetto dell'Operazione variano dal 5,17% al 6% degli importi oggetto di impegno.

Gli Esperti Indipendenti per valutare i costi associati a operazioni comparabili hanno considerato gli aumenti di capitale realizzati sul mercato italiano a partire dal 2008 e con una raccolta almeno pari a Euro 100 milioni. Per tali operazioni sono disponibili le commissioni di garanzia, non risultano invece disponibili i dati circa le commissioni di pre-garanzia.

Secondo gli Esperti Indipendenti, l'anno 2012 è senza dubbio il più comparabile con l'Operazione oggetto di esame in termine di condizioni di mercato. In tale anno le operazioni di aumento di capitale con controvalore raccolto superiore ai 100 milioni di euro per le quali sono disponibili informazioni circa le commissioni di garanzia sono tre: Fondiaria Sai, Unipol e Unicredit. Per le prime due società le commissioni di garanzia sono state pari rispettivamente al 4,8% e al 4,5% (a cui si aggiungono commissioni di incentivo pari al 2,18%) mentre per Unicredit le commissioni sono state pari al 2,25% (a cui si aggiungono commissioni di incentivo pari allo 0,25%). In tale quadro gli Esperti Indipendenti considerano comunque che l'aumento di capitale di Unicredit è stato di circa Euro 7,5 miliardi, quindi nettamente distante dall'ordine di grandezza dell'operazione in oggetto, mentre gli altre due sono stati nell'ordine di 1 miliardo di Euro ciascuno.

Gli Esperti Indipendenti hanno valutato che l'Operazione presenta commissioni di garanzia in linea con quanto osservato per le operazioni Fondiaria Sai e Unipol nel 2012, sebbene le dimensioni di queste due operazioni siano significativamente maggiori rispetto a quella prospettata per RCS.

Gli Esperti Indipendenti osservano inoltre che l'entità dei rischi associati alle garanzie è acuita nel caso dell'Aumento di Capitale dallo scarso flottante di RCS. Il rischio di non riuscire a collocare le azioni inoptate è difatti più elevato per i titoli con modesto flottante in quanto tale caratteristica preclude l'interesse di talune categorie di investitori istituzionali così come rende poco attraente il titolo anche per investitori spinti da motivazioni industriali.

Le attuali condizioni di mercato non contribuiscono a facilitare i collocamenti azionari. Nel 2013 sono stati finora realizzati 5 aumenti di capitale presso la Borsa Italiana, per un controvalore di Euro 19,8 milioni e un controvalore medio di circa 4 milioni di Euro per operazione.

Gli Esperti Indipendenti, concludono affermando che *"tenuto conto delle condizioni di mercato, delle caratteristiche della società emittente in termini di scarsità di flottante e della particolarità dell'operazione, si ritiene che le complessive commissioni di garanzia concordate siano da ritenere congrue e non si ravvisano elementi di diversità nel trattamento economico concordato con le banche controparti che rivestono la qualifica di parti correlate rispetto alle altre banche controparti"*.

L'unanime parere favorevole del Comitato Consiliare Parti Correlate ed il parere rilasciato dagli Esperti Indipendenti sono allegati al Documento Informativo.

2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Le Società ha predisposto il presente Documento Informativo ai sensi dell'articolo 5, primo comma, del Regolamento, che prevede l'obbligo di pubblicazione di un documento informativo qualora sia conclusa un'operazione di maggiore rilevanza.

L'impegno di Sottoscrizione oggetto dell'Accordo di pre-garanzia di Intesa Sanpaolo, singolarmente considerata, e quella di Mediobanca, sebbene individualmente inferiore, unitamente alla quota di Intesa Sanpaolo superano la soglia del 5% rispetto all'indice di rilevanza del controvalore attestandosi rispettivamente al 8,01% e al 1,34%.

L'indice di rilevanza del controvalore, indicato nell'Allegato 3 del Regolamento e richiamato dalla Procedura ai fini dell'individuazione delle soglie rilevanti, corrisponde al rapporto tra l'importo massimo garantito e il maggiore tra il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato e la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato.

All'Operazione non risultano invece applicabili i restanti indici alternativi previsti nell'Allegato 3 del Regolamento, ossia i) l'indice di rilevanza dell'attivo, quale rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della Società, e ii) l'indice di rilevanza delle passività, quale rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della Società.

Con riferimento agli effetti economici l'Operazione comporterà un ammontare complessivo di Commissioni di pre-garanzia e di garanzia per tutti i Garanti che varia da un minimo di Euro 7,75 milioni (calcolata su una pre-garanzia di Euro 200 milioni) a un massimo di Euro 12 milioni in relazione agli importi.

Sotto il profilo patrimoniale e finanziario l'Accordo di pre-garanzia e il successivo Accordo di Garanzia costituiscono un elemento importante per il buon esito dell'Aumento di Capitale. Come anticipato l'erogazione del finanziamento è condizionata all'esecuzione di un aumento di capitale per un importo non inferiore a Euro 400 milioni.

2.6. Impatto sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate

L'Operazione non ha alcun impatto sull'ammontare dei compensi degli Amministratori di RCS e/o di società da questa controllate.

2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'Emittente nell'Operazione

L'Operazione non genera, direttamente o indirettamente, alcun interesse in capo ad alcun componente degli organi di amministrazione e di controllo, né al direttore generale né ad alcun dirigente dell'Emittente, fatto salvo quanto già riportato al precedente paragrafo 2.2.

2.8. Iter di approvazione dell'Operazione

In data 19 dicembre 2012 il Consiglio di Amministrazione della Società, a seguito dell'approvazione del Piano per lo Sviluppo in relazione agli obiettivi economici e di *business*, ha dato mandato all'Amministratore Delegato, anche con l'ausilio dell'*advisor* Credit Suisse Securities Limited Milan Branch, nominato in pari data dal Consiglio stesso, di svolgere le opportune valutazioni rispetto all'articolazione puntuale della struttura finanziaria e patrimoniale necessari a supportare la realizzazione del Piano. In data 27 marzo 2013, il Consiglio di Amministrazione ha approvato il Piano per lo Sviluppo, comprensivo della componente finanziaria e patrimoniale ed ha, tra l'altro, esaminato lo stato di avanzamento delle negoziazioni in corso dell'Operazione.

Attività del Comitato Consiliare Parti Correlate

L'art. IV della Procedura adottata dalla Società prevede che, per le operazioni di maggiore rilevanza, il Comitato Consiliare Parti Correlate, per il tramite di uno o più componenti dallo stesso di volta in volta delegati sia comunque coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.

Inoltre, il medesimo articolo IV della Procedura prevede che le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate siano approvate dal Consiglio di Amministrazione della Società, previo motivato parere favorevole del Comitato Consiliare Parti Correlate, che deve esprimersi sull'interesse della Società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Comitato Consiliare Parti Correlate è stato conseguentemente informato, dalle competenti Strutture della Società, dei termini e delle condizioni dell'Operazione ed è stato altresì coinvolto nella fase istruttoria e delle trattative attraverso la ricezione di un flusso di informazioni completo e tempestivo.

In particolare nel corso della riunione dell'11 aprile 2013, il Comitato Parti Correlate ha deliberato di conferire ai prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella - condivisa e confermata la positiva valutazione di adeguata indipendenza degli stessi - un incarico, quali esperti indipendenti ai sensi della Procedura in materia di operazioni con parti correlate e con riferimento ai prospettati accordi inerenti le garanzie relative alla sottoscrizione del previsto Aumento di Capitale della Società, per la predisposizione di un parere a favore del Comitato con riguardo alla considerata struttura dell'aumento medesimo, ed in particolare con riferimento alle metodologie e criteri applicativi considerati in relazione alla determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, nonché alle condizioni previste nell'ambito dei suddetti accordi.

Con comunicazione del 23 aprile 2013, la Funzione Finanza ha informato il Comitato Parti Correlate che a partire dal 15 aprile, la Società con il supporto dell'*Advisor* finanziario Credit Suisse, aveva avviato gli incontri e i contatti con gli istituti di credito, tra cui Banca IMI e Mediobanca, che si erano dichiarati interessati a partecipare al consorzio di garanzia per il prospettato Aumento di Capitale. Contestualmente veniva trasmessa bozza dell'Accordo di Pre-garanzia.

Alla riunione del 27 aprile 2013 hanno partecipato, su richiesta del Comitato Consiliare Parti Correlate, a cui è stata presentata versione aggiornata della bozza di accordo: il presidente del consiglio di amministrazione, prof. Angelo Provasoli, l'Amministratore Delegato, dr. Pietro Scott Iovane, il presidente del Collegio Sindacale, avv. Giuseppe Lombardi ed il sindaco effettivo prof. Pietro Manzonetto (essendo assente giustificato il sindaco effettivo prof. Franco Dalla Sega, anch'egli invitato) e il Chief Financial Officer, i responsabili delle funzioni finanza, affari societari e amministrazione e fiscale della Società, nonché l'esperto indipendente prof. Giovanni Petrella, anche per conto del prof. Mario Cattaneo, altro esperto indipendente ed impossibilitato a parteciparvi, nonché rappresentanti di Credit Suisse e dello Studio Legale Chiomenti, rispettivamente *advisor* finanziario e consulente legale della Società. Facendo seguito agli approfondimenti svolti e alle informative ricevute nell'ambito delle precedenti riunioni, ed in base alle ulteriori informazioni fornite, il Comitato ha esaminato i termini e le condizioni dell'Accordo di Pre-garanzia ivi inclusa la *Fee Letter* proposti dai Garanti. Si precisa che nel corso della riunione il Sindaco Effettivo Pietro Manzonetto, che ricopre la carica di presidente del collegio sindacale di Banco Popolare Soc. Coop., controllante Banca Aletti & C S.p.A., ha dato notizia dell'interesse di cui è portatore con riferimento all'Operazione.

Come di prassi la società di revisione KPMG S.p.A., tramite suoi rappresentanti, ha assistito alle riunioni del Comitato Consiliare Parti Correlate.

Ad esito di tale riunione il Comitato Consiliare Parti Correlate, ha prontamente trasmesso al Consiglio di Amministrazione il proprio parere affinché quest'ultimo potesse a sua volta deliberare in merito all'Operazione.

Iter di approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di RCS

Nella riunione del 28 aprile 2013, il Consiglio di Amministrazione, riunitosi sotto la presidenza di Angelo Provasoli e con presenti Roland Berger, Pietro Scott Iovane, Fulvio Conti, Luca Garavoglia, Piergaetano Marchetti, Laura Mengoni e Paolo Merloni, acquisito il parere favorevole del Comitato Consiliare Parti Correlate sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni, ha approvato a maggioranza, con il solo voto contrario di Paolo Merloni, l'Operazione come descritta nel presente Documento Informativo, dando mandato all'Amministratore Delegato, con facoltà di subdelega, di sottoscrivere l'Accordo di Pre-garanzia e la *Fee Letter*. Nel corso della riunione il Sindaco Effettivo Pietro Manzonetto che ricopre la carica di presidente del collegio sindacale di Banco Popolare Soc. Coop., controllante Banca Aletti & C S.p.A., ha dato notizia dell'interesse di cui è portatore con riferimento all'Operazione.

In data 29 e 30 aprile 2013, RCS ha sottoscritto l'Accordo di Pre-garanzia e la *Fee Letter* con i Garanti. L'importo complessivo degli impegni di pre-garanzia, alla data del Documento Informativo, è dunque pari a Euro 182,5 milioni.

Al presente Documento Informativo è allegato, ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento, il parere espresso dal Comitato Consiliare Parti Correlate e il parere degli esperti indipendenti prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella. Tali documenti sono disponibili anche sul sito internet della Società www.rcsmediagroup.it.

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato, Pietro Scott Iovane

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'P. Scott Iovane', written over a circular stamp or seal.

Al Consiglio di Amministrazione

RCS MediaGroup S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo riferimento all'accordo di pre-garanzia (l'“**Accordo di Pre-garanzia**”) che RCS MediaGroup S.p.A. (“**RCS**” o la “**Società**”) intende concludere con Banca IMI S.p.A., Centrobanca - Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., BNP Paribas, Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., Banca Akros S.p.A., Commerzbank A.G. e Banca Aletti & C. S.p.A., in qualità di banche garanti (le “**Banche Garanti**”), in relazione al previsto aumento di capitale della Società. Banca IMI S.p.A. e BNP Paribas, Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. agiranno inoltre in qualità di Coordinatori Globali.

Tra le controparti dell'Accordo di Pre-garanzia, Banca IMI S.p.A. (“**Banca IMI**”) (appartenente al gruppo bancario Intesa Sanpaolo) e Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”) rappresentano parti correlate ai sensi della procedura in materia di operazioni con parti correlate adottata dalla Società in data 10 novembre 2010 (la “**Procedura Parti Correlate**”).

Conseguentemente il comitato consiliare parti correlate (il “**Comitato**”) è tenuto ai sensi della Procedura Parti Correlate a rilasciare il presente parere circa l'interesse della Società alla stipula dell'Accordo di Pre-garanzia, nonché circa la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Premessa

Come già comunicato al mercato da parte della Società, la realizzazione del Piano per lo Sviluppo 2013 - 2015 approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 19 dicembre 2012

e 27 marzo 2013, richiede (i) risparmi sui costi e la dismissione di *asset non core* per circa Euro 250 milioni (ii) il parziale rifinanziamento del debito bancario in scadenza nel secondo semestre 2012 e nei primi mesi del 2014; e (iii) la ricapitalizzazione della Società, per un importo massimo di Euro 600 milioni, da attuarsi mediante un aumento di capitale a pagamento per minimi Euro 400 milioni ai sensi dell'art. 2441, primo comma del Codice Civile, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2013 e l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, di aumentare il capitale sociale di massimi Euro 200 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, e comunque fino alla concorrenza dell'importo complessivo di Euro 600 milioni al netto dell'importo effettivamente sottoscritto ad esito dell'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2015, come meglio descritto in seguito.

In data 15 aprile 2013 è stata finalizzata l'operazione di rifinanziamento per 575 milioni del debito bancario in scadenza. Come è noto l'erogazione del finanziamento è subordinata, tra l'altro, all'esecuzione e liberazione dell'aumento di capitale della Società per un importo non inferiore a 400 milioni.

Secondo quanto rappresentato dal Consiglio di Amministrazione è previsto che il Consiglio in data 28 aprile 2013 deliberi, tra l'altro, di proporre all'Assemblea straordinaria, nell'ambito dei provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile per la ricapitalizzazione della Società, previa riduzione del capitale per perdite, l'aumento di capitale a pagamento, scindibile, per massimi Euro 500 milioni, comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo, di cui massimi Euro 400 milioni, mediante emissione di azioni ordinarie, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, (l'“**Aumento di Capitale Ordinario**”) e massimi Euro 100 milioni mediante emissione di azioni di risparmio di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (l'“**Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B**”, congiuntamente all'Aumento di Capitale Ordinario, l'“**Aumento di Capitale**”), tutte prive dell'indicazione del valore nominale e con godimento regolare, da offrire in opzione, rispettivamente, agli azionisti ordinari e di risparmio della Società ai sensi dell'art. 2441, primo comma del Codice Civile, in proporzione al numero di azioni dagli stessi detenute e, che sia conferito al Consiglio di

Amministrazione ogni più ampio potere per definire, in prossimità dell'avvio dell'offerta, il prezzo di emissione delle azioni ordinarie di nuova emissione (le "**Azioni Ordinarie**") e delle azioni di risparmio di nuova emissione di nuova categoria rispetto alle azioni di risparmio attualmente in circolazione (le "**Azioni di Risparmio di Categoria B**", congiuntamente alle Azioni Ordinarie, le "**Nuove Azioni**"), il numero massimo di Azioni Ordinarie e di Azioni di Risparmio di Categoria B di nuova emissione nonché il rapporto di assegnazione in opzione.

La proposta relativa ai provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile tra cui l'Aumento di Capitale sarà sottoposta all'Assemblea Straordinaria successivamente alla proposta di eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni e alla proposta di introdurre la possibilità di emettere una ulteriore categoria di azioni di risparmio rispetto a quella già esistente. Alla data del presente parere, i soci Mediobanca S.p.A., Fiat S.p.A., Fondiaria SAI S.p.A., Pirelli & C. S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Mittel Partecipazioni Stabili S.r.l., Edison S.p.A., aderenti al sindacato di blocco e consultazione della Società (i "**Soci del Patto**"), hanno fatto pervenire alla Società separate lettere di impegno a sottoscrivere la quota di propria pertinenza dell'Aumento di Capitale, complessivamente per circa il 44% del capitale sociale ordinario, al netto delle azioni ordinarie di proprietà della Società (gli "**Impegni di Sottoscrizione dei Soci**"). Inoltre, il socio Fiat S.p.A. ha comunicato alla Società di voler rilevare da altri soci aderenti al Sindacato una parte dei diritti di opzione che detti altri soci non dovessero esercitare, per un ulteriore 2,805% del capitale sociale ordinario. Il socio Intesa Sanpaolo S.p.A. ha comunicato alla Società l'intenzione di acquistare dagli aderenti al Sindacato di Blocco e Consultazione della Società un quantitativo di diritti di opzione il cui acquisto ed esercizio con la conseguente sottoscrizione di Azioni Ordinarie comporti un complessivo esborso non superiore a Euro 10 milioni (assieme agli Impegni di Sottoscrizione dei Soci, gli "**Impegni di Sottoscrizione**").

L'Accordo di Pre-garanzia impegna le Banche Garanti a stipulare con RCS, prima dell'avvio dell'offerta in opzione, un accordo definitivo di garanzia (l' "**Accordo di Garanzia**") avente ad oggetto l'impegno di sottoscrizione delle Azioni Ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte a seguito dell'offerta in borsa, per un ammontare complessivo pari ad Euro 182,5

milioni, ripartito per ciascuna Banca Garante come di seguito indicato:

Banca	Ruolo	Garanzia
Banca IMI	Coordinatore Globale e Bookrunner	Euro 75.000.000,00
BNP Paribas	Coordinatore Globale e Bookrunner	Euro 30.000.000,00
Centrobanca	Bookrunner	Euro 25.000.000,00
Commerzbank	Bookrunner	Euro 20.000.000,00
Mediobanca	Bookrunner	Euro 12.500.000,00
Banca Akros	Bookrunner	Euro 10.000.000,00
Banca Aletti	Bookrunner	Euro 10.000.000,00
Totale		Euro 182.500.000,00

L'Accordo di Pre-garanzia e l'Accordo di Garanzia avranno ad oggetto le sole Azioni Ordinarie, pertanto l'Aumento di Capitale di Risparmio di Categoria B non risulterà garantito.

In base all'Accordo di Pre-garanzia, la stipula del successivo e definitivo Accordo di Garanzia e gli impegni di sottoscrizione delle Banche Garanti sono condizionati al verificarsi di talune condizioni, tra cui la condizione che:

- il prezzo di emissione delle Nuove Azioni e le altre condizioni di emissione, ivi incluso il rapporto di opzione, siano stabilite da RCS d'intesa con i Garanti in base all'Accordo di Garanzia;
- l'Offerta in opzione prenda avvio entro il 1 luglio 2013 o al più tardi, in caso di proroga del termine di scadenza dell'Accordo di Pre-garanzia, entro l'8 luglio 2013;
- siano stati assunti dai Soci del Patto impegni irrevocabili e incondizionati di sottoscrizione di Azioni Ordinarie, per un controvalore complessivo non inferiore a Euro 200 milioni;

- non siano venuti meno gli impegni di finanziamento delle banche finanziatrici, come descritti nel Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera 17221 del 12 marzo 2010 pubblicato dalla Società in data 22 aprile 2013, fermo restando l'obbligo per la Società di sottoscrivere il contratto di finanziamento entro i termini stabiliti nell'Accordo di Pre-garanzia;
- siano stati assunti impegni di pre garanzia, di contenuto analogo a quelli assunti dai Garanti, fino a concorrenza dell'importo complessivo dell'Aumento di Capitale Ordinario non coperto dagli impegni irrevocabili e incondizionati dei soci;;
- siano stati assunti dai Soci del Patto impegni, impegni di *lock-up* nei confronti dei Garanti, per un periodo di 6 mesi dalla chiusura dell'Aumento di Capitale;
- dalla *due diligence* su RCS e sul Gruppo non siano emersi elementi rilevanti e pregiudizievoli;
- che non si siano verificati eventi pregiudizievoli (es. "*material adverse change*", "*force majeure*").

Nell'Accordo di Pre-garanzia sono inoltre previsti a carico di RCS una serie di obblighi di fare, di non fare ed informativi nonché il rilascio di dichiarazioni di garanzia.

Il corrispettivo e le spese per gli impegni di sottoscrizione che le Banche Garanti assumono con l'Accordo di Pre-garanzia sono contenute in una separata *fee letter* (la "***Fee Letter***"). E' previsto il pagamento in favore delle Banche Garanti di una commissione di pre-garanzia pari all'1,75% dell'importo oggetto dell'Accordo di Pre-garanzia ed una commissione di garanzia pari al 4,25% dell'importo garantito, fermo restando che l'impegno di garanzia delle Banche Garanti non potrà essere inferiore a 100 milioni.

Attività del Comitato

Selezione di Esperti indipendenti

Il Comitato ai fini dell'esercizio dei compiti previsti dall'art. IV della Procedura Parti Correlate si è avvalso della facoltà prevista dalla Procedura stessa di farsi assistere da un esperto indipendente di propria scelta. Il Comitato nella riunione dell'11 aprile 2013 ha deciso all'unanimità di designare il prof. Mario Cattaneo ed il prof. Giovanni Petrella quali esperti indipendenti in ragione delle comprovate esperienze professionali e accademiche in materia di scienze bancarie, finanziarie e assicurative. Ciò in particolare in considerazione del fatto che l'Aumento di Capitale e il rifinanziamento del debito in scadenza sono tra loro interconnessi e costituiscono una componente fondamentale del Piano per lo Sviluppo 2013-2015.

Il prof. Mario Cattaneo ed il prof. Petrella hanno ricevuto dalla Società la documentazione necessaria ai fini della predisposizione da parte dello stesso, di un parere in merito alla congruità delle condizioni del costo della Pre-Garanzia.

Esame dei termini dell'Operazione

Il Comitato è stato prontamente informato, ai sensi dell' art. IV della Procedura Parti Correlate, dalle strutture della Società competenti dei termini e delle condizioni dell'Operazione ed è stato altresì coinvolto nella fase istruttoria e delle trattative attraverso la ricezione di un flusso di informazioni completo e tempestivo.

Nel corso della riunione dell'11 aprile 2013, il Comitato ha deliberato di conferire ai prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella - condivisa e confermata la positiva valutazione di adeguata indipendenza degli stessi - un incarico, quali esperti indipendenti ai sensi della Procedura in materia di operazioni con parti correlate e con riferimento ai prospettati accordi inerenti le garanzie relative alla sottoscrizione del previsto aumento di capitale della Società, per la predisposizione di un parere a favore del Comitato con riguardo alla considerata struttura dell'aumento medesimo, ed in particolare con riferimento alle metodologie e criteri applicativi considerati in relazione alla determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, nonché alle condizioni previste nell' ambito dei suddetti accordi.

Con comunicazione del 23 aprile 2013, la Funzione Finanza ha informato il Comitato che a

partire dal 15 aprile, la Società con il supporto dell'Advisor finanziario Credit Suisse, aveva avviato gli incontri e i contatti con gli istituti di credito, tra cui Banca IMI e Mediobanca, che si erano dichiarati interessati a partecipare al consorzio di garanzia per il prospettato Aumento di Capitale. Contestualmente veniva trasmessa bozza dell'Accordo di Pre-garanzia.

Alla riunione del 27 aprile 2013 hanno partecipato, su richiesta del Comitato, a cui è stata presentata versione aggiornata della bozza di accordo: il presidente del consiglio di amministrazione, prof. Angelo Provasoli, l'Amministratore Delegato, dr. Pietro Scott Iovane, il presidente del Collegio Sindacale, avv. Giuseppe Lombardi ed il sindaco effettivo prof. Pietro Manzonetto (essendo assente giustificato il sindaco effettivo prof. Franco Dalla Sega, anch'egli invitato) e il *Chief Financial Officer*, i responsabili delle funzioni finanza, affari societari e amministrazione e fiscale della Società, nonché l'esperto indipendente prof. Giovanni Petrella, anche per conto del prof. Mario Cattaneo, altro esperto indipendente ed impossibilitato a parteciparvi, nonché rappresentanti di Credit Suisse e dello Studio Legale Chiomenti, rispettivamente advisor finanziario e consulente legale della Società. . Facendo seguito agli approfondimenti svolti e alle informative ricevute nell'ambito delle precedenti riunioni, ed in base alle ulteriori informazioni fornite, il Comitato ha esaminato i termini e le condizioni dell'Accordo di pre-garanzia ivi inclusa la Fee Letter proposti dalle Banche Garanti.

Nel corso della riunione il Comitato ha ribadito quanto più volte considerato dal Consiglio di Amministrazione e indicato nei relativi comunicati stampa della Società (in particolare il comunicato del 19 dicembre 2012) e cioè è interesse della Società la realizzazione del Piano per lo Sviluppo e che la realizzazione del Piano e dei suoi obiettivi di sviluppo ed il rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria del Gruppo richiedono, oltre ai programmati risparmi sui costi e alle dismissioni delle attività "non core", anche l'apporto di significative nuove risorse a titolo di capitale. Come già comunicato al mercato l'erogazione del finanziamento è subordinata, tra l'altro, all'esecuzione e liberazione dell'aumento di capitale della Società per un importo non inferiore a Euro 400 milioni. Ad oggi alcuni soci si sono impegnati a sottoscrivere una quota pari a circa il 44% dell'Aumento di Capitale. Pertanto, anche sulla base di quanto rappresentato dal Consiglio di Amministrazione,

l'Accordo di Pre-garanzia costituisce un importante elemento per assicurare la costituzione di un consorzio di garanzia e il buon esito dell'Aumento di Capitale e pertanto l'avveramento delle condizioni per l'erogazione del finanziamento.

* * *

Pertanto,

- ricevuti i documenti e le informazioni necessarie a rilasciare un motivato parere sull'interesse della Società alla stipula dell'Accordo di Pre-garanzia ivi inclusa *Fee Letter*, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni e dei termini degli stessi;
- constatato che il Comitato è stato costantemente informato dal Comitato Manageriale riguardo lo stato di avanzamento delle trattative e, in particolare, sui termini e le condizioni dell'Accordo di Pre-garanzia inclusa la *Fee Letter*;
- esaminato il parere predisposto dal Prof. Mario Cattaneo e prof. Giovanni Petrella, esperti indipendenti, con riguardo alla considerata struttura dell'aumento medesimo, ed in particolare con riferimento alle metodologie e criteri applicativi considerati in relazione alla determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, nonché alle condizioni previste nell'ambito dei suddetti accordi;
- condiviso quanto indicato dal Consiglio di Amministrazione circa l'interesse della Società alla stipula dell'Accordo di Pre-garanzia ivi inclusa la *Fee Letter*;
- avendo positivamente valutato la convenienza e la correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni dell'Accordo di Pre-garanzia inclusa la *Fee Letter*,

il Comitato, all'unanimità,

ESPRIME PARERE FAVOREVOLE

sull'Accordo di Pre-garanzia e sulla *Fee Letter*.

Milano, 27 aprile 2013

per il Comitato Operazioni con Parti Correlate

Il Presidente

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'W. Fel', written over a horizontal line.

Egregi Signori Amministratori
Membri del Comitato Consiliare Parti Correlate di
RCS MediaGroup S.p.A.
Via Angelo Rizzoli 8
20132 Milano

Alla c.a. di

Dottor Luca Garavoglia (Presidente)
Dottor Fulvio Conti
Dottoressa Laura Mengoni

Milano, 27 aprile 2013

Egregi Signori,

ci avete incaricato di esprimere il nostro parere in merito ai criteri di determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione con riferimento all'aumento di capitale (nel seguito, anche, l'“**aumento di capitale**”) previsto nell'ambito dell'operazione di ricapitalizzazione il cui schema è stato definito dal Consiglio di Amministrazione di RCS MediaGroup S.p.A. (nel seguito, anche, “**RCS**”) nella seduta del 14 aprile 2013.

In adempimento di tale incarico rassegniamo la presente relazione, precisando che essa non ha riguardato gli aspetti giuridici dell'aumento di capitale. Neppure è stato oggetto della nostra analisi il ruolo di tale operazione nel complessivo processo di ristrutturazione finanziaria e industriale di RCS.

La relazione si basa sulle informazioni – assunte essere accurate, veritiere e complete – fornite agli scriventi dalla direzione finanziaria di RCS. La relazione è altresì basata su dati¹ e documenti pubblicamente disponibili.

¹ Per i dati di mercato (quali ad esempio prezzi e indici azionari) si è fatto riferimento ai database più diffusi, quali Bloomberg e Thomson Reuters Datastream. La fonte utilizzata è precisata in occasione delle relative elaborazioni.



La nostra comprensione dell'operazione

In data 14 aprile 2013, il Consiglio di Amministrazione di RCS ha definito lo schema dell'operazione di ricapitalizzazione da proporre all'Assemblea Straordinaria per un importo massimo di 600 milioni di euro da realizzarsi mediante:

1. un aumento di capitale in opzione a pagamento, per un ammontare minimo di 400 milioni di euro, attraverso l'emissione di azioni ordinarie e di azioni di risparmio, previa eliminazione del valore nominale delle azioni, riduzione del capitale sociale per perdite ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile e raggruppamento delle azioni ordinarie; e
2. un aumento di capitale in opzione delegato al Consiglio di Amministrazione per un ammontare massimo di 200 milioni di euro (e comunque fino a concorrenza del complessivo importo massimo di 600 milioni di euro, tenuto conto dell'importo effettivamente sottoscritto all'esito dell'aumento di capitale di cui al precedente punto 1).

In data 14 aprile 2013, i soci Mediobanca, Fiat, Fondiaria SAI, Pirelli & C., Intesa Sanpaolo, Mittel Partecipazioni Stabili ed Edison, aderenti al sindacato di blocco e consultazione sottoscritto in data 8 aprile 2012 (nel seguito, anche, il **“patto di sindacato”**), hanno fatto pervenire a RCS separate lettere di impegno, soggetto a talune condizioni, a sottoscrivere la quota di propria pertinenza² in relazione all'emissione di azioni ordinarie di cui al precedente punto 1. Taluni soci aderenti al patto di sindacato hanno altresì anticipato a RCS l'intenzione di rilevare – da altri soci aderenti a tale patto – una parte dei diritti di opzione che detti altri soci non dovessero esercitare così che sia comunque garantita la sottoscrizione di un ammontare pari ad almeno il 50% dell'aumento di capitale da realizzarsi mediante emissione di azioni ordinarie.

In data 14 aprile 2013, Banca IMI, Centrobanca, BNP Paribas, Mediobanca e Banca Akros hanno comunicato con separate lettere a RCS l'interesse a partecipare a un costituendo consorzio di garanzia, per un controvalore complessivo di azioni ordinarie pari a 166 milioni di euro. Successivamente, in seguito alle disponibilità manifestate da Banca Aletti, Banca Akros e Commerzbank, il controvalore garantito è diventato pari a 182,5 milioni di euro.

² Quota complessivamente pari a circa il 44% del capitale sociale ordinario di RCS, al netto delle azioni proprie.



È previsto che, in data 28 aprile 2013, il Consiglio di Amministrazione di RCS approvi, tra l'altro, una proposta di aumento di capitale a pagamento, da offrire in opzione agli attuali azionisti, mediante emissione di azioni ordinarie per un importo massimo di 400 milioni di euro e mediante emissione di azioni di risparmio di nuova categoria per un importo massimo di 100 milioni di euro nonché una proposta di attribuire, ai sensi dell'art. 2443 del codice civile, la facoltà allo stesso Consiglio di Amministrazione di aumentare il capitale sociale – entro il 31 dicembre 2015 – per un ulteriore importo complessivo massimo di 200 milioni di euro, a pagamento, mediante emissione di azioni ordinarie e/o azioni di risparmio da offrirsi in opzione ai soci aventi diritto.

È inoltre previsto che un *pool* di intermediari finanziari di primario *standing* (nel seguito, anche, le “**banche garanti**”) assuma – mediante un accordo di pre-garanzia – l'impegno a sottoscrivere con RCS, prima dell'avvio dell'offerta in opzione delle nuove azioni, un accordo di garanzia avente ad oggetto la sottoscrizione delle azioni ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte all'esito dell'offerta in borsa dei diritti inoptati ex art. 2441, comma 3, del codice civile, per un ammontare complessivo massimo di 200 milioni di euro (nel seguito, anche, l'“**importo pre-garantito**”)³.

La sottoscrizione dell'accordo di garanzia da parte delle banche garanti è subordinato, tra l'altro, all'assunzione di un impegno irrevocabile e incondizionato da parte di soci aderenti al patto di sindacato alla sottoscrizione di azioni ordinarie per un controvalore complessivo non inferiore a 200 milioni di euro.

La misura dell'impegno – a carico delle banche garanti – alla sottoscrizione di azioni ordinarie inoptate oggetto dell'accordo di garanzia (nel seguito, anche, l'“**importo garantito**”) sarà eventualmente ridotto in presenza di impegni di sottoscrizione – ulteriori rispetto a quelli descritti nel capoverso precedente – vincolanti, irrevocabili e incondizionati da parte di soci RCS pervenuti in tempo utile per la loro rappresentazione nel prospetto informativo (nel seguito, anche, gli “**impegni ulteriori**”).

³ Sebbene, come riportato nel testo, alla data della relazione l'importo pre-garantito da un pool di banche è pari a 182,5 milioni di euro, la proposta di accordo di pre-garanzia prevede una condizione sospensiva che subordina la sottoscrizione dell'accordo di garanzia al raggiungimento di un importo complessivo pre-garantito pari a 200 milioni di euro. Tale importo può essere raggiunto mediante la sottoscrizione di analoghi accordi di pre-garanzia con altre banche oppure attraverso impegni da parte di soci del patto.



La proposta di compenso da corrispondere alle banche garanti è articolata come segue⁴: una commissione di pre-garanzia non riassorbibile pari all'1,75% dell'importo pre-garantito e una commissione di garanzia pari al 4,25% dell'importo garantito⁵. Ai fini del calcolo della commissione di garanzia, l'importo garantito non può essere considerato inferiore a 100 milioni di euro.

Il prezzo di emissione (o prezzo di sottoscrizione) delle nuove azioni ordinarie e di risparmio sarà determinato – d'intesa con le banche garanti – dal Consiglio di Amministrazione tenendo conto, tra l'altro, delle condizioni generali di mercato e dell'andamento dei prezzi e dei volumi negoziati sia delle azioni ordinarie sia delle azioni di risparmio, nonché dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario di RCS e delle relative prospettive.

In particolare, secondo quanto previsto dalla proposta di accordo di pre-garanzia, considerata la prassi di mercato per operazioni similari, il prezzo di emissione sarà definito applicando uno sconto al valore teorico dell'azione post aumento (noto anche come "theoretical ex right price" o semplicemente TERP) calcolato secondo le metodologie correnti.

Il mercato secondario delle azioni RCS

Le caratteristiche del mercato secondario dell'azione costituiscono un riferimento imprescindibile – anche se non unico – nella valutazione delle condizioni di fattibilità di un aumento di capitale e nella determinazione del prezzo di emissione, elemento quest'ultimo ovviamente legato al precedente.

Le azioni RCS sia ordinarie sia di risparmio sono negoziate presso il Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana S.p.A. Le negoziazioni presso il MTA hanno luogo in tre ambienti operativi: l'asta di apertura dalle ore 8.00 alle ore 9.00, la negoziazione continua dalle ore 9.00 alle ore 17.25, l'asta di chiusura dalle ore 17.25 alle ore 17.30. Le aste di apertura e chiusura sono aste a chiamata in cui tutti i contratti si concludono al medesimo prezzo. La fase di negoziazione continua si svolge invece secondo le regole di un'asta

⁴ La presente relazione considera le condizioni economiche previste dall'ultima proposta pervenuta dalle banche garanti in data 27 aprile 2013.

⁵ Le elaborazioni presentate in questa relazione sono state realizzate assumendo che non sia dovuto il pagamento di imposta sul valore aggiunto (IVA) in relazione alle commissioni di garanzia.



istantanea: il sistema telematico conclude i contratti man mano che le proposte di negoziazione diventano compatibili per condizioni di prezzo, rispettando la priorità temporale e i parametri di negoziazione.

Al fine di analizzare le caratteristiche del mercato secondario delle azioni RCS ordinarie e risparmio consideriamo il periodo campionario 25 ottobre 2012-25 aprile 2013⁶. La Tabella 1 riporta, per i due titoli azionari nonché per un campione di controllo rappresentato dal corrispondente decile di riferimento in termini di capitalizzazione di mercato (escludendo l'azione RCS ordinaria), la media e la mediana dei seguenti indicatori: volumi negoziati su base giornaliera in migliaia di euro, spread bid-ask in percentuale della midquote, indicatore di price impact proposto da Amihud (2002)⁷ come calcolato da Ginglinger et al. (2013)⁸, volatilità dei rendimenti annualizzata⁹.

Tabella 1 – Principali indicatori del mercato secondario delle azioni RCS ordinarie e risparmio

	RCS ordinarie		RCS risparmio		Campione di controllo ordinarie	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Volumi negoziati	728	496	61	31	1123	761
Bid-ask spread	0,62%	0,54%	1,54%	1,45%	0,49%	0,34%
Price impact	0,20	0,18	0,86	0,74	0,19	0,11
Volatilità annua	57,4%		63,7%		30,0%	28,0%

⁶ I dati sono tratti da Thomson Reuters Datastream.

⁷ Cfr. Amihud, Y., 2002, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.

⁸ Cfr. Ginglinger, E., Matsoukis, L., Riva, F., 2013, Seasoned equity offerings: Stock market liquidity and the rights offer paradox, *Journal of Business Finance & Accounting* 40, 215-238.

⁹ La volatilità dei rendimenti è stata dapprima calcolata sulla base delle osservazioni giornaliere e poi annualizzata attraverso la moltiplicazione per la radice quadrata del numero di giorni di negoziazione in un anno (seguendo la cosiddetta regola della radice quadrata del tempo).

Le evidenze empiriche sopra riportate dimostrano che il mercato secondario delle azioni RCS si caratterizza per limitata attività di negoziazione, modesta liquidità ed elevata volatilità.

Queste evidenze non sono sorprendenti. Le azioni RCS rientrano a pieno titolo nella categoria dei titoli sottili. Un titolo sottile scambia controvalori bassi, ha un flottante contenuto, un limitato rapporto di turnover ed è tipicamente, ma non necessariamente, emesso da una società di piccole dimensioni¹⁰.

Una ricca letteratura empirica ha documentato la presenza di una relazione significativa tra sottigliezza e scarse performance dei mercati¹¹. Prezzi inefficienti, elevata volatilità transitoria¹², ampi differenziali denaro-lettera (bid-ask spread) sono caratteristiche tipicamente associate a titoli poco scambiati.

Per quanto riguarda la volatilità e l'efficienza del prezzo, sussiste il rischio che il prezzo di mercato di un titolo – qualora esso sia associato a volumi sottili – possa derivare dall'incrocio di domanda e offerta non adeguatamente rappresentative. La circostanza che anche limitati sbilanci su un lato del mercato possano causare rilevanti cambiamenti di prezzo indebolisce sia l'efficienza informativa del prezzo sia il livello atteso di liquidità del titolo.

Inoltre, ancora per quanto riguarda la liquidità, i titoli sottili sono caratterizzati da costi di negoziazione – tipicamente rappresentati dal bid-ask spread – più elevati di quelli associati ai titoli più scambiati. Infine, per quanto riguarda il processo di formazione del prezzo (*price discovery*), dato che i titoli sottili

¹⁰ Cfr. Garbade, K., 1989, *Teoria dei mercati finanziari*, Bologna, Il Mulino (edizione originale: *Securities markets*, New York, McGraw-Hill, 1982); Consiglio di Borsa, 1996, Ipotesi di intervento a sostegno della liquidità dei titoli sottili, *consultative paper*, Milano; Siciliano, G., 1998, Titoli liquidi e titoli sottili. Un confronto fra la Borsa Italiana e i principali mercati azionari europei, *Studi e note di economia* 2, 97-116.

¹¹ Cfr. Easley, D., Kiefer, N.M., O'Hara, M., Paperman, J.B., 1996, Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks, *Journal of Finance* 51, 1405-1436; Aitken, M.J., Cook, R.M., Harris, F.H.B., McInish, T.H., 2009, Market Design and Execution Cost for Matched Securities Worldwide, *Journal of Trading* 4, 38-76.

¹² In relazione al fattore causale che ha provocato la variazione del prezzo, si distingue la volatilità transitoria da quella permanente. La prima è originata da temporanei squilibri tra la domanda e l'offerta presenti sul mercato, da frizioni ovvero da altri fattori distorsivi che influiscono temporaneamente sul prezzo di mercato. La volatilità permanente è causata, invece, da nuove informazioni che influenzano il valore atteso condizionato del titolo in via permanente. Negli studi di microstruttura dei mercati si è soliti indicare la volatilità permanente come efficiente, quella transitoria come inefficiente.



presentano costi di raccolta delle informazioni proporzionalmente superiori a quelli dei titoli più scambiati, i contenuti informativi possono tardare ad essere riflessi nei prezzi di mercato.

Riteniamo che le caratteristiche precedenti debbano essere oggetto di attenta considerazione nella definizione dei criteri di determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione con riferimento all'aumento di capitale.

La determinazione del prezzo di emissione

La determinazione del prezzo di sottoscrizione di nuove azioni emesse in relazione a un aumento di capitale di una società i cui titoli azionari sono negoziati in un mercato secondario efficiente si basa principalmente sul prezzo osservato sul mercato¹³. Non potrebbe essere altrimenti in quanto tale prezzo fornisce una valutazione aggiornata, indipendente e di equilibrio¹⁴ del valore dell'azienda, sebbene suscettibile di essere integrata da considerazioni supplementari in merito alle condizioni congiunturali del mercato che hanno espresso tale valutazione.

In particolare, dato l'ammontare di mezzi finanziari che la società intende raccogliere attraverso l'aumento di capitale e data la capitalizzazione della società prima dell'aumento, il prezzo di emissione si determina – secondo la prassi – sulla base del prezzo di mercato corrente dell'azione nella fase di emissione e di uno sconto rispetto al valore teorico dell'azione post aumento (“theoretical ex right price” o TERP).

Lo sconto sul TERP è finalizzato a incentivare la sottoscrizione dell'aumento di capitale. La sua determinazione viene effettuata tenendo conto sia delle condizioni di mercato sia delle caratteristiche dell'emissione, assumendo la connotazione complessiva di premio per il rischio da riconoscere al sottoscrittore. Lo sconto rispetto al TERP non produce un trasferimento di ricchezza a favore dei nuovi azionisti se e nella misura in cui i diritti di opzione possono essere effettivamente venduti dagli azionisti correnti al loro valore: un

¹³ Questa relazione è tanto più valida quanto più si riferisce a una società emittente con azionariato diffuso (*public company*), mentre se ne può discostare in relazione a società con strutture proprietarie fortemente concentrate.

¹⁴ Nel senso di “equilibrio di mercato” in quanto valore derivante dall'incontro tra domanda e offerta liberamente determinate.



elevato sconto sul TERP (cioè un minore prezzo di emissione delle nuove azioni) si traduce infatti in un maggior valore del diritto d'opzione. La neutralità dello sconto sul TERP per gli azionisti correnti dipende quindi dalle assunzioni circa la liquidità e l'efficienza del mercato dei diritti d'opzione.

Il procedimento appena descritto muove dall'assunzione di un mercato secondario in grado di esprimere un prezzo efficiente in senso informativo. Qualora, invece, il prezzo osservato sul secondario non possa essere considerato pienamente efficiente è opportuno integrare le indicazioni provenienti dal prezzo di mercato con ulteriori considerazioni derivanti dall'analisi fondamentale della società, anche tenendo conto delle previsioni economico-finanziarie – nonché della loro relativa variabilità – espresse nel Piano per lo Sviluppo 2013-2015 approvato dal Consiglio di Amministrazione di RCS.

Nel caso in esame, il mercato secondario sarà anche chiamato ad affrontare il raggruppamento delle azioni RCS. Tale evento, sebbene non alteri il valore dell'impresa ma solo il numero di azioni in cui è suddiviso il capitale sociale, potrebbe dar luogo a variazioni significative del prezzo del titolo, anche per effetto della sua modesta liquidità e del suo scarso flottante. Riteniamo utile sottolineare che la reazione del mercato a tale evento difficilmente si concilia con un mercato efficiente in quanto né i flussi di cassa né la loro rischiosità sono alterati da una variazione del numero di azioni in circolazione e, pertanto, il raggruppamento dovrebbe risultare in un evento non *value relevant*¹⁵.

L'evidenza empirica relativa ai casi di raggruppamento azionario realizzati nei mercati statunitensi mostra che il mercato reagisce mediamente con una diminuzione del prezzo in corrispondenza sia della data di annuncio sia della data in cui il raggruppamento ha efficacia (cosiddetta "*ex date*"). Marchman (2007)¹⁶, sulla base di un vasto campione di raggruppamenti azionari realizzati nel periodo 1962-2002, evidenzia rendimenti anomali negativi in media pari a circa il 5% in corrispondenza della data di annuncio e pari a circa il 6% in corrispondenza della data di efficacia.

¹⁵ Gli effetti sul valore dell'impresa associati al raggruppamento sono misurati dal confronto tra l'ultimo prezzo osservato sul mercato prima del raggruppamento e il primo prezzo osservato sul mercato post raggruppamento.

¹⁶ Cfr. Marchman, B., 2007, *Reverse Stock Splits: Motivations, Effectiveness, and Stock Price Reactions*, Tesi di Dottorato, *Florida State University*.



Per quanto riguarda l'evidenza empirica relativa ai raggruppamenti realizzati sul mercato azionario italiano, Ferretti e Pattarin (2005)¹⁷, sulla base di un campione composto da 37 operazioni di raggruppamento che hanno interessato azioni quotate presso la Borsa Italiana nel periodo 1989-2002, trovano rendimenti anomali medi alla data di efficacia del raggruppamento debolmente negativi (-1,2%) e comunque statisticamente non significativi.

Nelle più recenti operazioni di raggruppamento azionario realizzate in Italia si è osservato quanto segue:

1. il raggruppamento di azioni Unicredit ha avuto efficacia a partire dal 27 dicembre 2011, in rapporto di una nuova azione ogni dieci vecchie azioni, il prezzo di riferimento dell'ultimo giorno precedente il raggruppamento (23 dicembre 2011) è stato pari a 0,6905 euro, il prezzo di apertura del primo giorno post raggruppamento (27 dicembre 2011) è stato pari a 6,920 euro (con una variazione pari a 0,2%), il prezzo di riferimento del primo giorno post raggruppamento è stato pari a 6,575 euro (con una variazione pari a -4,8%, in presenza di una variazione dell'indice di mercato FTSE Italy All Share pari a -0,9%);
2. il raggruppamento di azioni Unipol ha avuto efficacia a partire dal 2 aprile 2012, in rapporto di una nuova azione ogni cento vecchie azioni, il prezzo di riferimento dell'ultimo giorno precedente il raggruppamento (30 marzo 2012) è stato pari a 0,2341 euro, il prezzo di apertura del primo giorno post raggruppamento (2 aprile 2012) è stato pari a 23 euro (con una variazione pari a -1,8%), il prezzo di riferimento del primo giorno post raggruppamento è stato pari a 23 euro (con una variazione pari a -1,8%, in presenza di una variazione dell'indice di mercato pari a -0,2%);
3. il raggruppamento di azioni Fondiaria Sai ha avuto efficacia a partire dal 2 luglio 2012, in rapporto di una nuova azione ogni cento vecchie azioni, il prezzo di riferimento dell'ultimo giorno precedente il raggruppamento (29 giugno 2012) è stato pari a 0,932 euro, il prezzo di apertura del primo giorno post raggruppamento (2 luglio 2012) è stato pari a 89,5 euro (con una variazione pari a -4%), il prezzo di riferimento del primo giorno post

¹⁷ Cfr. Ferretti, R., Pattarin, F., 2005, Le reazioni di mercato alle operazioni di raggruppamento e frazionamento: il caso italiano, *Banca Impresa Società* **24**, 401-443.



raggruppamento è stato pari a 88,5 euro (con una variazione pari a -5%, in presenza di una variazione dell'indice di mercato pari a -0,4%).

Gli effetti sul mercato dell'operazione di raggruppamento sono una verifica indiretta del livello di efficienza del prezzo del titolo nel mercato secondario e possono essere influenzati dalla presenza di altre informazioni diffuse al mercato in corrispondenza della data di efficacia del raggruppamento (cosiddetti *confounding effects*).

Nel caso in esame il mercato è stato informato sia dello schema dell'operazione di ricapitalizzazione sia del raggruppamento delle azioni ordinarie. La reazione del prezzo delle azioni RCS in corrispondenza della data di efficacia del raggruppamento non potrà essere quindi ricondotta a tali informazioni, di cui il mercato ha avuto conoscenza in data 14 aprile 2013 e che sono state pertanto già scontate nel processo di formazione del prezzo.

Ciò porta a ritenere che la reazione del prezzo delle azioni RCS alla data di esecuzione del raggruppamento sarà tanto più limitata quanto maggiore è il livello di efficienza del prezzo che si forma sul mercato secondario e quanto minori saranno le eventuali interferenze informative in occasione della data di efficacia del raggruppamento (come, a mero titolo di esempio, nuove informazioni emergenti in relazione all'operazione di ricapitalizzazione).

In sintesi, visto quanto sopra, non ravvediamo elementi tali da indurre a ritenere che l'operazione di raggruppamento comporti un rischio di eccezionale variazione del prezzo del titolo RCS in corrispondenza della sua realizzazione, a meno dell'arrivo sul mercato di flussi straordinari di ordini non conciliabili con la sottigliezza del titolo. Questo rischio, peraltro, caratterizza costantemente il titolo RCS.

Gli effetti diluitivi dell'aumento di capitale

La diluizione, cioè la riduzione della quota di partecipazione di un azionista in conseguenza di un aumento di capitale, si verifica se e nella misura in cui l'azionista non aderisca all'aumento di capitale.

In considerazione del fatto che l'aumento di capitale è offerto in opzione agli azionisti correnti, non vi sono effetti diluitivi "forzosi" in termini di partecipazione al capitale sociale di RCS nei confronti di coloro che



sottoscriveranno integralmente la quota di loro competenza. L'aumento di capitale avrà invece effetti diluitivi, in termini di percentuale di partecipazione al capitale sociale post aumento, nei confronti degli azionisti che non eserciteranno, o eserciteranno parzialmente, i diritti di opzione loro spettanti.

Assumendo che l'attuale azionista di RCS non sottoscriva alcuna nuova azione, la percentuale massima¹⁸ di diluizione a seguito dell'integrale esecuzione dell'aumento di capitale è pari al 51% nel caso di sconto sul TERP pari al 20% e pari al 58% nel caso di sconto sul TERP pari al 30%.

La Tabella 2¹⁹ – riportata nella pagina seguente – illustra la percentuale di diluizione corrispondente a diversi livelli di sconto sul TERP e di percentuale sottoscritta dall'attuale azionista²⁰. La diluizione diminuisce all'aumentare della quota di partecipazione del socio corrente all'aumento di capitale. La diluizione è nulla se il socio sottoscrive il 100% delle azioni associate ai propri diritti d'opzioni. La diluizione cresce all'aumentare dello sconto sul TERP in quanto – a parità di capitale da raccogliere – si incrementa il numero di nuove azioni da emettere.

¹⁸ Si tratta della percentuale massima in quanto è associata a un azionista che non sottoscrive alcuna nuova azione derivante dall'aumento di capitale; ovviamente la diluizione diminuirebbe se l'azionista sottoscrivesse nuove azioni.

¹⁹ I risultati della simulazione riportati in Tabella 2 assumono che la dimensione dell'aumento di capitale sia pari a 400 milioni di euro, il prezzo di mercato dell'azione pre-raggruppamento sia pari a euro 0,80 e il raggruppamento azionario non abbia effetti sul valore complessivo dell'impresa.

²⁰ Si noti che i valori riportati in Tabella 2 non considerano la possibilità che l'azionista corrente possa partecipare all'aumento di capitale usando i proventi derivanti dalla cessione dei propri diritti d'opzione. Se tale ipotesi fosse realizzabile, cioè in presenza di un mercato dei diritti d'opzione liquido ed efficiente, la misura della diluizione sarebbe inferiore a parità di ogni altro fattore.



Tabella 2 - Simulazione dei potenziali effetti diluitivi

Sconto sul TERP	Percentuale sottoscritta dall'attuale azionista					
	0	20%	40%	60%	80%	100%
0	40,6	32,4	24,3	16,2	8,1	0,0
10%	45,1	36,1	27,0	18,0	9,0	0,0
20%	50,7	40,6	30,4	20,3	10,1	0,0
30%	57,9	46,4	34,8	23,2	11,6	0,0
40%	67,6	54,1	40,6	27,0	13,5	0,0
50%	81,1	64,9	48,7	32,4	16,2	0,0

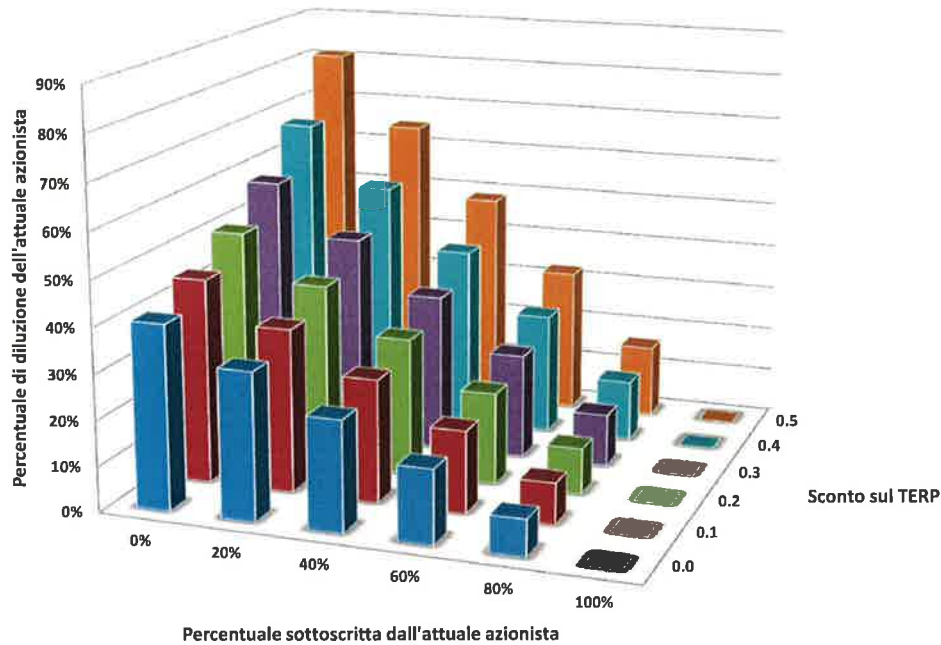
La Figura 1 – riportata nella pagina seguente – rappresenta graficamente i valori numerici riportati nella tabella sopra riportata e consente di evidenziare come varia la misura della diluizione al variare della quota di partecipazione dell'attuale azionista all'aumento di capitale (percentuale di sottoscrizione) e dello sconto sul TERP. In proposito, si noti che l'impatto sulla diluizione dello sconto sul TERP è non lineare rispetto alla percentuale di sottoscrizione in quanto

- per un azionista che non sottoscrive affatto l'aumento di capitale, l'aumento dello sconto sul TERP dal 20% al 30% comporta una maggiore diluizione per 7,2 punti percentuali (57,9% anziché 50,7%); mentre
- per un azionista che sottoscrive il 40% della propria quota di pertinenza dell'aumento di capitale, l'aumento dello sconto sul TERP dal 20% al 30% comporta una maggiore diluizione per 4,4 punti percentuali (34,8% anziché 30,4%).

In sintesi, un aumento di 10 punti percentuali di sconto sul TERP “penalizza” maggiormente l'azionista che non partecipa affatto all'aumento di capitale rispetto a un altro azionista che sottoscrive almeno in parte l'aumento di capitale. L'effetto diluitivo dello sconto sul TERP si riduce, quindi, all'aumentare della partecipazione dell'azionista all'aumento di capitale.




Figura 1 - Simulazione dei potenziali effetti diluitivi



Si noti inoltre che la diluizione – nel momento in cui un socio decide di non partecipare all’aumento di capitale – è una conseguenza logica e imprescindibile di tale (in)azione. Al contempo, lo sconto sul TERP – che è positivamente correlato con l’entità della diluizione – è una variabile decisionale controllabile solo in misura limitata dalla società emittente in quanto esso influenza la probabilità di successo dell’operazione e la sua entità risente delle condizioni congiunturali del mercato finanziario (appetito degli investitori verso il rischio, andamento del mercato azionario, volatilità dei rendimenti RCS e volatilità dei rendimenti di mercato, ecc.), delle caratteristiche dell’operazione (come l’impegno alla sottoscrizione da parte di alcuni azionisti), della situazione aziendale nonché del livello di efficienza del prezzo delle azioni RCS nel mercato secondario²¹.

²¹ Se, a titolo esemplificativo, il raggruppamento azionario provocasse una rilevante variazione del prezzo – evidenziando così un modesto livello di efficienza informativa del mercato – si dovrebbe tener conto di tale circostanza nella definizione dello sconto rispetto al TERP.

La valutazione della congruità delle commissioni di pre-garanzia e garanzia

La valutazione della congruità delle commissioni di pre-garanzia e garanzia può essere svolta facendo riferimento alle commissioni praticate in operazioni comparabili (*comparison pricing*). Il *pricing* di un'operazione finanziaria dipende dal rischio ad essa associato. La congruità del *pricing* non può quindi che far riferimento a operazioni analoghe per grado di rischio.

Nell'operazione in questione RCS, in qualità di società emittente, cede – sotto determinate condizioni – alle banche garanti una parte del rischio di assenza di sottoscrizioni ovvero di insuccesso dell'aumento di capitale. Tale porzione di rischio dovrebbe quindi essere trasferita, per effetto dell'accordo, in capo alle banche garanti. Questo trasferimento si verifica nell'ambito di due contratti:

1. con l'accordo di pre-garanzia, le banche garanti si vincolano – a partire dalla data di sottoscrizione di tale accordo – a stipulare con RCS, in prossimità dell'avvio dell'aumento di capitale, un accordo di garanzia avente ad oggetto l'impegno alla sottoscrizione delle azioni ordinarie eventualmente rimaste non sottoscritte all'esito dell'offerta in borsa dei diritti inoptati;
2. con l'accordo di garanzia, le banche garanti si impegnano alla sottoscrizione delle azioni di cui al punto precedente 1.

Il pacchetto di azioni che è oggetto dell'accordo di garanzia ("importo garantito") può essere inferiore a quello dell'accordo di pre-garanzia ("importo pre-garantito") in quanto l'impegno alla sottoscrizione da parte delle banche garanti si riduce in presenza di soci RCS che si impegnano a sottoscrivere un'ulteriore quota di azioni ("impegni ulteriori"), oltre alla quota iniziale già prevista per complessivi 200 milioni di euro da parte di soci aderenti al patto di sindacato.

La commissione di pre-garanzia è pari all'1,75% dell'importo pre-garantito, la commissione di garanzia è pari al 4,25% dell'importo garantito²² e deve essere calcolata su un importo almeno pari a 100 milioni di euro.

²² Si noti che l'importo pre-garantito è una somma fissa, mentre l'importo garantito è una somma variabile.



Il meccanismo di calcolo delle commissioni appena illustrato è tale che:

- in assenza di impegni ulteriori da parte di soci RCS, la commissione di pre-garanzia ammonta a 3,5 milioni di euro e la commissione di garanzia ammonta a 8,5 milioni di euro, per un totale di 12 milioni di euro, corrispondenti al 6% dei 200 milioni di euro complessivamente oggetto di garanzia (intendendo sia la pre-garanzia sia la garanzia);
- assumendo impegni ulteriori da parte di soci RCS pari a 100 milioni di euro, la commissione di pre-garanzia ammonta sempre a 3,5 milioni di euro e la commissione di garanzia si riduce a 4,25 milioni di euro, per un totale di 7,75 milioni di euro, corrispondenti al 5,17% dell'importo convenzionalmente calcolato come media dell'ammontare pre-garantito e di quello garantito.

In sintesi, i costi di pre-garanzia e garanzia variano dal 5,17% al 6% degli importi oggetto di impegno alla sottoscrizione da parte delle banche garanti.

La garanzia si rivela, ovviamente, tanto meno costosa quanto maggiore è la partecipazione di soci RCS all'aumento di capitale e, di conseguenza, minore il rischio a carico delle banche garanti.

Si noti che, anche tenendo conto dell'eventuale riduzione di costo derivante da impegni ulteriori di soci RCS, vi è comunque un portafoglio di azioni che sarà oggetto sia dell'accordo di garanzia sia di quello di pre-garanzia. Per tale portafoglio "intersezione" dei due contratti, le commissioni di garanzia e pre-garanzia si cumulano in quanto rispondono a diverse esigenze di copertura del rischio. I due accordi di garanzia si differenziano anzitutto per l'arco temporale di validità dell'accordo che produce l'effetto di trasferimento del rischio e poi perché il primo accordo (cioè quello di pre-garanzia) assicura la tenuta dell'operazione finanziaria complessiva.

Per valutare i costi associati a operazioni comparabili abbiamo considerato gli aumenti di capitale realizzati sul mercato italiano a partire dal 2008 e con una raccolta almeno pari a 100 milioni di euro. Per tali operazioni sono disponibili le commissioni di garanzia, non risultano invece disponibili i dati circa le commissioni di pre-garanzia.

Le commissioni di garanzia sono mediamente pari al 2,3% sull'intero periodo considerato e aumentano significativamente negli anni recenti, in



corrispondenza con maggiori difficoltà di collocamento del capitale di rischio. Nel triennio 2008-2010 la commissione di garanzia media è stata pari all'1,5%, nel 2011 al 2,2% e nel 2012 al 3,9%.

Considerata la limitata rappresentatività del campione, che abbraccia un periodo evidentemente non omogeneo rispetto a quello attuale, riteniamo inopportuno fare riferimento a una semplice media non condizionata, cioè che non tiene conto dei molteplici fattori che possono influenzare la misura della commissione di garanzia. Al contempo non esistono operazioni perfettamente comparabili con quella in esame. Pertanto, l'analisi di comparazione muove dalle operazioni disponibili e si presentano considerazioni qualitative per tener conto delle specificità dell'operazione oggetto di esame rispetto a quelle già osservate sul mercato.

L'anno 2012 è senza dubbio quello più comparabile con l'operazione oggetto di esame in termini di condizioni di mercato. In tale anno le operazioni di aumento di capitale con controvalore raccolto superiore ai 100 milioni di euro per le quali sono disponibili informazioni circa le commissioni di garanzia sono tre: Fondiaria Sai, Unipol e Unicredit. Per le prime due società le commissioni di garanzia sono state pari rispettivamente al 4,8% e al 4,5% (a cui si aggiungono commissioni di incentivo pari al 2,18%), mentre per Unicredit le commissioni di garanzia sono state pari al 2,25% (a cui si aggiungono commissioni di incentivo pari allo 0,25%). Occorre tuttavia considerare che l'aumento di capitale di Unicredit è stato di circa 7,5 miliardi di euro, quindi nettamente distante dall'ordine di grandezza dell'operazione di cui si tratta, mentre gli altri due sono stati nell'ordine di un miliardo di euro ciascuno.

L'operazione oggetto di esame in questa sede presenta commissioni di garanzia complessivamente in linea con quanto osservato per le operazioni Fondiaria Sai e Unipol nel 2012, sebbene le dimensioni di queste due operazioni siano significativamente maggiori rispetto a quella prospettata per RCS.

La presenza della componente di pre-garanzia aumenta i costi complessivi dell'operazione a carico di RCS a fronte di un marginale incremento di rischi per le banche controparti, visto che il loro impegno assunto con la pre-garanzia consiste nel garantire il medesimo pacchetto azionario che sarà poi oggetto di accordo di garanzia per una durata temporale limitata al periodo che intercorre dall'accordo di pre-garanzia a quello di garanzia.



Osserviamo al contempo che l'entità dei rischi associati alle garanzie è acuita nel caso dell'aumento di capitale RCS dallo scarso flottante della società²³. Il rischio di non riuscire a collocare le azioni inoptate è difatti più elevato per i titoli con modesto flottante in quanto tale caratteristica preclude l'interesse di talune categorie di investitori istituzionali così come rende poco attraente il titolo anche per investitori spinti da motivazioni industriali.

Le attuali condizioni di mercato non contribuiscono a facilitare i collocamenti azionari. Nel 2013 sono stati finora realizzati 5 aumenti di capitale presso la Borsa Italiana, per un controvalore complessivo di 19,8 milioni di euro e un controvalore medio di circa 4 milioni di euro per operazione.

Si osserva, infine, che l'operazione di aumento di capitale è strettamente legata al prestito bancario: l'esecuzione dell'aumento di capitale è condizione sospensiva per l'erogazione del finanziamento e la sottoscrizione del contratto di finanziamento è condizione sospensiva per il contratto di pre-garanzia. Il *bundling* può essere fonte di condizionamento nelle negoziazioni ed è suscettibile di influenzare le condizioni di economicità delle operazioni, soprattutto quando le condizioni delle diverse operazioni *bundled* (o "impacchettate") sono negoziate sequenzialmente e non simultaneamente. Questa circostanza, nella fattispecie in esame, appare essere spiegata dalla complessiva articolazione dell'operazione, a sua volta motivata dalla specificità delle condizioni aziendali.

In sintesi, tenuto conto delle condizioni di mercato, delle caratteristiche della società emittente in termini di scarsità di flottante e delle particolarità dell'operazione, si ritiene che le complessive commissioni di garanzia concordate siano da ritenere congrue e non si ravvisano elementi di diversità nel trattamento economico concordato con le banche controparti che rivestono la qualifica di parti correlate rispetto alle altre banche controparti.

²³ Il capitale di RCS è riconducibile per il 59,8% al patto di sindacato citato in precedenza nel testo, per il 33,3% ad altri azionisti rilevanti in possesso di quote superiori al 2%, per l'1,8% ad azioni proprie e, infine, per il 5,1% al flottante (inteso come azionisti in possesso di quote inferiori al 2%).



Conclusioni

Sulla base delle analisi svolte e della documentazione analizzata si ritiene che:

1. il mercato secondario delle azioni RCS si caratterizzi per limitata attività di negoziazione, modesta liquidità ed elevata volatilità;
2. le caratteristiche del mercato secondario appena menzionate debbano essere oggetto di attenta considerazione nella definizione dei criteri di determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione con riferimento all'aumento di capitale;
3. la determinazione del prezzo di sottoscrizione di nuove azioni emesse debba essere fatta a partire dal prezzo di mercato, tenendo conto altresì sia delle condizioni congiunturali di mercato sia delle caratteristiche dell'emissione nella fissazione dello sconto rispetto al TERP;
4. in presenza di un andamento anomalo del prezzo di mercato del titolo, evento da tenere in considerazione data la sottigliezza degli scambi, la fissazione dello sconto rispetto al TERP debba anche tener conto di considerazioni derivanti dall'analisi fondamentale della società, cioè relative ai flussi di cassa attesi e alla loro relativa variabilità;
5. il raggruppamento delle azioni RCS sia un evento non *value relevant*, ossia che non altera il valore dell'impresa, per il quale non ravvediamo un rischio di eccezionale variazione del prezzo del titolo, a meno dell'eventuale arrivo sul mercato di flussi straordinari di ordini non conciliabili con la sua modesta liquidità e il suo scarso flottante (questo rischio, peraltro, caratterizza costantemente il titolo RCS);
6. l'entità della diluizione associata all'aumento di capitale per gli attuali azionisti dipenda dalla quota di partecipazione all'aumento rispetto ai diritti d'opzione loro spettanti (con correlazione negativa) e dallo sconto sul TERP definito per fissare il prezzo di emissione (con correlazione positiva);
7. l'impatto dello sconto sul TERP sulla diluizione sia non lineare rispetto alla percentuale di sottoscrizione in quanto l'effetto diluitivo associato a tale sconto si riduce all'aumentare della partecipazione dell'azionista all'aumento di capitale;
8. lo sconto sul TERP sia una variabile decisionale controllabile solo in misura limitata dalla società emittente in quanto esso influenza la probabilità di successo dell'operazione e la sua entità risente delle condizioni congiunturali del mercato finanziario, delle caratteristiche



dell'operazione, della situazione aziendale nonché del livello di efficienza del prezzo delle azioni RCS nel mercato secondario;

9. i costi di pre-garanzia e garanzia varino dal 5,17% al 6% degli importi oggetto di impegno alla sottoscrizione da parte delle banche garanti e si riducano quanto maggiore è la partecipazione di soci RCS all'aumento di capitale e, di conseguenza, minore il rischio a carico delle banche garanti;
10. le commissioni di pre-garanzia e garanzia di fatto si cumulino per la parte di aumento di capitale che non sarà oggetto di impegni ulteriori da parte di soci RCS e, pertanto, sarà assoggettata al pagamento di entrambe le commissioni;
11. tenuto conto delle condizioni di mercato, delle caratteristiche della società emittente in termini di scarsità di flottante e delle particolarità dell'operazione, le complessive commissioni di garanzia concordate siano da ritenere congrue e non si ravvisano elementi di diversità nel trattamento economico concordato con le banche controparti che rivestono la qualifica di parti correlate rispetto alle altre banche controparti.

Milano, 27 aprile 2013



Prof. Mario Cattaneo



Prof. Giovanni Petrella

