

**CLASS EDITORI S.p.A.**

Relazione della società di revisione  
sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale  
sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441,  
quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice Civile e  
dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98

Agli azionisti della  
CLASS EDITORI S.p.A.

## 1. Motivo ed oggetto dell'incarico

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58 ("TUIF"), abbiamo ricevuto da Class Editori S.p.A. ("Class Editori" o la "Società"), la Relazione Illustrativa del Consiglio d'Amministrazione, datata 16 marzo 2018, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione" o la "Relazione degli Amministratori") che, al Paragrafo 3, illustra e motiva le ragioni dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto:

1. l'aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione di n. 38.025.000 nuove azioni di categoria A, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 0,3957 (il "Prezzo di Emissione"), riservato alla società PIM S.p.A. ("PIM"), da liberarsi mediante il conferimento di n. 9.750.000 azioni di Gambero Rosso S.p.A. ("Gambero Rosso") detenute dalla stessa PIM, pari al 67,48% del capitale sociale (l'"Aumento Riservato a PIM");
2. l'aumento di capitale sociale, a pagamento ed in via scindibile, mediante emissione di massime n. 18.326.100 nuove azioni di categoria A da liberarsi in natura, mediante il conferimento di massime n. 4.699.000 azioni Gambero Rosso (pari al 32,52% del capitale sociale), a servizio della conseguente Offerta Pubblica di Scambio obbligatoria e totalitaria sulle azioni Gambero Rosso (l'"Aumento OPS").

L'Aumento Riservato a PIM e l'Aumento OPS (congiuntamente, l'"Aumento di Capitale") si inquadrano nell'esercizio parziale della delega di cui all'art. 6, primo comma, n. 1(a) dello Statuto di Class Editori, attribuita al Consiglio di Amministrazione dall'Assemblea Straordinaria in data 25 maggio 2017, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile: detta delega ha ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale, in una o più volte, entro il termine massimo di 5 anni dalla data della medesima delibera, per un importo massimo di Euro 50.000.000, mediante emissione di un massimo di n. 166.666.666 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, anche con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi quarto e quinto dell'art. 2441 del Codice Civile.

Nell'ambito dell'Operazione, il Consiglio di Amministrazione di Class si è avvalso dell'attività di supporto di Lucciola & Partners S.r.l., quale *advisor* finanziario ("Lucciola & Partners" o il "*Financial Advisor*") che ha provveduto ad emettere, in data 16 marzo 2018, una *fairness opinion* in merito alla "*congruità finanziaria del rapporto tra azioni Class Editori di nuova emissione e azioni di Gambero Rosso nell'ambito dell'operazione di mercato proposta da PIM il 14 marzo 2018 e relativa al conferimento in Class Editori del 67,48% di Gambero Rosso*" (la "*Fairness Opinion*"). Le analisi svolte dal *Financial Advisor* sono state considerate dagli Amministratori ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione.

Inoltre, Business Value S.r.l., in qualità di esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), e 2343-quater del Codice Civile ("Esperto Indipendente"), nominato dalla società conferente PIM, ha provveduto ad emettere, in data 14 marzo 2018, la propria valutazione della Partecipazione Gambero Rosso.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Class Editori che sarà convocato per il 12 aprile 2018.

Ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il Consiglio di Amministrazione della Società del 16 marzo 2018 ci ha chiesto di esprimere il nostro parere sull'adequatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni Class Editori al servizio dell'Aumento di Capitale, nonché in ordine alla sua corretta applicazione.

## 2. Sintesi dell'operazione

Come indicato dal Consiglio d'Amministrazione nella propria Relazione, in data 16 marzo 2018 il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha deliberato di accettare la proposta vincolante ricevuta in data 14 marzo 2018 da PIM, azionista di controllo di Gambero Rosso, società quotata sull'AIM Italia, concernente il conferimento in Class Editori da parte di PIM della partecipazione di controllo (n. 9.750.000 azioni, pari al 67,48% del capitale) di Gambero Rosso (la "Partecipazione Gambero Rosso"). Il conferimento in natura della Partecipazione Gambero Rosso da parte di PIM viene attuato secondo la procedura prevista dagli artt. 2343-ter, comma secondo, lettera (b) e 2343-quater del Codice Civile: pertanto, la valutazione della Partecipazione Gambero Rosso è stata svolta dall'Esperto Indipendente.

La Relazione degli Amministratori evidenzia che, sulla base dei valori attribuiti alle due società, Class Editori emetterà 3,9 nuove azioni di Class Editori per ogni azione di Gambero Rosso conferita.

Il Consiglio di Amministrazione, in esercizio parziale della Delega, intende dunque deliberare, in primo luogo, l'emissione di complessive n. 38.025.000 nuove azioni di categoria A, prive di valore nominale, pari al 38,83% del capitale della Società esistente alla data odierna.

Le azioni che saranno emesse a favore del conferente nell'ambito dell'Aumento Riservato a PIM porteranno il totale delle azioni di Class Editori a n. 135.951.608: al perfezionamento dell'operazione di Aumento Riservato a PIM, la stessa deterrà il 27,96% di Class Editori. La Relazione specifica inoltre che l'Ing. Paolo Cuccia, attuale Presidente ed Amministratore Delegato di Gambero Rosso, sarà cooptato nel Consiglio di Amministrazione di Class Editori e sarà nominato Amministratore Delegato con deleghe per la gestione delle attività aziendali.

Inoltre, Il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha preso altresì atto che il perfezionamento del conferimento della Partecipazione Gambero Rosso comporterà, in capo a Class Editori, la successiva promozione di una Offerta Pubblica di Scambio (l'"OPS") nei confronti degli altri azionisti di Gambero Rosso (titolari complessivamente del 32,52% del capitale sociale della società), agli stessi termini e condizioni utilizzati per l'Aumento Riservato a PIM. Per tale ragione, il Consiglio d'Amministrazione, insieme all'Aumento Riservato a PIM a servizio del conferimento della Partecipazione Gambero Rosso, delibererà altresì l'Aumento OPS.

Sempre secondo quanto riferito dagli Amministratori, l'operazione è finalizzata a creare la prima *media company* italiana produttrice non solo di contenuti, ma anche di servizi per le aziende e i consumatori, in Italia e all'estero, nei settori di eccellenza del *Made in Italy*. Il conferimento in Class Editori della Partecipazione Gambero Rosso risulta dunque, secondo quanto riferito nella Relazione, pienamente allineato all'interesse sociale della Società e del Gruppo ad essa facente capo, in quanto consentirà di creare forti sinergie in sintonia con settori strategici del *Made in Italy*, attraverso un approccio verticale e la reputazione dei *brand* delle due società, ambedue con una forte vocazione all'internazionalizzazione.

### 3. Natura e portata del presente parere

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti cui non spetta il diritto di opzione, ai sensi dell'art 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i criteri seguiti dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio dell'Aumento di Capitale e le eventuali difficoltà di valutazione dallo stesso incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali criteri, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare le metodologie di valutazione adottate dal Consiglio di Amministrazione, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né della Partecipazione Gambero Rosso, che rimane oggetto della valutazione ai sensi degli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile effettuata dall'Esperto Indipendente.

### 4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie, in particolare:

- La Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Class Editori, datata 16 marzo 2018, predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Verbale di Assemblea Straordinaria degli azionisti di Class Editori del 25 maggio 2017 che ha conferito la delega agli Amministratori;
- Bozza del Verbale del Consiglio di Amministrazione del 16 marzo 2018;
- Statuto di Class Editori S.p.A. modificato a seguito della delibera dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del 25 maggio 2017;
- Bilancio consolidato e separato di Class Editori al 31 dicembre 2016 e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 12 maggio 2017, che evidenziavano l'impossibilità ad esprimere un giudizio a causa della mancata acquisizione di elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio;
- Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata di Class Editori al 30 giugno 2017 e la relativa relazione sulla revisione contabile limitata da noi emessa in data 29 settembre 2017, che evidenziava l'impossibilità ad esprimere le conclusioni a causa della mancata acquisizione di elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare le nostre conclusioni;
- Proposta Vincolante presentata da PIM a Class Editori e datata 14 marzo 2018;
- Relazione di stima del valore della partecipazione detenuta da PIM in Gambero Rosso, redatta dall'Esperto Indipendente ai sensi dell'art 2343-ter, secondo comma, lettera b) e dell'art. 2343-quater del Codice Civile e datata 14 marzo 2018;
- *Fairness Opinion* predisposta dal *Financial Advisor* e datata 16 marzo 2018;
- Andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni di Class Editori registrato sul Mercato Telematico Azionario in vari orizzonti temporali antecedenti la data del 16 marzo 2018;
- Dati storici relativi ai volumi di scambi effettuati, nei sopra citati periodi, per il titolo Class Editori, raccolti attraverso *data providers* specializzati;
- I comunicati stampa emessi da Class Editori in merito all'operazione;

- Le informazioni e i documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione della Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

#### **5. Criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

Gli Amministratori riferiscono nella loro Relazione che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni Class Editori è stato fissato in Euro 0,3957, vale a dire in un valore di poco superiore al prezzo medio registrato dal titolo Class Editori sul Mercato Telematico Azionario negli ultimi sei mesi antecedenti la data del 16 marzo 2018, pari a Euro 0,3947.

Gli Amministratori riferiscono, altresì, che tale valore è stato determinato sulla base dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie di Class Editori rilevati nel periodo dal 15 settembre 2017 al 15 marzo 2018, senza applicazione di un premio e senza ponderazione, tenuto conto della sostanziale stabilità, nel periodo, del volume delle negoziazioni in rapporto alle oscillazioni del prezzo.

Gli Amministratori ritengono infatti che il richiamato criterio di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni sia coerente con i criteri stabiliti dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, anche avuto riguardo alla tendenziale stabilità del prezzo delle azioni della Società negli ultimi sei mesi, e tenuto conto del fatto che la quotazione di Borsa incorpora le informazioni a disposizione degli investitori e le aspettative maturate dagli stessi in relazione alle strategie aziendali e alle *performance* future.

Gli Amministratori, per la determinazione del valore di emissione delle azioni di nuova emissione di Class Editori, hanno altresì ritenuto che il valore del patrimonio netto della Società non sia un adeguato strumento per rappresentare l'effettivo valore della stessa. Peraltro, gli Amministratori riferiscono che la media degli ultimi 6 mesi dei corsi di borsa del titolo Class Editori esprime un valore ben superiore al valore dell'azione sulla base del patrimonio netto. In tal modo, gli Amministratori ritengono di avere adeguatamente tutelato gli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione e, al tempo stesso, l'interesse sociale alla massima valorizzazione del patrimonio.

Gli Amministratori, in considerazione del fatto che (i) gli obiettivi economici definiti per il 2017 dal piano industriale di Class Editori approvato in data 28 giugno 2017, sulla base di dati consuntivati al 30 settembre 2017 e delle proiezioni di chiusura al 31 dicembre 2017, sono stati disattesi e quindi il piano industriale dovrà essere aggiornato, nonché (ii) di una redditività operativa ancora negativa unita ad un elevato indebitamento finanziario, hanno ritenuto di non poter applicare nelle circostanze la metodologia del *Discounted Cash Flow*. Gli Amministratori riferiscono quindi di avere sviluppato, con finalità di controllo, il metodo dei multipli di società comparabili. Da tale valutazione di riscontro, la Relazione degli Amministratori riferisce essere emerso un valore delle azioni inferiore a quello determinato utilizzando la media dei corsi di Borsa del semestre.

La scelta di posizionarsi in corrispondenza di Euro 0,3957 (e non di Euro 0,3947 riveniente dalla media di borsa a sei mesi) è stata motivata dagli Amministratori in base all'opportunità di allinearsi alla valutazione dell'azione Class Editori effettuata da PIM nella proposta vincolante del 14 marzo 2018. Tale proposta, che incorpora elementi negoziali intervenuti tra le parti, è stata ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti esclusi dal diritto di opzione, in quanto superiore rispetto al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi antecedenti la data del 16 marzo 2018, pari a Euro 0,3947.

Gli Amministratori riferiscono che il Prezzo di Emissione derivante dalla proposta ricevuta da PIM, pari a Euro 0,3957, è stato implicitamente determinato sulla base delle condizioni della

medesima proposta di PIM che prevede, tra l'altro, l'emissione di numero 38.025.000 azioni di Class Editori da liberare a fronte del conferimento della Partecipazione Gambero Rosso.

#### **6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla scelta del criterio dagli stessi proposto, di cui al precedente paragrafo 5.

#### **7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori**

Sulla base delle analisi svolte, il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha ritenuto di determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni, nell'ambito dell'Aumento di Capitale, in Euro 0,3957 per azione.

#### **8. Lavoro svolto**

Ai fini del nostro incarico abbiamo:

- Incontrato preliminarmente la Direzione Amministrativa della Società e condotto approfondimenti con il *Financial Advisor* al fine di meglio comprendere l'operazione, le metodologie adottate, nonché le ipotesi di valutazione e le prime analisi di dettaglio;
- Esaminato, per le finalità di cui al presente parere, lo Statuto vigente della Società;
- Esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società datato 16 marzo 2018 con specifico riguardo alla proposta di Aumento di Capitale;
- Svolto una lettura critica della Relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori;
- Svolto una lettura critica della Proposta Vincolante presentata da PIM a Class Editori e datata 14 marzo 2018;
- Svolto una lettura critica, per le sole finalità conoscitive dell'operazione nel suo complesso, della Relazione di stima del valore della Partecipazione Gambero Rosso, redatta dall'Esperto Indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lettera b), e dell'art. 2343-quater del Codice Civile e datata 14 marzo 2018;
- Svolto una lettura critica, per le sole finalità conoscitive dell'operazione nel suo complesso, della *Fairness Opinion* predisposta dal *Financial Advisor* e datata 16 marzo 2018;
- Analizzato, sulla base di discussioni con gli Amministratori, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adequatezza;
- Riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti le metodologie da esso adottate ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle azioni;
- Considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodologie fossero tecnicamente idonee, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- Effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di Class Editori in vari orizzonti temporali antecedenti la data del 16 marzo 2018 e analizzato l'andamento delle quotazioni della Società nel corso degli ultimi 12 mesi;

- Effettuato verifiche in ordine ai volumi di negoziazione del titolo Class Editori, allo scopo di apprezzare la liquidità del titolo e i volumi scambiati, in relazione alle considerazioni degli Amministratori circa l'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa;
- Svolto analisi circa i metodi di controllo individuati dagli Amministratori al fine di considerare la ragionevolezza delle conclusioni degli Amministratori, nelle specifiche circostanze;
- Svolte autonome analisi di sensibilità, nell'ambito delle metodologie valutative adottate dal Consiglio di Amministrazione, in particolare attraverso il calcolo delle medie ponderate;
- Raccolto, anche attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo l'approvazione della Relazione degli Amministratori, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni degli Amministratori;
- Ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della nostra relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

#### **9. Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei criteri utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

La Relazione degli Amministratori descrive al Paragrafo 3 le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche effettuate dal Consiglio di Amministrazione e il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale. Al riguardo, in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo adottato dagli Amministratori ai fini dell'individuazione, nelle circostanze, del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Class Editori, come riportato nel Paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla sua corretta applicazione.

Gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo in primo luogo riferimento, quale metodologia principale, alle quotazioni di borsa del titolo Class Editori.

Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società.

L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile. Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

La scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, che consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata. La scelta del Consiglio di Amministrazione di posizionarsi su una media di 6 mesi appare del resto coerente con le specifiche caratteristiche del titolo Class Editori che, come evidenziato anche dal *Financial Advisor*, presenta scambi complessivamente limitati e una *turnover velocity* (vale a dire il rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media) significativamente inferiore rispetto alla media del MTA.

Si segnala peraltro che l'eventuale utilizzo da parte degli Amministratori sia di più ridotti archi temporali (un mese e tre mesi), sia di un arco temporale più esteso (dodici mesi) avrebbe in ogni caso condotto all'individuazione di valori inferiori rispetto a quello riveniente dall'intervallo di sei mesi prescelto. Pertanto, la scelta degli Amministratori risulta, nelle circostanze, di tutela per la posizione degli azionisti di Class Editori esclusi dal diritto di opzione, destinatari del presente parere, in quanto idonea a comportare l'emissione di un minor numero di azioni a fronte del conferimento, con conseguenti minori effetti diluitivi.

Tenuto anche conto delle caratteristiche dell'operazione, la scelta degli Amministratori di determinare il Prezzo di Emissione delle azioni facendo riferimento ad una media dei valori di borsa registrati in un orizzonte temporale antecedente la data del Consiglio di Amministrazione del 16 marzo 2018 che ha assunto la decisione di accettare la Proposta Vincolante di PIM, e pertanto non condizionato dagli effetti dell'annuncio dell'operazione (cd. periodo "*unaffected*"), risulta in linea con la prassi valutativa.

L'utilizzo da parte degli Amministratori di una media aritmetica dei prezzi ufficiali di borsa, anziché di una media ponderata dei prezzi negoziati con riguardo ai volumi complessivi scambiati, è motivato dagli Amministratori con la sostanziale stabilità, nel periodo considerato, dei volumi delle negoziazioni in rapporto alle oscillazioni di prezzo. Peraltro, l'applicazione di una media aritmetica, anziché di una media ponderata, consente di ridurre l'effetto di picchi, in termini di volumi e prezzi, registrati in isolate sedute di borsa.

La decisione degli Amministratori di allineare il valore per azione riveniente dalla media dei sei mesi, pari a Euro 0,3947, al valore per azione implicitamente riveniente dalla Proposta Vincolante di PIM, pari a Euro 0,3957, appare coerente con l'opportunità di tenere conto degli elementi negoziali alla base della suddetta proposta: in ogni caso, tenuto conto che il Prezzo di Emissione prescelto è seppur di poco superiore alla media dei sei mesi, tale scelta si presenta comunque come più favorevole per gli azionisti esclusi del diritto d'opzione, destinatari del presente parere.

In accordo con la prassi e la tecnica professionale, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno ampliare il proprio approccio di analisi anche ai fini della possibile identificazione di metodi valutativi di controllo, con l'obiettivo di confortare la determinazione del Prezzo di Emissione effettuata sulla base della metodologia di borsa. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati del criterio di borsa prescelto con l'eventuale applicazione di metodologie valutative fondamentali (DCF) o di mercato (multipli di borsa), risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitrario.

Sotto un primo profilo, gli Amministratori hanno escluso nel caso di specie la possibilità di fare ricorso a metodologie finanziarie (*Discounted Cash Flow*), in quanto il precedente piano industriale della Società è stato disatteso e Class Editori non dispone allo stato di proiezioni economico-finanziarie aggiornate. La determinazione secondo cui detto piano industriale non potesse essere utilizzato come base di un processo valutativo basato sulla metodologia DCF, tenuto altresì conto della redditività operativa negativa e dell'elevato indebitamento finanziario della Società, appare specificamente motivata dagli Amministratori e in linea con la dottrina e con la prassi.

Gli Amministratori riferiscono inoltre di avere sviluppato, con finalità di riscontro, il metodo dei multipli di società comparabili e che l'applicazione del suddetto criterio supporta sostanzialmente la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni determinato dagli Amministratori sulla base del criterio delle quotazioni di borsa, in quanto conduce ad una

valorizzazione inferiore delle azioni di Class Editori. Con riferimento all'applicazione del criterio dei multipli di borsa con finalità di riscontro, peraltro, la Relazione degli Amministratori non evidenzia né le modalità di applicazione di detta metodologia, né i relativi risultati emersi. Alla luce delle verifiche da noi svolte, si rileva che tale metodo è stato applicato dagli Amministratori calcolando i multipli rivenienti da un campione di società ritenute comparabili a Class Editori con riferimento ai ricavi, suddivisi per area di *business*. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori in relazione all'applicazione del metodo valutativo dei multipli di borsa, pur non esplicitate nell'ambito della loro Relazione, appaiono, anche alla luce delle verifiche da noi svolte, ragionevoli ed in linea con i principi espressi dalla dottrina.

Le analisi di sensitività da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei diversi orizzonti temporali, nell'ambito sia del metodo principale delle quotazioni di borsa sia del metodo di riscontro dei multipli di mercato, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori.

Nell'ambito delle nostre analisi abbiamo altresì considerato l'esistenza n. 20.000 azioni di categoria B, non quotate, riscontrandone l'irrelevanza sotto un profilo numerico rispetto alle n. 97.906.608 azioni di categoria A, quotate, oggi in circolazione, nonché l'inconferenza rispetto alla metodologia dei corsi di borsa adottata dagli Amministratori, in effetti riferita alle sole azioni quotate, e pertanto alle sole azioni di categoria A.

#### **10. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

- (i) In merito ai limiti ed alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue:
- Le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad ampi archi temporali, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari, in particolare nel caso di titoli con caratteristiche simili a quello della Società. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
  - Ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni gli Amministratori hanno applicato, con finalità di riscontro, alcune analisi basate sulla metodologia dei multipli di mercato: la Relazione non evidenzia tuttavia né le modalità di applicazione di detta metodologia, né i relativi risultati emersi. Le analisi da noi sviluppate confermano peraltro la ragionevolezza dei risultati raggiunti dagli Amministratori, come sottolineato al precedente Paragrafo 9;
  - Come espressamente motivato dagli Amministratori, non sono invece state utilizzate metodologie finanziarie basate su dati prospettici, ritenute non applicabili nelle circostanze in considerazione della indisponibilità di proiezioni economiche aggiornate. L'impossibilità, da parte degli Amministratori, di applicare le suddette metodologie, comunemente invalse nella migliore prassi valutativa, può costituire un limite alla significatività dei risultati emersi.

(ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

- In primo luogo, si ricorda che, come riportato nelle nostre relazioni di revisione sulla Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata di Class Editori al 30 giugno 2017, emessa in data 29 settembre 2017, e sui bilanci consolidato e separato al 31 dicembre 2016, emesse in data 12 maggio 2017, la scrivente società di revisione non è stata in grado di esprimere le proprie conclusioni e/o il proprio giudizio sui predetti documenti contabili in considerazione dell'impossibilità di acquisire elementi probativi sufficienti e appropriati su cui basare le proprie conclusioni e/o il proprio giudizio;
- L'Aumento di Capitale strutturato dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura delle azioni detenute da PIM, ed eventualmente dagli altri soci in occasione della successiva OPS, in Gambero Rosso. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori, con particolare riferimento all'Aumento Riservato a PIM, comporta, come ricordato nella Relazione, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; (ii) la stima del valore della Partecipazione Gambero Rosso da parte dell'Esperto Indipendente ai sensi degli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al Paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri;
- Alla luce di quanto sopra rilevato, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Class Editori nell'ambito dell'Aumento di Capitale, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Gambero Rosso e, pertanto, esula dall'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine all'adeguatezza delle metodologie, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, descritte al Paragrafo 4 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate ai fini della determinazione del valore della Partecipazione Gambero Rosso oggetto di conferimento a fronte dell'Aumento Riservato a PIM;
- In ragione di quanto sopra, non rientra neppure nell'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del rapporto di scambio tra le azioni di Gambero Rosso oggetto di conferimento e le nuove azioni di Class Editori che saranno emesse al servizio del conferimento medesimo, descritto al Paragrafo 5 della Relazione degli Amministratori. Si ricorda che, nell'ambito delle analisi e valutazioni condotte per strutturare l'operazione, Class Editori si è avvalsa dell'assistenza da parte di Lucciola & Partners, che ha emesso in data 16 marzo 2018 la propria *Fairness Opinion* sulla congruità finanziaria di detto rapporto di scambio;
- Esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa;
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

## 11. Conclusioni

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione, riteniamo che il criterio adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Class Editori S.p.A. pari a Euro 0,3957 nell'ambito dell'Aumento di Capitale oggetto della presente relazione.

Milano, 9 aprile 2018

BDO Italia S.p.A.  
  
Rosanna Vicari  
Socio