

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA
DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

predisposta ai sensi
dell'articolo 2441, comma sesto, del Codice Civile, nonché ai sensi
dell'articolo 70, comma quarto, del Regolamento Consob 11971/99
(come successivamente modificato)
e in conformità all'Allegato 3A, schema 2 (4)

relativamente
all'operazione di aumento di capitale - a valere sulla delega di cui all'art. 6, primo comma n. 1(a)
dello Statuto - con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto,
primo periodo del Codice Civile, mediante emissione di n. 38.025.000 nuove azioni di Categoria A
da liberarsi in natura mediante il conferimento delle partecipazioni azionarie
rappresentate del 67,48% del capitale sociale di Gambero Rosso S.p.A.

Milano, 16 marzo 2018

INDICE

Premessa	3
<i>L'aumento di capitale delegato</i>	3
1. Descrizione dell'operazione.....	3
2. Motivazioni dell'operazione e riflessi sui programmi gestionali dell'Emittente.....	4
3. Determinazione del valore di emissione delle azioni Class Editori	5
4. Valore attribuito a Gambero Rosso nella valutazione dell'esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b) cod. civ.	6
5. Financial Fairness Opinion sulla congruità finanziaria del Rapporto di Concambio	9
5. Numero, categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'aumento di capitale di Class Editori	10
6. Riflessi Tributari dell'Operazione sull'Emittente conferitario.....	<u>10</u>
7. Effetti del Conferimento in Natura sulla compagnie azionaria di Class Editori e sul soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 del TUF e su eventuali patti parasociali ex art. 122 TUF	11
8. Adempimenti e tempistica	14

Premessa

L'aumento di capitale delegato

In data 25 maggio 2017, l'assemblea straordinaria dei soci di Class Editori S.p.A. ("Class Editori" o l'"Emittente"), mediante modifica dell'articolo 6 dello statuto della Società, ha conferito al consiglio di amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare il capitale sociale, in una o più volte, per un importo massimo di euro 50 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 166.666.666 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da assegnare anche con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dei commi quarto e quinto dell'art. 2441 codice civile (la "Delega"). In caso di esclusione del diritto di opzione, detti aumenti dovranno *"esser liberati con conferimento di partecipazioni in società che svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società ovvero offerti in sottoscrizione a terzi che, in proprio o tramite società da loro controllate, svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società e la cui partecipazione, per attestazione del consiglio di amministrazione, sia ritenuta strategica all'attività sociale, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione, che dovrà corrispondere come minimo al valore di mercato delle azioni."*

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 S.p.A. (di seguito "Pim"), azionista di controllo di Gambero Rosso S.p.A. (di seguito "Gambero Rosso"), società quotata sull'AIM Italia. La proposta riguarda il conferimento in Class Editori da parte di Pim della partecipazione di controllo (67,48%) di Gambero Rosso (l'"Operazione" o il "Conferimento in Natura"). Il Consiglio di Amministrazione ha preso altresì atto che l'efficacia del Conferimento in Natura comporterà l'obbligo, in capo a Class Editori, di promuovere successivamente un'Offerta Pubblica di Scambio nei confronti degli altri azionisti di Gambero Rosso (titolari complessivamente del 32,52% del capitale sociale della società), da predisporre in ottemperanza a quanto previsto dalla vigente normativa e dallo statuto di Gambero Rosso, agli stessi termini e condizioni utilizzati per l'aumento di capitale (l'"OPS").

L'Operazione verrà sottoposta all'approvazione del consiglio di amministrazione dell'Emittente che sarà convocato per il 12 aprile 2018, presso la sede della Società in Milano, via G. Burigozzo 5, con, *inter alia*, i seguenti primo e secondo punto all'ordine del giorno:

1. Aumento di capitale a pagamento ai sensi dell'art. 6, primo comma, n. 1(a) dello statuto sociale e dell'art. 2343, primo comma secondo periodo, c.c., mediante emissione di n. 38.025.000 nuove azioni di categoria A da liberarsi in natura, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, c.c., mediante il conferimento di n. 9.750.000 azioni Gambero Rosso S.p.A. (pari al 67,48% del capitale sociale) (l'"Aumento di Capitale"). Delibere inerenti e conseguenti.
2. Aumento di capitale, a pagamento e in via scindibile, ai sensi dell'art. 6, primo comma, n. 1(a) dello statuto sociale e dell'art. 2343, primo comma secondo periodo, c.c., mediante emissione di massime n. 18.326.100 nuove azioni di categoria A da liberarsi in natura, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, c.c., mediante il conferimento di massime n. 4.699.000 azioni Gambero Rosso S.p.A. (pari al 32,52% del capitale sociale), a servizio dell'Offerta Pubblica di Scambio, obbligatoria e totalitaria sulle azioni di Gambero Rosso. Delibere inerenti e conseguenti.

La presente relazione (la "Relazione") è redatta in conformità alle previsioni di cui agli articoli 2443, comma primo, 2441, comma sesto, del Codice Civile, e 70, commi quarto e settimo, del Regolamento adottato con delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 ("Regolamento Emittenti"), secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3A, Schema 2 (4).

La Relazione sarà trasmessa a Consob e messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Class Editori e sul sito internet dell'Emittente www.classeditori.it, con le modalità indicate dagli artt. 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del Regolamento Emittenti, nei termini di legge.

1. Descrizione dell'operazione

Il Consiglio, in esercizio parziale della Delega, delibererebbe, 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 esistente alla data odierna. L'Aumento di Capitale in oggetto è stato deciso a servizio del conferimento da parte di PIM del 67,48% del capitale di Gambero Rosso. 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 “Rapporto di Concambio”).

Le azioni che saranno emesse portano il totale delle azioni di Class Editori a 135.951.608 con la quota assegnata al conferente Pim che sarà pari al 27,96% del capitale sociale, post aumento di capitale.

Il Conferimento in Natura viene attuato secondo la procedura prevista dagli artt. 2343-ter, comma secondo, lettera (b) e 2343-quater cod. civ. e, pertanto, si basa sulla valutazione della partecipazione che ne è l’oggetto, svolta da un esperto indipendente, in possesso di idonei requisiti e capacità che è stato individuato dalla società conferente PIM nella società Business Value S.r.l. (“Business Value” o l’“Esperto”).

Il Managing Partner di Business Value, dott. Bruno Piperno, al riguardo ha dichiarato di essere indipendente da PIM, da Gambero Rosso e da Class Editori (e dai soci che eventualmente esercitano il controllo sulle medesime società), non ricoprendo i suoi rappresentanti alcun ruolo manageriale, né di revisore, né di sindaco, né alcun altro ruolo in organi amministrativi.

L’incarico da parte di PIM è stato sottoscritto dall’Amministratore Unico, Ing. Paolo Cuccia.

L’indipendenza di Business Value dovrà poi essere confermata dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori che si riunirà dopo l’esecuzione del Conferimento.

L’Emittente, nella persona del Vice-Presidente e Amministratore Delegato, ha inoltre conferito alla società di consulenza finanziaria Lucciola & Partners (il “Financial Advisor”), l’incarico di predisporre a beneficio del Consiglio di Amministrazione dell’Emittente una *financial fairness opinion* sulla congruità finanziaria del Rapporto di Concambio.

Infine, sulla base della decisione in tal senso assunta dal Consiglio di Amministrazione dell’Emittente in data 16 marzo 2018, il revisore che si esprimerà, come richiesto dall’art. 2441, comma 6, cod. civ e dall’art. 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 e successive modifiche e integrazioni (“TUF”), sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori, è stato identificato nella società di revisione BDO S.p.A. (“BDO”), attuale revisore dei conti di Class Editori e quindi munito dei necessari requisiti di indipendenza e professionalità.

Sarà altresì necessario predisporre un prospetto per la richiesta di ammissione alla negoziazione delle nuove azioni A Class Editori che saranno sottoscritte da PIM (ed, eventualmente, dagli aderenti all’OPS), da sottoporre all’approvazione di Consob (trattandosi dell’emissione di un numero di nuove azioni superiore al 20% delle azioni Class Editori attualmente esistenti).

Infine, come sopra specificato, il perfezionamento dell’Aumento di Capitale (*retius* l’efficacia del Conferimento in Natura) comporterà l’obbligo, in capo a Class Editori, di promuovere successivamente l’OPS nei confronti degli altri azionisti di Gambero Rosso (titolari complessivamente del 32,52% del capitale sociale della società), da predisporre in ottemperanza a quanto previsto dalla vigente normativa e dallo statuto di Gambero Rosso, agli stessi termini e condizioni utilizzati per l’aumento di capitale. Per questa ragione, il Consiglio di Amministrazione, insieme all’aumento di capitale a servizio del Conferimento in Natura, delibererà altresì, un aumento di capitale, scindibile, come descritto in premessa, a servizio dell’OPS.

2. Motivazioni dell’operazione e riflessi sui programmi gestionali dell’Emittente

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.

Tutte e due le società sono multimediali, con presenza nei *magazine*, nelle guide, nei media digitali e nei canali televisivi tematici. Class Editori ha riconosciute competenze non solo nella finanza e nell’economia, con presenza anche in USA attraverso il mensile Global Finance, ma anche nel *Fashion, luxury goods, Furniture e design*; Gambero Rosso è il marchio leader italiano nel *food-wine e travel*. Tutte e due le società hanno attività *nell’educational* e nella promozione con eventi, conferenze, rating, in molti paesi e in particolare in Cina.

Il conferimento in Class Editori della partecipazione di controllo di Gambero Rosso risulta dunque pienamente allineato all’interesse sociale dell’Emittente e del Gruppo ad essa facente capo, e 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.

Per le ragioni sopra indicate, si ribadisce dunque che l'Operazione risponde pienamente all'interesse sociale dell'Emittente.

3. Determinazione del valore di emissione delle azioni Class Editori

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori, è pari a euro 0,3957. Tale valore è di poco superiore al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,3947 €/azione) ed è stato definito sulla base della proposta vincolante, frutto di negoziazioni tra le parti, ricevuta in data 14 marzo 2018 da PIM, ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione, in quanto superiore rispetto al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi pari a 0,3947 euro.

Il prezzo di emissione derivante dalla proposta ricevuta è PIM è pari a 0,3957 euro per azione ed è stato implicitamente determinato sulla base delle condizioni proposte da PIM che prevedono tra l'altro l'emissione di numero 38.025.000 azioni di Class Editori da liberare a fronte del conferimento del 67,48% delle azioni di Gambero Rosso detenute da PIM pari a numero 9.750.000 e valorizzate da PIM stessa euro 15,05 milioni di euro.

Per quanto riguarda la media degli ultimi 6 mesi, tale valore è stato determinato sulla base dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie dell'Emittente 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 questo criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni, sia coerente con i criteri stabiliti dall'art. 2441, comma sesto, c.c., 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 dell'Emittente, hanno ritenuto opportuno utilizzare il criterio della media degli ultimi 6 mesi di Borsa ritenendo che l'utilizzo del solo metodo del patrimonio netto dell'Emittente non sia un adeguato strumento per rappresentare l'effettivo valore della stessa. Il prezzo di emissione delle nuove azioni basato sulla media degli ultimi 6 mesi presenta infatti un valore ben superiore al valore dell'azione sulla base del patrimonio netto. In tal modo si ritiene di aver 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.

Metodo di controllo

Gli Amministratori, in considerazione del fatto che gli obiettivi economici definiti per il 2017 dal Piano Industriale di Class Editori approvato in data 30 giugno 2017, sulla base di dati consuntivati al 30 settembre 2017 e sulla base delle proiezioni di chiusura al 31 dicembre 2017 sono stati disattesi, e che quindi il piano industriale dovrà essere aggiornato, nonché di una redditività operativa ancora negativa unita ad un elevato indebitamento finanziario, ha ritenuto di non applicare il Metodo del DCF. Gli amministratori hanno quindi applicato il metodo di riscontro basato sui Multipli di società comparabili. Da tale valutazione di riscontro è emerso un valore delle azioni inferiore a quello determinato utilizzando la media dei corsi di Borsa del semestre.

4. Valore attribuito a Gambero Rosso nella valutazione dell'esperto indipendente ai sensi dell'att. 2343-ter, secondo comma, lett. b) cod. civ.

Il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha preso atto che PIM ha conferito a Business Value, quale esperto indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile, l'incarico di redigere una relazione di stima del valore della partecipazione detenuta dalla stessa PIM in Gambero Rosso S.p.A..

In data 14 marzo 2018, l'Esperto ha emesso la valutazione alla data di riferimento del 31 dicembre 2017 (la "Relazione dell'Esperto"), che è stata trasmessa a Class Editori da PIM in pari data quale allegato all'offerta vincolante relativa all'Operazione.

Sulla base dell'incarico ricevuto, Business Value ha proceduto alla determinazione del valore economico di Gambero Rosso, sulla base di criteri e metodi generalmente riconosciuti ed adottati dalla dottrina e dalla prassi professionale in tema di valutazione d'azienda.

Nella scelta del metodo di valutazione che può meglio approssimare il valore di mercato dell'azienda è stato considerato quanto segue: (i) un'evoluzione dei flussi di cassa previsti per i prossimi anni; (ii) il valore degli *asset* detenuti dalla Società in gran parte legato a immobilizzazioni il cui valore è ricompreso nei flussi di cassa prospettici; (iii) gli aspetti reddituali e finanziari come aspetti essenziali per determinare il valore della società.

Nel caso specifico, quindi, Business Value ha ritenuto opportuno utilizzare, quale metodo principale, un metodo finanziario *unlevered discounted cash flow analysis* (UDCF) e come metodo di controllo il metodo dei multipli di mercato.

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2017 ("Data di Riferimento").

Documentazione utilizzata

Le analisi di Business Value si sono basate sulla seguente documentazione: (i) bilancio certificato di Gambero Rosso al 30 giugno 2017; (ii) bilancio certificato di Gambero Rosso al 31 dicembre 2016; (iii) proiezioni economico-finanziarie sull'orizzonte 2018-2020 e ipotesi sottostanti fornite da PIM.

Il metodo finanziario (*Unlevered Discounted Cash Flow - UDCF*)

I metodi finanziari prescindono dal capitale investito e dalle misure di reddito, e tengono conto esclusivamente dei flussi monetari generati dall'iniziativa: il valore di mercato è calcolato attualizzando alla data della valutazione sia i flussi di cassa prospettici sia il valore residuo della società.

Il metodo finanziario UDCF (metodo dei flussi di cassa prima degli oneri finanziari) è stato applicato alle valutazioni di Gambero Rosso applicando la seguente metodologia:

a) Definizione dei *cash flow* da utilizzare per la valutazione

Per la definizione del valore di Gambero Rosso sono statuti utilizzati i *free cash-flow*, ossia i flussi di cassa complessivi, prima degli oneri o proventi finanziari. I valori utilizzati, *unlevered* e al netto delle imposte, sono quelli che emergono dai piani economico-finanziari forniti da Pim.

b) Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il tasso di attualizzazione è normalmente calcolato in misura pari al costo medio ponderato del capitale di Gambero Rosso, che rappresenta il rendimento che gli investitori si attendono sia relativamente al capitale di rischio che al capitale di credito per investire in un'attività nel settore dell'azienda oggetto di valutazione e con un profilo simile di rischio.

Per calcolare tale parametro è stato necessario individuare i valori di seguito indicati:

- i. Mezzi propri e mezzi di terzi (Debt/Equity Ratio: 100%);
- ii. Tasso *risk free* (remunerazione minima del capitale di rischio che chiedono gli azionisti per investire nell'azienda piuttosto che in altre attività), nel caso specifico calcolato in base al rendimento netto medio dei BTP italiani a 5 anni (0,74%);
- iii. *Risk premium*, da aggiungere al *risk-free rate* per definire il tasso di rendimento normale atteso. Nel caso specifico è stato definito un livello di rischio di mercato generico pari al 5,08% e uno specifico *country risk* per l'Italia pari a 1,60% (Fonte: *analisi del Prof. Damodaran- gennaio 2018*) per un totale *market risk premium* pari al 6,68%. Il profilo di "rischio di settore" è calcolato rettificando il *market risk premium* per il beta dei settori Education, Entertainment, e Publishing & newspapers, opportunamente pesato in base alle diverse linee di fatturato e pari a 0,81, riportato su base *levered* sulla base del rapporto Debito/*Equity* precedentemente indicato e di un *tax rate* pari al 24%: il beta risultante è pari a **1,42**. Come risultante dei parametri sopra descritti, è stato determinato un *Cost of Equity* del 10,24%, come somma del *Risk free rate* e del *Market risk premium* moltiplicato il beta *levered*.
- iv. Costo del debito, pari al 4,50%; l'aliquota fiscale sui redditi di impresa, utilizzata ai fini del calcolo del tasso, è pari al 14%. In base ai parametri sopra descritti, il costo medio ponderato del capitale ("WACC") per Gambero Rosso è pari al 6,83%, come evidenziato nella tabella che segue:

WACC			
Cost of Equity	10,24%		
Cost of Debt	4,50%		
	Pesi	Tassi medi	WACC
Mezzi propri	50%	10,24%	
Mezzi di terzi	50%	4,50%	
Aliquota fiscale	24%		6,83%

c) Stima del valore finale di Gambero Rosso al termine del periodo preso in esame

Nel metodo di valutazione finanziario normalmente assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o residuo di Gambero Rosso al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa. Il valore residuo infatti rappresenta il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e va anch'esso attualizzato alla data della valutazione.

Il *terminal value* è stato calcolato capitalizzando al tasso WACC il *cash flow* a regime indicato da Pim incrementato del tasso g pari al 2%. Il risultato è pari a 1.800.000 Euro.

d) Periodo di riferimento

L'arco temporale utilizzato ai fini delle valutazioni è di 3 anni, pari al periodo di pianificazione esplicita (2018-2020).

e) Posizione finanziaria netta iniziale

La posizione finanziaria netta iniziale da considerare ai fini della valutazione, è pari a (meno) Euro 11.587.000 circa e tiene conto dei debiti tributari scaduti oltre alle componenti finanziarie.

f) Valutazione in base al metodo finanziario.

L'applicazione del metodo dei flussi di cassa porta a determinare il valore dell'attività operativa di Gambero Rosso. I flussi di cassa operativi sono quelli derivanti dal Business Plan 2018-2020 predisposto da Gambero Rosso.

I flussi di cassa *unlevered* usati ai fini della valutazione sono i seguenti:

FREE CASH FLOW	A regime
----------------	----------

Euro/000	Periodi	0,5	1,5	2,5	3
	UFCF	473	815	1.233	1.800
UFCF ATTUALIZZATI		457	738	1.045	

VALUTAZIONE FINANZIARIA (Euro/000)	
<i>Valore terminale</i>	37.262
<i>Valore attuale del valore terminale al WACC</i>	30.562
<i>Valore attuale del free cash flow al WACC</i>	2.240
<i>Enterprise Value</i>	32.802
- Posizione finanziaria netta	- 11.587
<i>Equity Value</i>	21.215

Metodo di controllo: multipli di mercato.

Il metodo dei multipli definito anche metodo dei “moltiplicatori di mercato”, individua il valore dell’azienda dalle osservazioni delle relazioni che legano alcuni parametri significativi dell’azienda in valutazione ad alcune grandezze derivate dall’analisi di altre aziende. La stima del valore dell’azienda viene attribuita da parte del mercato sulla base di valutazioni assegnate ad aziende confrontabili ed omogenee.

Il multiplo sostanzialmente è un rapporto, determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare, fra:

- i. **Numeratore, rappresentato dal valore dell’azienda** (*Enterprise Value*, secondo l’approccio *asset side*, ovvero *unlevered*, e *Equity Value*, con l’approccio *Equity side*, ovvero *levered*);
- ii. **Denominatore, rappresentato da una variabile** in grado di riassumere in sé la capacità dell’azienda di produrre ricchezza: grandezze contabili (sales, EBITDA, EBIT, Utile netto...) ovvero, meno di frequente, grandezze fisiche (numero abbonati, stanze d’albergo, ecc.).

I multipli utilizzati dall’Esperto per la valutazione di Gambero Rosso, sono i seguenti:

- **EV/EBITDA** (rapporto fra “Enterprise Value” e “Earning before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization” (EBITDA));
- **P/SALES** (rapporto tra Price e Sales);
- **EV/SALES** (rapporto tra Enterprise Value e Sales).

I multipli utilizzati fanno riferimento ai settori Education, Entertainment e Publishing & Newspapers (Fonte: *analisi del Prof. Damodaran – gennaio 2018*), opportunamente “pesati” sulla base delle diverse linee di fatturato.

Di seguito si riportano le valutazioni con il metodo dei multipli:

Valutazione Equity Side	
Parametro 2017	
Euro/000 Fatturato	15.621
P/S	1,43
Equity Value Euro/000	22.281

Valutazione Asset Side		
Parametro 2017		
Euro/000 Fatturato		15.621
Eurp/000 EBITDA	3.413	
EV/EBITDA	12,99	
EV/S		1,93
Valutazione (Euro/000)	44.345	30.183
Valutazione media (Euro/000)		37.264

PFN (Euro/000)	(11.587)
Equity Value (Euro/000)	25.677

Conclusioni

Business Value ha verificato che il valore di Gambero Rosso, sulla base del metodo principale prescelto, ovvero del *Unlevered Discounted Cash Flow*, è stimato in euro 21.215.000,00, mentre la valutazione con il metodo di controllo dei multipli di mercato ha evidenziato i seguenti risultati: (i) valutazione *equity side* Euro 22.281.000,00 (ii) valutazione *asset side* Euro 25.677.000,00.

Pertanto Business Value ha concluso che l'Equity Value di Gambero Rosso si trova compreso in un *range* tra un minimo di Euro 21.215.000,00 e un massimo di Euro 25.677.000,00.

5. Financial Fairness Opinion sulla congruità finanziaria del Rapporto di Concambio

La valutazione di Class Editori è stata convenuta sulla base dei criteri di rispetto delle regole dei mercati borsistici regolamentati e quindi sul prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,3954 €/azione). Il valore del 100% di Class Editori è stato pertanto determinato in 38,71 milioni di Euro.

La valutazione di Gambero Rosso concordata fra le parti è compresa all'interno del *range* individuato nella Valutazione di Business Value (si veda il paragrafo 3 che precede) ed è stata determinata in 22,31 milioni di Euro, attribuendo un premio del 37,6% (inclusivo del premio per la cessione del controllo) rispetto al prezzo medio registrato dalle azioni Gambero Rosso negli ultimi 6 mesi (pari a 1,1222 €/azione). Il valore delle azioni di Gambero Rosso detenute da Pim (pari al 67,48% del capitale sociale) è stato pertanto determinato in 15,05 milioni di Euro. Sulla base dei valori attribuiti alle due società, è stato quindi definito il Rapporto di Concambio (3,9 nuove azioni di Class Editori per ogni azione di Gambero Rosso conferita).

Tale rapporto è stato ritenuto ragionevole e non arbitrario, e congruo dal punto di vista finanziario, dalla Financial Fairness Opinion rilasciata dal Financial Advisor Lucciola & Partners in data 16 marzo 2018, su incarico dell'Emittente e a supporto della decisione del Consiglio di Amministrazione.

Ai fini dell'elaborazione della Financial Fairness Opinion, il Financial Advisor ha preliminarmente effettuato una valutazione di Class Editori e di Gambero Rosso applicando le metodologie (i) dell'andamento storico di borsa (di seguito “**Metodo di Borsa**”), (ii) del Discounted Cash Flow (di seguito “**Metodo DCF**”) e (iii) dei multipli di società comparabili (di seguito “**Metodo dei Multipli**”).

Per Class Editori, in considerazione delle *performance* storiche degli ultimi esercizi e dell'assenza di un piano industriale aggiornato ritenuto completo e affidabile dal *management* della società (il piano industriale esistente dovrà essere aggiornato), nonché di una redditività operativa ancora negativa unita ad un elevato indebitamento finanziario, si è preso a riferimento, coerentemente con la prassi di mercato, la capitalizzazione risultante dal valore medio dell'azione Class Editori degli ultimi 6 mesi. Pertanto, il valore del 100% del capitale di Class Editori è stato stimato in 38,68 milioni di Euro.

Per Gambero Rosso, in considerazione delle positive *performance* storiche degli ultimi esercizi e disponendo delle Proiezioni Economiche e Finanziarie di Gambero Rosso, si è ritenuto di privilegiare, coerentemente con la prassi di mercato, il Metodo DCF. Pertanto, il valore del 100% del capitale di Gambero Rosso è stato stimato in un *range* tra 20,45 e 24,26 milioni di Euro, una volta dedotta la posizione finanziaria comprensiva dei debiti tributari e previdenziali scaduti, negativa per 11,59 milioni di Euro al 31 dicembre 2017.

I parametri e la stima del valore di Gambero Rosso sono riportati nelle seguenti tabelle:

Gambero Rosso - UFCF				
.000 €	2018	2019	2020	Regime

UFCF	457	738	1.045	1.800
------	-----	-----	-------	-------

Gambero Rosso – range di valutazione

(M€)	WACC		
	7,00%	6,75%	6,50%
g 2,00%	20,45	22,25	24,26

Assumendo come valore di riferimento del 100% del capitale di Gambero Rosso il valore medio riportato nella tabella e pari a 22,25 milioni di Euro, il multiplo implicito Enterprise Value/EBITDA è pari a 9,9x parametrato all'EBITDA 2017 stimato e a 8,7x parametrato all'EBITDA 2018 atteso. Tali multipli impliciti, che non considerano un premio per il controllo che invece risulterebbe applicabile all'Operazione, risultano sostanzialmente coerenti con quelli di società quotate appartenenti allo stesso settore di riferimento (Media – Publishers) in Italia e all'estero, la cui mediana è rispettivamente pari a 8,9x parametrato all'EBITDA 2017 stimato e a 8,1x parametrato all'EBITDA 2018 atteso.

Utilizzando le stime di valore sopra indicate rispettivamente per il 100% del capitale di Class Editori (38,68 milioni di Euro) e per il 100% del capitale di Gambero Rosso (22,25 milioni di Euro), e applicandole alla struttura dell'Operazione, risulterebbe un rapporto tra azioni Class Editori di nuova emissione e azioni Gambero Rosso conferite pari a 3,898.

Il Financial Advisor ha pertanto concluso che, sulla base della proposta di PIM e delle informazioni a disposizione utilizzate per la Financial Fairness Opinion, il Rapporto di Concambio (pari a 3,9 nuove azioni di Class Editori ogni 1 azione di Gambero Rosso conferita) è ragionevole e non arbitrario e congruo dal punto di vista finanziario.

5. Numero, categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'aumento di capitale di Class Editori

A seguito del Conferimento in Natura, e del connesso Aumento di Capitale, Class Editori emetterà n. 38.025.000 nuove azioni di categoria A.

Le nuove azioni avranno godimento 1° gennaio 2018, e pertanto avranno i medesimi diritti delle azioni di categoria A già in circolazione, con la sola eccezione del godimento.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori, sulla base del Rapporto di Concambio, è pari a euro 0,3957, di poco superiore al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,3947 €/azione).

Ai sensi dell'art.. 2343-quater, cod. civ., le azioni di categoria A di nuova emissione sono inalienabili e devono essere depositate presso la Società fino all'iscrizione, presso il competente registro delle imprese, della dichiarazione degli amministratori contenente le seguenti informazioni:

- a) descrizione dei beni conferiti;
- b) valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione;
- c) dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- d) dichiarazione che, nel periodo successivo alla data di riferimento della valutazione, non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione di cui all'art. 2343-ter, comma secondo, (b);
- e) valutazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto che ha emesso la valutazione.

Le verifiche utili al rilascio di tale dichiarazione devono esser svolte nel termine di 30 giorni dalla data di esecuzione del Conferimento in Natura (per ulteriori dettagli si veda il punto 8 che segue).

6. Riflessi Tributari dell'Operazione sull'Emittente conferitario

L'Operazione rileva sotto il profilo tributario ai fini delle imposte dirette di competenza della Società conferente, in quanto in capo a quest'ultima potranno verificarsi i presupposti per la tassazione delle eventuali plusvalenze emergenti tra il valore di realizzo delle azioni d nuova emissione ricevute e l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto alla partecipazione conferita.

Ai sensi dell'art. 175, comma 1, del decreto legislativo 22 dicembre 1986, n. 17 ("TUIR"), in caso di conferimento di partecipazioni di controllo si considera valore di realizzo quello attribuito alle partecipazioni, ricevute in cambio della partecipazione conferita, nelle scritture contabili del soggetto conferente ovvero, se superiore, quello attribuito alla partecipazione conferita nelle scritture contabili del soggetto conferitario.

In capo all'Emittente conferitaria, il Conferimento in Natura non produrrà effetti ai fini delle imposte dirette. Il valore di iscrizione nelle proprie scritture contabili della partecipazione oggetto di conferimento assumerà piena rilevanza anche ai fini fiscali.

L'atto di conferimento sarà soggetto da imposta di registro in misura fissa e alla c.d. Tobin Tax nella misura dello 0,2% del valore dell'Operazione.

7. Effetti del Conferimento in Natura sulla compagnie azionaria di Class Editori e sul soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 del TUF e su eventuali patti parasociali ex art. 122 TUF

A seguito della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale mediante il Conferimento in Natura, il capitale sociale di Class Editori sarà aumentato da euro 29.377.982,40 a euro 40.785.482,40 e risulterà suddiviso in n. 135.931.608 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B, tutte senza indicazione del valore nominale. La compagine sociale risulterà modificata come segue:

Azionisti Class Editori pre-aumento di capitale		
Azionista	Numero azioni	% capitale sociale
Eucrolass Multimedia Holding S.A. (ECMH)	57.353.732	58,568
P.Panerai	9.674.717	9,880
PP Editore S.r.l.	3.520.250	3,595
Mercato	27.707.293	27,783

Azionisti Class Editori post-aumento di capitale		
Azionista	Numero azioni	% capitale sociale
ECMH	57.353.732	42,187
P.Panerai	9.764.717	7,116
PP Editore S.r.l.	3.520.250	2,589
Mercato	27.707.293	20,012
PIM	38.025.000	27,970

A seguito dell'esecuzione dell'Aumento di capitale, la partecipazione in Class Editori dell'attuale azionista di controllo ECMH si ridurrebbe dal 58,568% dell'attuale capitale sociale ad una percentuale pari al 42,187% del capitale sociale di Class Editori post Conferimento in Natura.

Si precisa che l'Aumento di Capitale avrà effetti diluitivi nei confronti della totalità degli attuali azionisti della Società per effetto dell'esclusione - *ex lege* - del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, cod. civ..

Infatti, considerando un ipotetico azionista che possieda, in data antecedente all'Aumento di Capitale, una percentuale di partecipazione al capitale dell'Emittente dell'1%, corrispondente a n. 979.266 azioni, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale tale azionista verrebbe a detenere una quota di partecipazione pari allo 0,72% (con una diluizione del 28%) in quanto deterrebbe lo stesso numero di azioni a fronte di n. 135.951.608 azioni totali in circolazione.

Sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione non sussistono pattuizioni o accordi in merito all'esercizio dei diritti inerenti alle azioni della Società o al trasferimento delle stesse.

Si precisa che, al momento del perfezionamento dell'Aumento di Capitale e del Conferimento in Natura, al Consiglio di Amministrazione sarà proposta, ove e nella misura in cui se ne verifichino le condizioni, la nomina per cooptazione ai sensi dell'art. 2386 cod. civ., fino alla successiva assemblea, dell'Ing. Paolo Cuccia, socio di controllo e amministratore unico di PIM, insieme a due altri consiglieri dallo stesso indicati.

Con l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione delle delibere di aumento di capitale a servizio del Conferimento in Natura e OPS, avrà luogo la modifica degli articoli 5 (Capitale Sociale) e 6 (Delega agli Amministratori) dello Statuto. Si riportano di seguito gli articoli 5 e 6 dello Statuto, di cui si propone la modifica, nel testo vigente e in quello proposto.

Art. 5 (testo vigente)	Art. 5 (modifiche in grassetto)
Il Capitale sociale è determinato in Euro 29.377.982,40, diviso in n. 97.926.608 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 97.906.608 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16. Ciascuna azione di categoria B è convertibile, a semplice richiesta e a spese del titolare, in un'azione di categoria A. Le azioni, a qualunque categoria appartengano, sono trasferibili nel rispetto delle condizioni di cui alla legge 5 agosto 1981 n. 416, sue modifiche e disposizioni connesse. Nelle deliberazioni di aumento del capitale a pagamento, il diritto di opzione può essere escluso nella misura massima del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.	INVARIATO INVARIATO INVARIATO INVARIATO
	In data [12] aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione – in parziale esecuzione della delega di cui all'art. 6, comma 1 n. 1 (a) – ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per nominali Euro 11.407.500 (oltre a 3.638.992,5 di sovrapprezzo), mediante emissione di n. 38.025.000 azioni di categoria A, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., da liberarsi entro il 13 settembre 2018, mediante conferimento in natura di n. 9.750.000 azioni Gambero Rosso S.p.A. da parte di Pim S.p.A..
	In data [12] aprile 2018, il Consiglio di Amministrazione – in parziale esecuzione della delega di cui all'art. 6, comma 1 n. 1 (a) – ha deliberato di aumentare il capitale sociale a pagamento e in via scindibile, per massimi Euro [7.251.637,77], (di cui Euro [0,3000] per azione a titolo di capitale sociale ed Euro [0,0957] per azione a titolo di sovrapprezzo), mediante emissione di massime n. 18.326.100 azioni di categoria A, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4,

	primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura di azioni Gambero Rosso S.p.A. portate in adesione all'offerta pubblica di scambio obbligatoria e totalitaria avente ad oggetto la totalità delle azioni Gambero Rosso S.p.A., che sarà promossa dalla Società in seguito all'esecuzione dell'aumento di capitale di cui al comma precedente, ai termine e condizioni previsti dalla stessa, come eventualmente successivamente modificati in conformità alla normativa vigente.
Art. 6 (testo vigente)	Art. 6 (modifiche in grassetto)

E' attribuita al Consiglio di amministrazione:

1) ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare il capitale sociale, in una o più volte, entro il termine massimo di 5 (cinque) anni dalla data della delibera assembleare del 25 maggio 2017:

(a) per un importo massimo di euro 50 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 166.666.666 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da assegnare gratuitamente, nei limiti delle riserve disponibili, agli aventi diritto o da offrire in opzione a pagamento, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione delle azioni da emettersi, il loro godimento, l'eventuale contributo spese o con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi IV e V dell'art. 2441 C.C.: in caso di esclusione del diritto di opzione, detti aumenti dovranno esser liberati con conferimento di partecipazioni in società che svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società ovvero offerti in sottoscrizione a terzi che, in proprio o tramite società da loro controllate, svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società e la cui partecipazione, per attestazione del consiglio di amministrazione, sia ritenuta strategica all'attività sociale, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione, che dovrà corrispondere come minimo al valore di mercato delle azioni; il tutto in stretta osservanza di quanto disposto dalla normativa tempo per tempo vigente e, in particolare, di quanto disposto dal sesto comma dell'art. 2441 C.C.;

(b) per un importo massimo di euro 185.000, mediante emissione di massime n. 616.666 azioni ordinarie di categoria A prive di valore nominale, da offrire/attribuire a dipendenti e collaboratori - questi ultimi da individuarsi a cura del Consiglio di Amministrazione tra i soggetti e/o collaboratori che siano legati da rapporti di agenzia o rappresentanza e di collaborazione coordinata e continuativa alla Società e/o sue controllate e collegate – a norma degli articoli 2441 e/o 2349 del codice civile e dell'art. 134 D.lgs. 58/1998. In caso di assegnazione gratuita di azioni il loro controvalore dovrà essere

INVARIATO

(a) per un importo massimo residuo di euro [33.094.670,00], mediante emissione di un massimo di n. [110.315.666] azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da assegnare gratuitamente, nei limiti delle riserve disponibili, agli aventi diritto o da offrire in opzione a pagamento, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione delle azioni da emettersi, il loro godimento, l'eventuale contributo spese o con esclusione del diritto di opzione ai sensi dei commi IV e V dell'art. 2441 C.C.: in caso di esclusione del diritto di opzione, detti aumenti dovranno esser liberati con conferimento di partecipazioni in società che svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società ovvero offerti in sottoscrizione a terzi che, in proprio o tramite società da loro controllate, svolgano attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la società e la cui partecipazione, per attestazione del consiglio di amministrazione, sia ritenuta strategica all'attività sociale, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione, che dovrà corrispondere come minimo al valore di mercato delle azioni; il tutto in stretta osservanza di quanto disposto dalla normativa tempo per tempo vigente e, in particolare, di quanto disposto dal sesto comma dell'art. 2441 C.C.;

INVARIATO

prelevato dalla Riserva già in precedenza costituita ed iscritta a bilancio per euro 278.707 (duecentosettantottomila settecentosette); nel caso di assegnazione a pagamento delle azioni il Consiglio potrà stabilire un sovrapprezzo;

2) ai sensi dell'articolo 2420 ter cod. civ., la facoltà di emettere prestiti obbligazionari convertibili per un importo massimo complessivo di euro 15 milioni, mediante emissione di obbligazioni convertibili e/o con diritti di sottoscrizione (cum warrants), in Euro e/o in valuta estera, ove consentito, di volta in volta nei limiti di legge e con i necessari aumenti del capitale sociale a servizio dei prestiti.

Con delibera assembleare del 25 maggio 2017 è stata altresì attribuita agli Amministratori ai sensi dell'articolo 2443, primo comma, secondo periodo del Codice Civile, la facoltà di aumentare a pagamento il capitale sociale, in una o più volte, entro il termine massimo di cinque anni dalla data della delibera medesima per un importo massimo di euro 3.000.000,00 (tremilioni virgola zero zero) e comunque per un importo massimo pari al 10% (dieci per cento) del capitale esistente al momento del primo esercizio della delega mediante emissione del corrispondente numero di azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione. Detto aumento da offrire in sottoscrizione a terzi che, in proprio o tramite società da loro controllate, svolgano attività nel medesimo settore in cui opera la società e che, con attestazione del consiglio di amministrazione, siano ritenute strategiche all'attività sociale, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione, che dovrà corrispondere come minimo al valore di mercato delle azioni; tale valore dovrà esser confermato da apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.

INVARIATO

INVARIATO

8. Adempimenti e tempistica

Copia della presente relazione è stata consegnata alla società di revisione BDO S.p.A., affinché, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, comma sesto, cod. civ. e dell'art. 158 del TUF, la stessa possa esprimere, nei termini previsti dalla vigente normativa in materia, il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori.

Il parere di congruità di BDO S.p.A., nei termini previsti dalla vigente normativa in materia, sarà reso disponibile al pubblico non appena sarà rilasciato all'Emittente.

La Relazione dell'Esperto Business Value S.r.l. contenente la descrizione delle azioni Gambero Rosso oggetto del Conferimento nonché l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti, redatta dall'Esperto, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile sarà depositata presso la sede legale della Società, secondo i tempi previsti dalla legge e dai regolamenti applicabili, prima della data fissata per il Consiglio di Amministrazione che delibererà, in parziale esecuzione della Delega, l'Aumento di Capitale di Class Editori a servizio del Conferimento in Natura.

Il Conferimento in Natura non può avere efficacia prima del decorso del termine di trenta giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della deliberazione di aumento di capitale, contenente anche le dichiarazioni di cui all'art. 2343-*quater*, terzo comma, lettere (a), (b), (c) ed (e)¹. Entro detto termine uno o più soci che rappresentano, e che rappresentavano alla data della delibera di Aumento del Capitale, almeno il ventesimo del capitale sociale, nell'ammontare precedente l'aumento medesimo, possono richiedere che si proceda, su iniziativa degli amministratori, ad una nuova valutazione ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2343 cod. civ..

In mancanza di tale domanda, gli amministratori perfezionano e ricevono il conferimento dopo lo scadere del 30° giorno dall'iscrizione della delibera di Aumento di Capitale e, entro i successivi 30 giorni, depositano per l'iscrizione nel registro delle imprese, unitamente all'attestazione di avvenuta esecuzione dell'aumento di capitale di cui all'articolo 2444 cod. civ., la dichiarazione prevista dall'articolo 2343-*quater*, terzo comma, lettera d), (i.e. la dichiarazione che, “*nel periodo successivo alla data di riferimento della Valutazione, non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione di cui all'art. 2343-ter, comma secondo, lett. (b)*”). Le verifiche utili al rilascio di tale dichiarazione devono esser svolte nel termine di 30 giorni dalla data di esecuzione del Conferimento. Si ritiene che tali verifiche saranno svolte non oltre il giorno stesso in cui sarà stipulato l'atto di conferimento delle azioni Gambero Rosso.

Come specificato al punto 5 che precede, ai sensi dell'art. 2343-*quater*, cod. civ., le azioni di categoria A derivanti dall'Aumento di Capitale sono inalienabili e devono essere depositate presso la Società fino a quest'ultima iscrizione.

L'efficacia dell'Aumento di Capitale e del Conferimento in Natura, in considerazione di quanto sopra indicato, è attualmente prevista entro il mese di maggio 2018.

L'Aumento di Capitale di Class Editori a servizio del Conferimento in Natura (e l'aumento di capitale a servizio dell'OPS) comporterà l'emissione e l'ammissione a quotazione di azioni di categoria A Class Editori che rappresenteranno, in un periodo di dodici mesi, più del 20% del numero delle azioni della stessa categoria già ammesse alla negoziazione nel MTA e, pertanto, si renderà necessario pubblicare un prospetto informativo di ammissione alla negoziazione delle stesse ai sensi degli artt. 113 e ss. del TUF e 52 e ss. del Regolamento Emissenti (il “**Prospetto Informativo**”). Ai sensi dell'articolo 2.4.1, sesto comma, del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., l'Emissente darà apposita comunicazione a Borsa Italiana S.p.A. e, a seguito della autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto Informativo da parte di CONSOB, le nuove azioni Class Editori saranno ammesse alla quotazione ufficiale presso il MTA al pari delle azioni Class Editori attualmente in circolazione.

Inoltre, come sopra specificato, l'efficacia del Conferimento in Natura comporterà l'obbligo, in capo a Class Editori, di promuovere successivamente un'Offerta Pubblica di Scambio nei confronti degli altri azionisti di Gambero Rosso (titolari complessivamente del 32,52% del capitale sociale della società), da predisporre in ottemperanza a quanto previsto dalla vigente normativa e dallo statuto di Gambero Rosso, agli stessi termini e condizioni utilizzati per l'Aumento di Capitale.

* * *

¹ Si tratta delle dichiarazioni degli amministratori contenenti le seguenti informazioni: (a) descrizione dei beni conferiti; (b) valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (c) dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (e) valutazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'Esperto che ha emesso la valutazione.

Milano, 16 marzo 2018

per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Gianni Letta". It is written in a cursive style with a horizontal line underneath it.