

## 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 (1)

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 quinto, del  
Codice Civile, mediante emissione di n. 17.857.143 nuove azioni di Categoria A  
da liberarsi per cassa

Milano, 19 marzo 2019

### INDICE

1. Premessa .....	2
2. Descrizione dell'operazione.....	2
3. Determinazione del valore di emissione delle azioni Class Editori.....	3
4. Numero, categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'aumento di capitale di Class Editori .....	11
5. Effetti dell'Aumento di Capitale sulla compagine 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
6. Adempimenti e tempistica .....	15

## 1. Premessa

In data 22 maggio 2018, 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, entro il termine massimo del 21 maggio 2023, per un importo massimo di euro 70 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 233.333.333 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da offrire 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."*

Il ricorso alla Delega per l'aumento di capitale trova la principale motivazione nell'attuazione delle linee strategiche di sviluppo e valorizzazione della Società, che includono (i) un recupero di redditività per effetto dell'attuazione di un nuovo modello di *business* maggiormente basato sull'erogazione di servizi, anche in conseguenza dell'integrazione delle competenze e delle attività di Gambero Rosso e (ii) un rafforzamento della struttura finanziaria e patrimoniale della società, anche attraverso una rimodulazione dell'indebitamento finanziario.

La presente relazione (la **"Relazione"**) viene redatta quindi al fine di illustrare l'aumento di capitale previsto ed è redatta in conformità alle previsioni di cui agli articoli 2443, comma primo, 2441, comma sesto, del Codice Civile, e 72, commi 1-bis, 3 e 6, del Regolamento adottato con delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971 (**"Regolamento Emittenti"**), secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3A, Schema 2 (1).

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](http://www.classeditori.it), con le modalità indicate dagli artt. 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del Regolamento Emittenti, nei termini di legge.

## 2. Descrizione dell'operazione

L'operazione che verrà sottoposta all'approvazione del consiglio di amministrazione dell'Emittente che sarà convocato nei prossimi giorni, è un aumento di capitale a pagamento, ai sensi dell'art. 6, primo comma, n. 1(a) dello statuto sociale e dell'art. 2441, quinto comma, c.c., mediante emissione di n. 17.857.143 nuove azioni di categoria A (le **"Nuove Azioni Class"**) riservato alla società Erre Creativity S.r.l. da liberarsi tramite pagamento in denaro (anche mediante compensazione di crediti esistenti verso Class Editori) per complessivi Euro 5.000.000,00 (l'**"Aumento di Capitale"**). Le Nuove Azioni Class che saranno emesse porteranno il totale delle azioni di Class Editori a n. 161.525.876 con la quota assegnata alla Società Erre Creativity S.r.l. che sarà pari all'11,06% del capitale sociale.

La Società Erre Creativity S.r.l. ha confermato per iscritto in data odierna il suo interesse a sottoscrivere l'Aumento di Capitale secondo le condizioni delineate nella presente relazione. 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.

### **2.1. Motivazioni dell'operazione e riflessi sui programmi gestionali dell'Emittente**

In coerenza con il nuovo piano industriale 2018-2021 del Gruppo Class Editori approvato in data 23 agosto 2018 (e da ultimo modificato in data 15 gennaio 2019) (il “**Piano Industriale**”), il socio Paolo Panerai si è impegnato a effettuare direttamente o tramite società da lui indicata un aumento di capitale per cassa di 5 milioni di Euro nell'ambito di un accordo di rimodulazione dell'indebitamento finanziario in corso di finalizzazione con gli Istituti di Credito finanziatori del Gruppo.

L'aumento di Capitale è quindi volto ad assicurare alla Società parte delle risorse necessarie per far fronte agli investimenti previsti dal Piano Industriale e al finanziamento della crescita delle nuove attività in programma.

Il socio Paolo Panerai, avendo la facoltà di indicare la società che effettuerà l'aumento di capitale, ha individuato la società Erre Creativity S.r.l., che svolge attività nel medesimo od analogo settore in cui opera la Società, con attività sinergiche e strategiche per il Gruppo Class, e che ha manifestato la volontà di effettuare tale aumento di capitale per cassa al fine di diventare azionista della Società.

In questo modo le due esigenze strategiche, rafforzamento finanziario e patrimoniale in aderenza all'accordo di rimodulazione dell'indebitamento finanziario in corso di finalizzazione con gli Istituti di Credito finanziatori del Gruppo, e rafforzamento della compagine azionaria con un socio operante in un settore analogo a quello della Società, trovano una sintesi virtuosa e sinergica.

L'offerta dell'Aumento di Capitale in sottoscrizione alla società Erre Creativity S.r.l. risulta dunque pienamente allineato all'interesse sociale dell'Emittente e del Gruppo ad essa facente capo e il Consiglio di Amministrazione valuta e ritiene che esistano i presupposti per l'esercizio della Delega.

### **2.2. Stima dei risultati dell'ultimo esercizio chiuso ed indicazioni generali sull'andamento della gestione nell'esercizio in corso**

Le stime di risultato di Ricavi, Ebitda ed *Ebitda margin* al 31 dicembre 2018 - come emergono dal Piano Industriale aggiornato in data 15 gennaio 2019 - sono rispettivamente pari a 72,2 milioni di Euro, -0,7 milioni di Euro e -1,00%, come già comunicato nel Prospetto Informativo pubblicato il 2 febbraio 2019 in connessione con l'operazione di integrazione con Gambero Rosso S.p.A..

Tali valori confermano il positivo andamento dei ricavi pubblicitari per l'esercizio 2018 e il contenimento dei costi.

Il rafforzamento della struttura finanziaria del Gruppo è raggiungibile, oltre che con i miglioramenti sulla redditività operativa, anche attraverso alcune operazioni finanziarie, tra cui l'aumento di capitale in oggetto, la cessione di quote di minoranza di società controllate quotate e la rivisitazione degli accordi di consolidamento e riscadenziamento dell'indebitamento finanziario.

### **3. Determinazione del valore di emissione delle azioni Class Editori**

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori è pari a 0,28 €/azione. Tale valore è stato determinato sulla base della valutazione del patrimonio netto di Class Editori effettuata con il Metodo DCF (Discounted Cash Flow) – utilizzato come metodologia principale – e poi verificato anche con il Metodo di Borsa – utilizzato come metodologia di controllo. Il prezzo di emissione così determinato è superiore di circa il 30% al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,22 €/azione) ed è ritenuto adeguato rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione.

## Il Metodo DCF

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 o dell'iniziativa.

La valutazione finanziaria viene ormai sempre più frequentemente condotta utilizzando l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, o metodo dei flussi di cassa prima degli oneri finanziari. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione di un prezzo di acquisto di un'azienda, o di valorizzazione di un investimento, come differenza tra il valore dell'investimento dell'ipotetico acquirente e la posizione finanziaria netta iniziale.

Il valore dell'investimento è dato, a sua volta, dalla somma di due componenti:

1. la prima componente è costituita dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri (calcolati prima degli oneri o proventi finanziari) attesi nell'arco temporale considerato nell'analisi, attualizzati al costo medio ponderato del capitale (*WACC* – *Weighted Average Cost of Capital*).
2. la seconda componente è rappresentata dal valore “finale” dell'azienda, calcolato, se considerato applicabile, normalmente come rendita perpetua del flusso monetario della gestione caratteristica (flusso di cassa prima degli oneri finanziari) di un anno “standard”, stimato in base ai risultati previsti per gli ultimi anni del periodo di osservazione considerato dall'analisi, ad un tasso di capitalizzazione *WACC-g* che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (*g*). Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso *WACC*.

L'importo dell'investimento (o *Enterprise Value*) viene poi ridotto o aumentato dell'importo della Posizione Finanziaria Netta, di eventuali *minorities* e altre poste rettificative, per ottenere l'*Equity Value*.

Il valore dell'azienda o del ramo di azienda, quindi, deriva dall'applicazione della seguente formula:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^n [\text{CF}_t \cdot (1+w)^{-t}] + \text{Kn} / (\text{W}-g) \cdot (1+w)^{-n} - \text{PFN} - \text{min}$$

Le variabili da stimare ai fini della valutazione sono le seguenti:

- t* = parametro di attualizzazione (numero dell'esercizio di riferimento)
- CF<sub>t</sub>* = flussi di cassa *unlevered* attesi per ciascun anno del periodo di piano *Kn* = flusso di cassa *unlevered* atteso a regime
- w* = tasso di attualizzazione per il periodo di piano, pari al costo medio ponderato del capitale per tale orizzonte temporale
- W* = tasso di attualizzazione oltre il periodo di piano, pari al costo medio ponderato del capitale previsto per tale orizzonte temporale
- g* = tasso di crescita del flusso di cassa *unlevered* atteso a regime
- PFN* = posizione finanziaria netta alla data della valutazione *min* = *minorities* e altre poste rettificative alla data della valutazione *n* = numero di esercizi considerati nel periodo di piano



Il Metodo DCF è stato applicato alle proiezioni economico-finanziarie-patrimoniali del Piano Industriale (Allegato A) applicando la metodologia di seguito descritta:

### Definizione del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il tasso di attualizzazione è normalmente calcolato in misura pari al costo medio ponderato del capitale della società e rappresenta il rendimento atteso per gli azionisti e per gli apportatori di risorse finanziarie. Tale parametro è influenzato, tra l'altro, dalla struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e altre fonti di finanziamento) dell'iniziativa oggetto di valutazione nel periodo in esame.

La formula utilizzata per il calcolo del costo medio ponderato del capitale ("WACC") è la seguente:

$$WACC = [Kd \cdot D \cdot (1-t) + Ke \cdot E] / (D+E)$$

In cui:

- Kd = costo medio delle fonti di finanziamento a titolo di debito
- D = percentuale di debito nella struttura finanziaria dell'iniziativa in esame (100% - E)
- t = aliquota marginale d'imposta
- E = percentuale di capitale proprio nella struttura finanziaria dell'iniziativa in esame (100% - D)
- Ke = costo opportunità del capitale proprio investito nell'iniziativa in esame, determinato secondo la formula del *Capital Asset Pricing Model*

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

In cui:

- Rf = rendimento di attività finanziarie prive di rischio
- Rm = rendimento medio di mercato per titoli rischiosi (azionari)
- $\beta$  = fattore di rischio specifico dell'iniziativa in esame

In considerazione della prevista evoluzione della struttura finanziaria di Class Editori, nell'analisi compiuta si è ritenuto di utilizzare due diversi valori del WACC (uno per il periodo di piano e l'altro per il calcolo del *Terminal Value*) che tenessero in considerazione la variazione di alcuni parametri.

In particolare, il WACC per il periodo di piano ("WACC 19-21") è stato determinato sulla base dei seguenti valori:

Parametro	Valore	Descrizione
Kd	3,8%	Costo medio del debito nel periodo di piano, calcolato come rapporto tra il totale degli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta
D	56,0%	Incidenza media della PFN sul totale delle fonti di finanziamento ( <i>Equity</i> e PFN) nel periodo di piano
t	24,0%	Aliquota IRES su cui calcolare la detrazione degli interessi passivi

E	44,0%	Incidenza media <i>dell'Equity</i> sul totale delle fonti di finanziamento ( <i>Equity</i> e PFN) nel periodo di piano
Ke	11,0%	Calcolato sulla base degli elementi sotto riportati
Rf	3,1%	Rendimento medio degli ultimi 6 mesi per i BTP a 10 anni
Rm	11,9%	Rendimento teorico per il mercato azionario italiano
$\beta$	0,9	Indice di correlazione tra il rendimento del settore <i>publishing &amp; newspaper</i> in Europa e i relativi mercati azionari
<hr/>		
<b>WACC 19-21</b>	<b>6,5%</b>	
<hr/>		

Il WACC per il Terminal Value (“**WACC TV**”) è stato determinato sulla base dei seguenti valori:

**Parametro Valore Descrizione**

Kd	4,6%	Costo del debito nell'ultimo anno del periodo di piano, calcolato come rapporto tra gli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta, ipotizzato costante a partire dal 2021
D	40,0%	Incidenza della PFN sul totale delle fonti di finanziamento ( <i>Equity</i> e PFN) prevista a regime, sulla base del <i>trend</i> registrato negli ultimi anni del periodo di piano, ipotizzato costante a partire dal 2021
t	24,0%	Invariata
E	60,0%	Incidenza <i>dell'Equity</i> sul totale delle fonti di finanziamento ( <i>Equity</i> e PFN) prevista a regime, sulla base del <i>trend</i> registrato negli ultimi anni del periodo di piano, ipotizzato costante a partire dal 2021
Ke	11,0%	Invariato
<hr/>		
<b>WACC TV</b>	<b>8,0%</b>	
<hr/>		

**Definizione dei flussi di cassa per il periodo di piano**

Per la definizione del valore della società sono stati utilizzati i flussi di cassa *unlevered* (“**UFCF**”), calcolati prima degli oneri o proventi finanziari, prima delle variazioni dei debiti e crediti finanziari inclusi nella PFN e prima delle variazioni di capitale.

I valori utilizzati, sono quelli che emergono dal Piano Industriale.

Di seguito il prospetto degli *unlevered free cash flows* ("UFCF") su base annua per l'orizzonte temporale 2019-2021, come derivanti dal Piano Industriale.

<i>Migliaia di Euro</i>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ebitda	7.183	13.662	19.799
- Imposte	-2.843	-4.037	-5.299
- Capex	-3.540	-3.283	-3.187
+/- Variazione CCN	-9.294	-1.705	2.133
+/- variazione altri crediti/debiti	-4.308	1.892	1.595
+/- Variazione TFR	549	565	573
+/- proventi e oneri straordinari	-1.086	311	18
<b>UFCF per Metodo DCF</b>	<b>-13.339</b>	<b>7.405</b>	<b>15.631</b>

### Stima del valore della Società al termine del periodo di piano (terminal value - TV)

Nel Metodo DCF assume inoltre rilevanza il calcolo del valore finale o residuo della società al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa.

Il valore residuo rappresenta, infatti, 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 flusso di cassa *unlevered* a regime. Al fine di determinare quest'ultimo, è stato necessario verificare la composizione del flusso di cassa *unlevered* dell'ultimo anno dell'orizzonte temporale esplicito, ovvero il flusso prospettato per il 2021. Si è così proceduto alla normalizzazione del suddetto flusso, prevedendo una variazione del capitale circolante netto operativo nulla e supponendo una assenza di crescita nell'orizzonte temporale di riferimento.

<i>Migliaia di Euro</i>	<b>2021</b>	<b>UFCF a regime</b>
Ebitda	19.799	19.799
- Imposte	-5.299	-5.299
- Capex	-3.187	-3.187
+/- Variazione CCN	2.133	-
+/- variazione altri crediti/debiti	1.595	-
+/- Variazione TFR	573	573
+/- proventi e oneri straordinari	18	-
<b>UFCF su base annua</b>	<b>15.631</b>	<b>11.885</b>

Il *Terminal Value* è stato pertanto determinato sulla base della seguente formula:

$$TV = UFCF \text{ a regime} * (1+g) / (WACC \text{ TV}-g)$$

Utilizzando il valore del WACC TV come sopra identificato (pari a 8,0%) e ipotizzando un tasso di crescita  $g=0\%$ , il valore del *Terminal Value* al 2021 risulta pari a 148.331 migliaia di Euro.

### Posizione Finanziaria Netta

Come rappresentato nel Nuovo Piano Industriale, la Posizione Finanziaria Netta stimata al 31 dicembre 2018 è pari a 76.008 migliaia di Euro.

### Minorities

Come risultante dalla situazione patrimoniale stimata al 31 dicembre 2018 contenuta nel Nuovo Piano Industriale, la quota di Patrimonio Netto di pertinenza di terzi ("**Minorities**") è pari a 12.326 migliaia di Euro, corrispondente al 35% circa del patrimonio netto totale. All'interno di tale grandezza, le Minorities attribuibili agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso sono pari a circa 4.100 migliaia di Euro, corrispondenti al 33% circa delle Minorities. Nella valutazione oggetto del presente documento, si è ipotizzato di mantenere costante l'incidenza percentuale delle Minorities sul valore totale dell'Equity Value, al netto delle modifiche intervenute sulle Minorities di competenza degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso ad esito dell'Offerta Pubblica di Scambio (che ha visto l'adesione da parte del 42,1% circa degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso).

### Attualizzazione dei flussi e valutazione in base al Metodo DCF

L'applicazione del Metodo DCF porta a determinare il valore dell'attività operativa della società. I flussi di cassa utilizzati sono quelli derivanti dal Piano Industriale e sotto riportati sinteticamente di seguito.

Ipotizzando una distribuzione "lineare" dei flussi di cassa all'interno di ciascun periodo, il parametro di attualizzazione "t" è stato rispettivamente pari a 0,5 per i flussi generati nel 2019, 1,5 per i flussi del 2020 e 2,5 per i flussi del 2021.

(migliaia di Euro)	2019	2020	2021 a regime	
t	0.5	1.5	2.5	2.5
UFCF	-13.339	7.405	15.631	11.855
TV				148.331
<b>Present Value</b>	<b>-12.925</b>	<b>6.737</b>	<b>13.352</b>	<b>126.705</b>

La valutazione di Class Editori sulla base del Metodo DCF è la seguente:

(migliaia di Euro)

Present value flussi 2019-2021	7.164
Present value TV	126.705

Enterprise Value	133.869 - PFN al
31.12.18	-76.008 Equity Value
57.861	
- Minorities (35%)	-20.286
+ Minorities "ex-Gambero Rosso"	+2.819
Equity Value di riferimento	40.394

### Sensitivity su valutazione con Metodo DCF

Il valore dell'Equity Value di riferimento sopra identificato è stato inoltre sottoposto a un test di *sensitivity* applicato ad alcune delle principali variabili. In particolare, sono state ipotizzate delle variazioni relative al valore del tasso di crescita "g" (nell'intervallo compreso tra -0,125% e +0,125%) e al valore del flusso UFCF a regime (nell'intervallo compreso tra -2,5% e +2,5% rispetto al valore del Piano Industriale), entrambi utilizzati nella determinazione del Terminal Value.

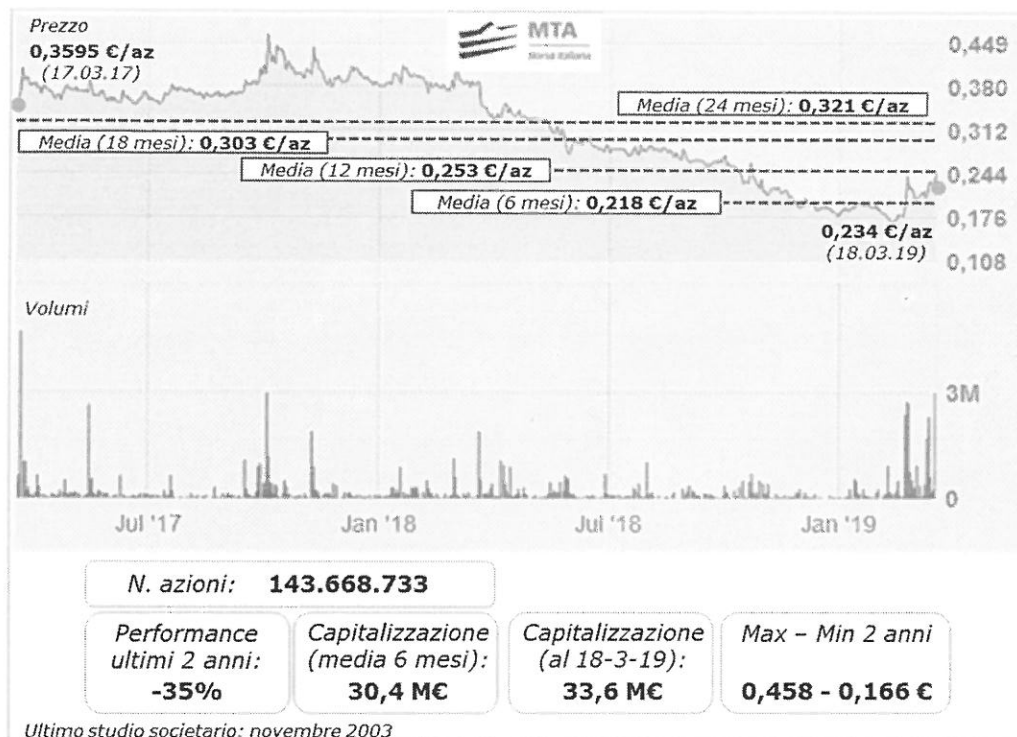
		UFCF a regime		
		11.588	11.885	12.182
g	0,125%	39.659	41.908	44.158
	0,000%	38.183	40.394	42.606
	-0,125%	36.752	38.927	41.101

### **Il Metodo di Borsa**

I grafici riportati di seguito evidenziano l'andamento del prezzo delle azioni dal 19 marzo 2017 al 18 marzo 2019 di Class Editori, quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana.

Andamento titolo Class Editori





Il prezzo medio ponderato delle azioni di Class Editori negli ultimi 6, 12, 18 e 24 mesi e la rispettiva capitalizzazione (considerando un totale di 143.668.733 azioni, come risultante ad esito dell'Aumento di Capitale riservato a PIM S.p.A. (per il conferimento della partecipazione di controllo in Gambero Rosso S.p.A.), e dell'Offerta Pubblica di Scambio destinata agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso) sono riportati nella seguente tabella:

	Class Editori	
	prezzo	capitalizzazione
	(€/azione)	(M€)
media 6 mesi	0,218	31,3
media 12 mesi	0,253	36,4
media 18 mesi	0,303	43,6
media 24 mesi	0,321	46,1

Gli scambi registrati dalle azioni di Class Editori negli ultimi 12 mesi sono stati complessivamente limitati, con una *turnover velocity*, ovvero tra il volume scambiato e il numero di azioni totali, inferiore al 45% (contro una media del mercato MTA del 108%). Class Editori non è oggetto di studi societari aggiornati da parte di intermediari finanziari.

\*\*\*

Per Class Editori, il Metodo DCF (metodo principale) ha evidenziato un valore di 40,4 milioni di Euro, con un *range* di *sensitivity* compreso tra 36,8 milioni di Euro e 44,2 milioni di Euro; il Metodo di Borsa (metodo di controllo) ha evidenziato un range di valutazione compreso tra 31,3 milioni di Euro e 46,1 milioni di Euro, con un valore medio di 39,4 milioni di Euro.

Valore Class Editori	Equity Value	€/az.
----------------------	--------------	-------

Metodo DCF	40,4	0,281
Metodo di Borsa	39,4	0,274

Sulla base di quanto sopra si conferma il proposto prezzo di emissione pari a 0,28 €/azione.

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

In caso di sottoscrizione integrale dell'Aumento di Capitale, Class Editori emetterà complessivamente n. 17.857.143 nuove azioni di categoria A (le “**Nuove Azioni Class**”).

Le nuove azioni avranno godimento 1° gennaio 2019, 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 è pari a euro 0,28, superiore di circa il 30% al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,22 €/azione).

#### 5. Effetti dell'Aumento di Capitale sulla compagine 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 dell'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, il capitale sociale di Class Editori sarà aumentato da euro 43.100.620 a euro 48.100.620 e risulterà suddiviso in n. 161.525.876 azioni di categoria A, 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
Euroclass Multimedia Holding S.A.	57.353.732	39,9%
P.Panerai	13.194.967	9,2%
Paolo Cuccia	38.512.500	26,8%
Mercato	34.607.534	24,1%

Azionisti Class Editori post-aumento di capitale		
Azionista	Numero azioni	% capitale sociale
Euroclass Multimedia Holding S.A.	57.353.732	35,5%
P.Panerai	13.194.967	8,2%
Paolo Cuccia	38.512.500	23,8%
Erre Creativity S.r.l.	17.857.143	11,1%
Mercato	34.607.534	21,4%

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, quinto comma, cod. civ..

Infatti, considerando un ipotetico azionista che possieda, in data antecedente agli aumenti di capitale, una percentuale di partecipazione al capitale dell'Emittente dell'1%, corrispondente a n. 1.436.687

azioni, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale tale azionista verrebbe a detenere una quota di partecipazione pari allo 0,9% (con una diluizione dello 0,1%) in quanto deterrebbe lo stesso numero di azioni a fronte di n. 161.525.876 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.

A seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale, la partecipazione in Class Editori dell'attuale azionista di controllo EMH - che controlla l'Emittente ai sensi dell'art. 93 TUF, disponendo di una partecipazione sufficiente ad esercitare un'influenza dominante sull'assemblea - si ridurrebbe dal 39,9% dell'attuale capitale sociale ad una percentuale pari al 35,5% del capitale sociale di Class Editori post Aumento di Capitale.

### 5.1. Modifiche statutarie

Con l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della delibera di Aumento di Capitale 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)
<p><b>Articolo 5 (capitale sociale)</b></p> <p>Il Capitale sociale è determinato in Euro 43.100.619,90, diviso in n. 143.668.733 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 143.648.733 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16.</p> <p>Ciascuna azione di categoria B è convertibile, a semplice richiesta e a spese del titolare, in un'azione di categoria A.</p> <p>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.</p> <p>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</p>	<p><b>Articolo 5 (capitale sociale)</b></p> <p>Il Capitale sociale è determinato in Euro <b>48.100.619,90</b>, diviso in n. <b>161.525.876</b> azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. <b>161.505.876</b> azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16.</p> <p>INVARIATO</p> <p>INVARIATO</p> <p>INVARIATO</p>

apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.	
Art. 6 (testo vigente)	Art. 6 (modifiche in grassetto)

**Articolo 6 (Delega agli Amministratori)**

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 22 maggio 2018, per il punto (a) e 25 maggio 2017 per il punto (b):

(a) per un importo massimo di euro 70 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 233.333.333 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da assegnare gratuitamente, nei limiti delle riserve disponibili, agli aventi diritto ovvero da offrire a pagamento in opzione, 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

**Articolo 6 (Delega agli Amministratori)**

INVARIATO

a) per un importo massimo di euro 65 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 215.476.190 azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, da assegnare gratuitamente, nei limiti delle riserve disponibili, agli aventi diritto ovvero da offrire a pagamento in opzione, 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

<p>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.</p> <p>In caso di assegnazione gratuita di azioni il loro controvalore dovrà essere 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.</p> <p>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.</p>	<p>INVARIATO</p> <p>INVARIATO</p> <p>INVARIATO</p>
--	--



## 6. 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.


L'efficacia dell'Aumento di Capitale sarà immediata, una volta che lo stesso sia stato iscritto al Registro delle Imprese.

Le Nuove Azioni Class saranno ammesse in via automatica alle negoziazioni sul MTA, al pari delle azioni ordinarie quotate Class attualmente in circolazione.

\* \* \*

Milano, 19 marzo 2019

per il Consiglio di Amministrazione

  
Il Presidente



**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,  
quinto 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, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98**

Al Consiglio di Amministrazione e agli azionisti di  
CLASS EDITORI S.p.A.

## **1. Motivo ed oggetto dell'incarico**

In relazione alla delega conferita dall'assemblea degli azionisti del 22 maggio 2018 di Class Editori S.p.A. ("Class Editori" o la "Società") al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi degli artt. 2441, quinto e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 ("TUIF") ("Delega"), abbiamo ricevuto da Class Editori la Relazione Illustrativa del Consiglio d'Amministrazione, datata 19 marzo 2019, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione" o la "Relazione degli Amministratori"). La Relazione illustra e motiva, al Paragrafo 2.1, la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicandone al Paragrafo 3 i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale a pagamento della Società, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, da perfezionarsi mediante emissione di n. 17.857.143 nuove azioni di categoria A, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 0,28 (il "Prezzo di Emissione"), riservato alla società Erre Creativity S.r.l. ("Erre Creativity") da liberarsi tramite pagamento in denaro (anche mediante compensazione di crediti esistenti verso Class Editori) per complessivi Euro 5.000.000,00 (l'"Aumento di Capitale").

Il suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposto all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Class Editori, in forma notarizzata, in data odierna.

Ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 19 marzo 2019 ha deliberato di conferire a BDO Italia S.p.A. l'incarico di esprimere il parere sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri individuati 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 loro corretta applicazione.

## **2. Sintesi dell'operazione**

L'Aumento di Capitale si inquadra 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 22 maggio 2018, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile: detta delega ha come 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, fino ad un importo massimo di Euro 70.000.000, mediante emissione di un massimo di n. 233.333.333 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. Alla luce della previsione dell'art. 6, primo comma, n. 1(a) dello Statuto di Class Editori, detti aumenti devono *"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"*.



Come riportato nel comunicato stampa della Società del 15 gennaio 2019, il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha approvato le linee guida del piano industriale 2018 - 2021 conseguente al conferimento del 67,48% del capitale sociale della società Gambero Rosso S.p.A. In data 23 agosto 2018, ferme restando le linee guida di detto piano, sono state declinate le assunzioni per singola società del Gruppo Class ("Gruppo"). Detto Piano Industriale è stato aggiornato in data 15 gennaio 2019, per tener conto di taluni fatti gestionali che hanno prodotto effetti negativi sulle stime di risultato e sui flussi di cassa previsti per il 2018 (il "Piano Industriale").

Come indicato dal Consiglio di Amministrazione nella propria Relazione, in coerenza con il nuovo Piano Industriale il socio di riferimento, Paolo Panerai, si è impegnato a effettuare direttamente o tramite società da lui indicata un aumento di capitale per cassa di Euro 5.000.000 nell'ambito di un accordo di rimodulazione dell'indebitamento finanziario in corso di finalizzazione con gli Istituti di Credito finanziatori del Gruppo. L'Aumento di Capitale è quindi volto ad assicurare alla Società parte delle risorse necessarie per far fronte agli investimenti previsti dal Piano Industriale e al finanziamento della crescita delle nuove attività in programma. Gli Amministratori riferiscono che il socio di riferimento ha infine individuato la società Erre Creativity S.r.l., che svolge attività nel medesimo o analogo settore in cui opera la Società (in linea con quanto richiesto dalla Delega), con attività sinergiche e strategiche per il Gruppo Class, quale soggetto destinatario dell'Aumento di Capitale al fine di diventare azionista della Società.

Gli Amministratori evidenziano che il ricorso alla Delega per l'Aumento di Capitale trova la principale motivazione nell'attuazione delle linee strategiche di sviluppo e valorizzazione della Società, che includono (i) un recupero di redditività per effetto dell'attuazione di un nuovo modello di business maggiormente basato sull'erogazione di servizi, anche in conseguenza dell'integrazione delle competenze e delle attività di Gambero Rosso e (ii) un rafforzamento della struttura finanziaria e patrimoniale della Società, anche attraverso una rimodulazione dell'indebitamento finanziario.

La Relazione degli Amministratori evidenzia come, in questo modo, le due esigenze strategiche della Società, ossia il rafforzamento finanziario e patrimoniale in aderenza all'accordo di rimodulazione dell'indebitamento finanziario in corso di finalizzazione con gli istituti di credito finanziatori del Gruppo e il rafforzamento della compagine azionaria con un socio operante in un settore analogo a quello della Società, trovino una sintesi virtuosa e sinergica.

Pertanto, gli Amministratori concludono che l'offerta dell'Aumento di Capitale in sottoscrizione alla società Erre Creativity risulta pienamente allineata all'interesse sociale della Società e del gruppo cui la stessa fa capo e che, pertanto, essi valutano che esistano i presupposti per l'esercizio della Delega.

### **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, quinto comma, 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.

#### 4. Documentazione utilizzata

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

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Class Editori, datata 19 marzo 2019, predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile;
- Verbale di Assemblea Straordinaria degli azionisti di Class Editori del 22 maggio 2018 che ha conferito la delega agli Amministratori;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione del 19 marzo 2019;
- Statuto di Class Editori S.p.A. modificato a seguito della delibera dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del 22 maggio 2018;
- Bilancio consolidato e separato di Class Editori al 31 dicembre 2017 e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 27 aprile 2018, che evidenziavano l'impossibilità ad esprimere un giudizio a causa di plurime e significative incertezze sulla continuità aziendale;
- Relazione Finanziaria Trimestrale Consolidata di Class Editori al 31 marzo 2018 e la relativa relazione sulla revisione contabile limitata da noi emessa su base volontaria in data 24 agosto 2018, che evidenziava un richiamo di informativa con riferimento a quanto riportato degli Amministratori nei paragrafi "*Rischi di liquidità*" e "*Principali Incertezze e continuità aziendale*" in merito alle strategie di patrimonializzazione del Gruppo e ristrutturazione dei debiti finanziari;
- Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata di Class Editori al 30 giugno 2018 e la relativa relazione sulla revisione contabile limitata da noi emessa in data 28 settembre 2018, che evidenziava un richiamo di informativa con riferimento a quanto riportato degli Amministratori nei paragrafi "*Rischi di liquidità*" e "*Principali Incertezze e continuità aziendale*" in merito alle strategie di patrimonializzazione del Gruppo e ristrutturazione dei debiti finanziari.
- Piano Industriale aggiornato in data 15 gennaio 2019;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione del 15 gennaio 2019 di approvazione del Piano Industriale 2019 - 2021;
- Lettera di impegno del socio di riferimento dell'11 giugno 2018;
- Lettera di impegno di Erre Creativity in data 19 marzo 2019;
- Documentazione di dettaglio relativa alla valutazione di Class Editori predisposta dagli Amministratori con la metodologia DCF;
- Andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni di Class Editori registrato sul Mercato Telematico Azionario in vari orizzonti temporali antecedenti la data del 18 marzo 2019;
- Dati storici relativi ai volumi di scambi effettuati, nei sopra citati periodi, per il titolo Class Editori, raccolti attraverso *data providers* specializzati;
- Comunicati stampa emessi da Class Editori in merito all'operazione;
- Informazioni e 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

### 5.1. Premessa

Gli Amministratori riferiscono nella loro Relazione che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni Class Editori è stato fissato in Euro 0,28, vale a dire in un valore superiore al 30% del prezzo medio registrato dal titolo Class Editori sul Mercato Telematico Azionario negli ultimi sei mesi antecedenti la data del 19 marzo 2019, pari a Euro 0,22.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori hanno ritenuto di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, la metodologia del *Discounted Cash Flow* ("DCF") quale metodo principale e del metodo di Borsa quale metodo di controllo.

### 5.2 Metodo DCF

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

La Relazione degli Amministratori precisa inoltre che la valutazione finanziaria viene ormai sempre più frequentemente condotta utilizzando l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, o metodo dei flussi di cassa prima degli oneri finanziari. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione di un prezzo di acquisto di un'azienda, o di valorizzazione di un investimento, come differenza tra il valore dell'investimento dell'ipotetico acquirente e la posizione finanziaria netta iniziale.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori il valore dell'investimento è dato, a sua volta, dalla somma di due componenti:

- la prima componente è costituita dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri (calcolati prima degli oneri o proventi finanziari) attesi nell'arco temporale considerato nell'analisi, attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*).
- la seconda componente è rappresentata dal valore "finale" dell'azienda, calcolato, se considerato applicabile, normalmente come rendita perpetua del flusso monetario della gestione caratteristica (flusso di cassa prima degli oneri finanziari) di un anno "standard", stimato in base ai risultati previsti per gli ultimi anni del periodo di osservazione considerato dall'analisi, ad un tasso di capitalizzazione WACC-g che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (g). Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso WACC.

Dalla Relazione degli Amministratori emerge come l'importo dell'investimento (o *Enterprise Value*) viene poi ridotto o aumentato dell'importo della Posizione Finanziaria Netta, di eventuali *minorities* e altre poste rettificative, per ottenere l'*Equity Value*.

Quindi, il valore dell'azienda o del ramo di azienda deriva dall'applicazione della seguente formula:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n [Cf_t \cdot (1+w)^{-t}] + K_n / (W-g) \cdot (1+w)^{-n} - PFN - \min$$

Le variabili da stimare ai fini della valutazione sono le seguenti:

- t = parametro di attualizzazione (numero dell'esercizio di riferimento)
- Cf<sub>t</sub> = flussi di cassa unlevered attesi per ciascun anno del periodo di piano
- K<sub>n</sub> = flusso di cassa unlevered atteso a regime
- w = tasso di attualizzazione per il periodo di piano, pari al costo medio ponderato del capitale per tale orizzonte temporale

- W = tasso di attualizzazione oltre il periodo di piano, pari al costo medio ponderato del capitale previsto per tale orizzonte temporale
- g = tasso di crescita del flusso di cassa unlevered atteso a regime
- PFN = posizione finanziaria netta alla data della valutazione
- min = minorities e altre poste rettificative alla data della valutazione
- n = numero di esercizi considerati nel periodo di piano"

Il Metodo DCF è stato applicato alle proiezioni economico-finanziarie-patrimoniali del Piano Industriale attraverso la metodologia di seguito descritta.

Gli Amministratori segnalano che il tasso di attualizzazione è normalmente calcolato in misura pari al costo medio ponderato del capitale della società e rappresenta il rendimento atteso per gli azionisti e per gli apportatori di risorse finanziarie. Tale parametro è influenzato, tra l'altro, dalla struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e altre fonti di finanziamento) dell'iniziativa oggetto di valutazione nel periodo in esame.

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori, la formula utilizzata per il calcolo del costo medio ponderato del capitale ("WACC") è la seguente:

$$WACC = [Kd \cdot D \cdot (1-t) + Ke \cdot E] / (D+E)$$

In cui:

- Kd = costo medio delle fonti di finanziamento a titolo di debito
- D = percentuale di debito nella struttura finanziaria dell'iniziativa in esame (100% - E)
- t = aliquota marginale d'imposta
- E = percentuale di capitale proprio nella struttura finanziaria dell'iniziativa in esame (100% - D)
- Ke = costo opportunità del capitale proprio investito nell'iniziativa in esame, determinato secondo la formula del Capital Asset Pricing Model

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

In cui:

- Rf = rendimento di attività finanziarie prive di rischio
- Rm = rendimento medio di mercato per titoli rischiosi (azionari)
- $\beta$  = fattore di rischio specifico dell'iniziativa in esame

In considerazione della prevista evoluzione della struttura finanziaria di Class Editori, nell'analisi compiuta gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare due diversi valori del WACC (uno per il periodo di piano e l'altro per il calcolo del Terminal Value) che tenessero in considerazione la variazione di alcuni parametri.

Gli Amministratori riportano che il WACC per il periodo di piano ("WACC 19-21") è stato determinato sulla base dei seguenti valori:

Parametro	Valore	Descrizione
Kd	3,8%	Costo medio del debito nel periodo di piano, calcolato come rapporto tra il totale degli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta
D	56,0%	Incidenza media della PFN sul totale delle fonti di finanziamento (Equity e PFN) nel periodo di piano
t	24,0%	Aliquota IRES su cui calcolare la detrazione degli interessi passivi
E	44,0%	Incidenza media dell'Equity sul totale delle fonti di finanziamento (Equity e PFN) nel periodo di piano
Ke	11,0%	Calcolato sulla base degli elementi sotto riportati
Rf	3,1%	Rendimento medio degli ultimi 6 mesi per i BTP a 10 anni
Rm	11,9%	Rendimento teorico per il mercato azionario italiano
B	0,9	Indice di correlazione tra il rendimento del settore publishing & newspaper in Europa e i relativi mercati azionari
WACC 19-21	6,5%	

Il WACC per il Terminal Value ("WACC TV") è stato determinato sulla base dei seguenti valori:

Parametro	Valore	Descrizione
Kd	4,6%	Costo del debito nell'ultimo anno del periodo di piano, calcolato come rapporto tra gli oneri finanziari netti e la posizione finanziaria netta, ipotizzato costante a partire dal 2021
D	40,0%	Incidenza della PFN sul totale delle fonti di finanziamento (Equity e PFN) prevista a regime, sulla base del trend registrato negli ultimi anni del periodo di piano, ipotizzato costante a partire dal 2021
t	24,0%	Invariata
E	60,0%	Incidenza dell'Equity sul totale delle fonti di finanziamento (Equity e PFN) prevista a regime, sulla base del trend registrato negli ultimi anni del periodo di piano, ipotizzato costante a partire dal 2021
Ke	11,0%	Invariato
WACC TV	8,0%	

Gli Amministratori specificano che, per la definizione del valore della società, sono stati utilizzati i flussi di cassa unlevered ("UFCF"), calcolati prima degli oneri o proventi finanziari, prima delle variazioni dei debiti e crediti finanziari inclusi nella PFN e prima delle variazioni di capitale.

I valori utilizzati, sono quelli che emergono dal Piano Industriale.

Gli Amministratori riportano nella Relazione il prospetto degli *unlevered free cash flows* ("UFCF") su base annua per l'orizzonte temporale 2019-2021, come derivanti dal Piano Industriale:



Migliaia di Euro	2019	2020	2021
Ebitda	7.183	13.662	19.799
- Imposte	-2.843	-4.037	-5.299
- Capex	-3.540	-3.283	-3.187
+/- Variazione CCN	-9.294	-1.705	2.133
+/- variazione altri crediti/debiti	-4.308	1.892	1.595
+/- Variazione TFR	549	565	573
+/- proventi e oneri straordinari	-1.086	311	18
UFCF per Metodo DCF	-13.339	7.405	15.631

Gli Amministratori riferiscono inoltre che nel Metodo DCF assume rilevanza il calcolo del valore finale o residuo della società al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa.

Il valore residuo rappresenta, infatti, il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e va anch'esso attualizzato alla data della valutazione.

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori, il *terminal value* è stato calcolato capitalizzando al tasso WACC il flusso di cassa *unlevered* a regime. Al fine di determinare quest'ultimo, è stato necessario verificare la composizione del flusso di cassa *unlevered* dell'ultimo anno dell'orizzonte temporale esplicito, ovvero il flusso prospettato per il 2021. Si è così proceduto alla normalizzazione del suddetto flusso, prevedendo una variazione del capitale circolante netto operativo nulla e supponendo una assenza di crescita nell'orizzonte temporale di riferimento.

Migliaia di Euro	2021	UFCF a regime
Ebitda	19.799	19.799
- Imposte	-5.299	-5.299
- Capex	-3.187	-3.187
+/- Variazione CCN	2.133	-
+/- variazione altri crediti/debiti	1.595	-
+/- Variazione TFR	573	573
+/- proventi e oneri straordinari	18	-
UFCF su base annua	15.631	11.885

Il Terminal Value è stato pertanto determinato sulla base della seguente formula:

$$TV = UFCF \text{ a regime} * (1+g) / (WACC TV-g)$$

Utilizzando il valore del WACC TV come sopra identificato (pari a 8,0%) e ipotizzando un tasso di crescita  $g=0\%$ , il valore del Terminal Value al 2021 risulta pari a 148.331 migliaia di Euro.

Inoltre, gli Amministratori precisano che, come rappresentato nel Piano Industriale, la Posizione Finanziaria Netta stimata al 31 dicembre 2018 è pari a 76.008 migliaia di Euro.

Per quanto riguarda la quota di Patrimonio Netto di pertinenza di terzi ("Minorities"), gli Amministratori riferiscono che tali Minorities, come risultante dalla situazione patrimoniale stimata al 31 dicembre 2018 contenuta nel Piano Industriale, è pari a 12.326 migliaia di Euro, corrispondente al 35% circa del patrimonio netto totale. All'interno di tale grandezza, le Minorities attribuibili agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso sono pari a circa 4.100 migliaia di Euro, corrispondenti al 33% circa delle Minorities. Nella valutazione oggetto della Relazione degli Amministratori, questi ultimi hanno ipotizzato di mantenere costante l'incidenza percentuale delle Minorities sul valore totale dell'Equity Value, al netto delle modifiche intervenute sulle Minorities di competenza degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso ad esito dell'Offerta Pubblica di Scambio (che ha visto l'adesione da parte del 42,1% circa degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso).

Secondo quanto rappresentato dagli Amministratori, l'applicazione del Metodo DCF porta a determinare il valore dell'attività operativa della società. I flussi di cassa utilizzati sono quelli derivanti dal Piano Industriale e sotto riportati sinteticamente di seguito.

Ipotizzando una distribuzione "lineare" dei flussi di cassa all'interno di ciascun periodo, il parametro di attualizzazione "t" è stato rispettivamente pari a 0,5 per i flussi generati nel 2019, 1,5 per i flussi del 2020 e 2,5 per i flussi del 2021.

(migliaia di Euro)	2019	2020	2021	a regime
t	0.5	1.5	2.5	2.5
UFCF	-13.339	7.405	15.631	11.855
TV				148.331
Present Value	-12.925	6.737	13.352	126.705

Come emerge dalla Relazione degli Amministratori, la valutazione di Class Editori sulla base del Metodo DCF è la seguente:

(migliaia di Euro)

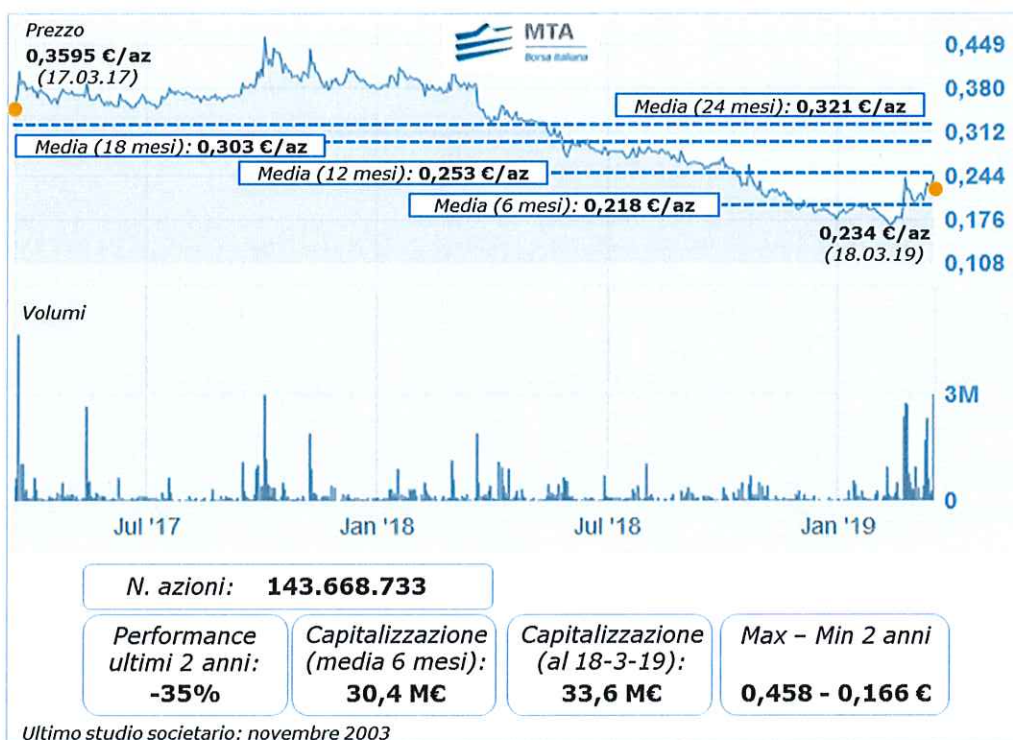
<i>Present value</i> flussi 2019-2021	7.164
<i>Present value</i> TV	126.705
<i>Enterprise Value</i>	133.869
- PFN al 31.12.18	-76.008
<i>Equity Value</i>	57.861
- Minorities (35%)	-20.286
+ Minorities "ex-Gambero Rosso"	+2.819
<i>Equity Value</i> di riferimento	40.394

Secondo quanto rappresentato dagli Amministratori, il valore dell'*Equity Value* di riferimento sopra identificato è stato inoltre sottoposto a un test di *sensitivity* applicato ad alcune delle principali variabili. In particolare, sono state ipotizzate delle variazioni relative al valore del tasso di crescita "g" (nell'intervallo compreso tra -0,125% e +0,125%) e al valore del flusso UFCF a regime (nell'intervallo compreso tra -2,5% e +2,5% rispetto al valore del Piano Industriale), entrambi utilizzati nella determinazione del *Terminal Value*.

		UFCF a regime		
		11.588	11.885	12.182
g	0,125%	39.659	41.908	44.158
	0,000%	38.183	<b>40.394</b>	42.606
	-0,125%	36.752	38.927	41.101

### 5.3. Metodo di Borsa

Nella loro Relazione, gli Amministratori riportano i dati che evidenziano l'andamento del prezzo delle azioni dal 19 marzo 2017 al 18 marzo 2019 di Class Editori, quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana.



Ai fini dell'applicazione del metodo di borsa quale metodo di controllo, gli Amministratori hanno considerato il prezzo medio ponderato delle azioni di Class Editori relativamente agli ultimi 6, 12, 18 e 24 mesi e la rispettiva capitalizzazione (considerando un totale di 143.668.733 azioni, come risultante ad esito dell'Aumento di Capitale riservato a PIM S.p.A. per il conferimento della partecipazione di controllo in Gambero Rosso S.p.A., e dell'Offerta Pubblica di Scambio destinata agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso).

Tali dati sono riportati nella seguente tabella.

Valori di Borsa	prezzo (€/azione)	Capitalizzazione
Media 6 mesi	0,218	31,3
Media 12 mesi	0,253	36,3
Media 18 mesi	0,303	43,5
Media 24 mesi	0,321	46,1



Gli Amministratori sottolineano che gli scambi registrati dalle azioni di Class Editori negli ultimi 12 mesi sono stati complessivamente limitati, con una *turnover velocity*, ovvero tra il volume scambiato e il numero di azioni totali, inferiore al 45% (contro una media del mercato MTA del 108%).

Il Consiglio segnala inoltre che Class Editori non è oggetto di studi societari aggiornati da parte di intermediari finanziari.

Alla luce di tali quotazioni gli amministratori hanno definito un valore di capitalizzazione medio pari ad Euro 39,4 milioni che, suddiviso per il numero di azioni attuale pari a n° 143.668.733, evidenzierebbe un prezzo di emissione pari ad Euro 0,274 per azione.

## 6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nella Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione non vengono indicate difficoltà incontrate dagli Amministratori.

## 7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Gli Amministratori concludono che il Metodo DCF ha evidenziato un valore di 40,4 milioni di Euro, con un *range* di *sensitivity* compreso tra 36,8 milioni di Euro e 44,2 milioni di Euro, mentre il Metodo di Borsa ha evidenziato un *range* di valutazione compreso tra 31,3 milioni di Euro e 46,1 milioni di Euro, con un valore medio di 39,4 milioni di Euro, come da tabella che segue.

Valore Class Editori	Equity Value	€/az.
Metodo DCF	40,4	0,281
Metodo di Borsa	39,4	0,274

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 0,28 per azione.

## 8. Lavoro svolto

Ai fini del nostro incarico abbiamo:

- incontrato preliminarmente la Direzione Amministrativa della Società 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 del 19 marzo 2019 con specifico riguardo alla proposta di Aumento di Capitale;
- svolto una lettura critica della Relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori;
- 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;
- svolto analisi per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti nell'ambito del metodo di valutazione del DCF;
- discusso con il management di Class Editori le linee guida del Piano Industriale, ferme restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di Class Editori in vari orizzonti temporali antecedenti la data del 18 marzo 2019 e analizzato l'andamento delle quotazioni della Società nel corso degli ultimi ventiquattro, diciotto, dodici e sei 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;
- svolte autonome analisi di sensibilità, nell'ambito delle metodologie valutative adottate dal Consiglio di Amministrazione, nonché verificata la correttezza matematica dei calcoli degli Amministratori;
- 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 seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale. Al riguardo, 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.

L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Class Editori è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione ricorrendo ad una pluralità di metodi, secondo criteri ampiamente condivisi nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i relativi valori stimati per la Società.

Gli Amministratori hanno provveduto a individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale identificando quale metodologia principale il metodo del *Discounted Cash Flow (DCF)*.

A tale proposito, si rileva che in linea generale i metodi di tipo finanziario risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.



In particolare, il metodo DCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina.

A tale proposito, nella Relazione vengono esplicitati il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Ai fini della determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del metodo DCF, gli Amministratori hanno fatto riferimento a due diversi valori del costo medio ponderato del capitale WACC, uno per il periodo esplicito di piano (stimato nel 6,5%) e l'altro per il calcolo del *terminal value* (stimato nell'8%). Tale scelta, motivata dagli Amministratori con l'obiettivo di tenere conto della prevista evoluzione della struttura finanziaria di Class Editori, appare in linea con la migliore prassi valutativa e, nelle circostanze, risulta ragionevole e non arbitraria.

Gli Amministratori, ai fini della determinazione del valore della Società mediante il metodo DCF, hanno sottratto al valore di *Enterprise Value*, ottenuto dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi *unlevered*, il valore della Posizione Finanziaria Netta stimata al 31 dicembre 2018, come risultante dal Piano Industriale, e non il valore della Posizione Finanziaria Netta a consuntivo. Le motivazioni di tale approccio, pur non esplicitate dagli Amministratori nella loro Relazione, risulterebbero riconducibili alla indisponibilità, alla data del 19 marzo 2019 in cui il Consiglio di Amministrazione ha approvato detta Relazione, del dato a consuntivo della Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2018. Tenuto conto di tale circostanza oggettiva, la scelta degli Amministratori di utilizzare il dato stimato risulta, alla luce dei dati disponibili al momento dell'approvazione della loro Relazione, nel complesso accettabile.

Ai fini della valutazione del capitale economico della Società, gli Amministratori hanno tenuto conto della presenza di una quota di patrimonio netto di pertinenza di terzi ("*Minorities*"), come risultante dalla situazione patrimoniale stimata al 31 dicembre 2018 riflessa nel Piano Industriale, stante la riferita indisponibilità dei dati a consuntivo al momento dell'approvazione della Relazione. Nell'ambito delle richiamate *Minorities*, una quota pari a circa il 33% risulta di pertinenza degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso. La scelta degli Amministratori di mantenere costante l'incidenza percentuale delle *Minorities* sul valore totale dell'*Equity Value* (pari al 35%), al netto delle modifiche di competenza degli azionisti di minoranza di Gambero Rosso all'esito dell'Offerta Pubblica di Scambio recentemente intervenuta, appare nelle circostanze ragionevole.

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre svolto analisi di sensitività volte a verificare eventuali variazioni dei valori ottenuti attraverso il criterio DCF per effetto dell'incremento o del decremento dei principali parametri presi a base per l'applicazione di tale criterio. Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico adottato dal Consiglio di Amministrazione appare ragionevole e non arbitrario.

Le *sensitivity analysis* da noi autonomamente elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti assunzioni valutative, nonché l'analisi dell'accuratezza matematica dello sviluppo delle metodologie adottate, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dal Consiglio di Amministrazione.

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 principale. L'approccio metodologico degli Amministratori, volto a riscontrare la coerenza dei risultati del criterio DCF prescelto con l'applicazione di metodologie valutative di mercato, risulta in linea con la prassi e la tecnica professionale e dunque, nelle circostanze, ragionevole e non arbitrario.

Il riferimento ai corsi di borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato e 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.

L'utilizzo da parte degli Amministratori di 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 individuare diverse medie desunte dai corsi di borsa degli ultimi sei, dodici, diciotto e ventiquattro mesi, calcolati con riferimento alla data del 18 marzo 2019, appare coerente con le specifiche caratteristiche del titolo Class Editori. Lo stesso, infatti, presenta scambi complessivamente limitati e una *turnover velocity* (vale a dire il rapporto percentuale tra il volume degli scambi e il numero delle azioni) significativamente inferiore rispetto alla media del MTA (45% rispetto a 108%).

Si segnala peraltro che non risulta comune nella prassi l'utilizzo di archi temporali ampiamente superiori ai sei mesi indicati dall'art. 2441, sesto comma, cod. civ. Tuttavia, nel caso di specie, le medie a dodici (0,253), diciotto (0,303) e ventiquattro (0,321) mesi risultano essere tutte superiori rispetto alla media a sei mesi (0,218) usualmente ritenuta adeguata dalla prassi per i titoli scarsamente liquidi come quello di Class Editori. Pertanto, la scelta degli Amministratori di individuare una media tra le quattro medie sopra richiamate (sei, dodici, diciotto e ventiquattro mesi), seppure non usuale nella prassi riscontrabile per la definizione delle medie di borsa, conduce in ogni caso, nel caso di specie, all'individuazione di un valore superiore (0,274) rispetto a quello riveniente dall'intervallo di sei mesi (0,218). Pertanto, la scelta degli Amministratori risulta, nelle specifiche circostanze, più tutelante 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, con conseguenti minori effetti diluitivi.

Con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni nei periodi definiti, il Consiglio di Amministrazione, tenendo conto della prassi e della dottrina in materia, ha deciso di utilizzare una media ponderata in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tenuto conto delle caratteristiche del titolo Class Editori, anche tale scelta degli Amministratori appare ragionevole.

Nell'ambito delle nostre analisi abbiamo altresì considerato l'esistenza n. 20.000 azioni di categoria B, non quotate, riscontrandone l'irrilevanza sotto un profilo numerico rispetto alle n. 143.648.733 azioni di categoria A, quotate, oggi in circolazione.

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

- (i) In merito ai limiti e alle difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue.
- Le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sulla base della metodologia DCF si basano su previsioni economico-patrimoniali desunte dal Piano Industriale predisposto dal *management*. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato, della regolamentazione e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua



manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

- 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.

(ii) Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti.

- In primo luogo, si ricorda che, come riportato nelle nostre relazioni di revisione sulla Bilancio separato e Consolidato di Class Editori al 31 dicembre 2017, emesse in data 27 aprile 2018, 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 delle plurime e significative incertezze sulla continuità aziendale.
- In secondo luogo, si ricorda che, come riportato nelle nostre relazioni di revisione sulla Relazione Finanziaria Trimestrale Consolidata di Class Editori al 31 marzo 2018 (sottoposta a revisione su base volontaria) e sulla Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata di Class Editori al 30 giugno 2018 emesse, rispettivamente, in data 24 agosto 2018 ed 28 settembre 2018, la scrivente società di revisione ha inserito un richiamo di informativa con riferimento a quanto riportato degli Amministratori nei paragrafi "*Rischi di liquidità*" e "*Principali Incertezze e continuità aziendale*" in merito alle strategie di patrimonializzazione del Gruppo e ristrutturazione dei debiti finanziari.
- Esula 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.
- Come riferito nella Relazione degli Amministratori, il socio di riferimento, nell'ambito di un accordo di rimodulazione dell'indebitamento finanziario con gli istituti di credito finanziatori del Gruppo, si è impegnato a effettuare l'Aumento di Capitale direttamente o tramite società da lui indicata. La Relazione degli Amministratori riferisce che il socio fondatore ha infine indicato una società terza (Erre Creativity), che si è impegnata a sottoscrivere l'Aumento di Capitale oggetto del presente parere e, conseguentemente, non ha trovato applicazione la disciplina in tema di operazioni con parti correlate.
- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà del sottoscrittore, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni, di negoziare le suddette azioni sul mercato.

(iii) Tenuto conto delle informazioni ulteriori rese disponibili e comunicate dalla Società al mercato successivamente all'approvazione della Relazione degli Amministratori, si ritiene opportuno richiamare infine l'attenzione dei destinatari del presente parere, per una loro completa e doverosa informativa, sul seguente aspetto di rilievo:

- il presente parere ha ad oggetto la Relazione degli Amministratori approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 19 marzo 2019. Come segnalato al

precedente par. 9, nell'applicazione della metodologia principale DCF gli Amministratori hanno utilizzato i dati al 31 dicembre 2018, tra i quali quello della Posizione Finanziaria Netta, come risultanti dalle stime riflesse nel Piano Industriale: ciò, tenuto conto della riferitaci indisponibilità, al momento di approvazione della Relazione, dei dati a consuntivo al 31 dicembre 2018. In data 15 aprile 2019 Class Editori ha pubblicato i dati finanziari della Società al 31 dicembre 2018: si segnala ai destinatari del presente parere che l'utilizzo di tali informazioni a consuntivo nella determinazione dell'*equity value* secondo la metodologia DCF prescelta dagli Amministratori condurrebbe oggi ragionevolmente alla determinazione di un diverso valore del capitale economico di Class Editori. In particolare, si evidenzia che la Posizione Finanziaria Netta a consuntivo presenta un dato migliorativo rispetto a quello del Piano Industriale, in quanto inferiore per circa 3,65 milioni di Euro (da Euro 76 milioni a Euro 72,35 milioni): l'applicazione di tale dato a consuntivo alla metodologia utilizzata dagli Amministratori condurrebbe alla determinazione di un maggior valore del capitale economico di Class Editori e, per l'effetto, di un maggior valore unitario dell'azione, che risulterebbe pari a Euro 0,299.

## 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, nonché di quanto indicato nel precedente paragrafo 10 con particolare attenzione al punto (iii), riteniamo che i criteri adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Class Editori S.p.A. pari a Euro 0,28 nell'ambito dell'Aumento di Capitale oggetto della presente relazione.

Milano, 23 aprile 2019

BDO Italia S.p.A.  
  
Claudio Tedoldi  
Socio