



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

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

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

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

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

In data 22 maggio 2018, l'assemblea straordinaria dei soci di Class Editori S.p.A. ("Class Editori" o la "Società"), mediante modifica dell'articolo 6 dello statuto della Società, ha conferito al consiglio di amministrazione (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori"), 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 dell'art. 2441, commi quarto e quinto, del Codice Civile (la "Delega").

In relazione alla sopra richiamata Delega, abbiamo ricevuto da Class Editori la relazione illustrativa del Consiglio d'Amministrazione, datata 23 aprile 2019, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione" o la "Relazione degli Amministratori") che illustra e motiva la proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58 ("TUIF").

In particolare, la proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione, ha per oggetto l'aumento del capitale sociale a pagamento di Class Editori, con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione di massime n. 10.062.005 nuove azioni di categoria A, ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 0,299 (il "Prezzo di Emissione"), da liberarsi mediante il conferimento di massime n. 307.846 azioni di Class CNBC S.p.A. ("Class CNBC") detenute dagli azionisti di minoranza, pari a circa il 25% del capitale sociale di Class CNBC (l'"Aumento di Capitale").

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Class Editori che sarà convocato per il giorno 28 giugno 2019.

Ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il Consiglio di Amministrazione della Società del 23 aprile 2019 ci ha chiesto di esprimere il nostro 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 sua corretta applicazione.

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

La Relazione riferisce che Class CNBC ha avviato fin dal primo trimestre 2018 un incisivo programma di cambiamenti operativi, revisione del palinsesto ed investimenti tecnologici, che ha permesso di riequilibrare la struttura di costi al volume d'affari atteso e perseguire, nell'arco di piano, la sostenibilità economica, patrimoniale e finanziaria. Le iniziative, già avviate a rese operative a partire dal primo trimestre 2018, hanno avuto ad oggetto l'internalizzazione di attività precedentemente gestite in *outsourcing* e l'avvio di un programma di investimenti in tecnologia tale da incrementare la qualità del prodotto offerto.

Secondo gli Amministratori, l'operazione proposta risulta coerente con quanto definito nel piano industriale 2018-2021 del gruppo Class Editori (il "Piano Industriale"), rappresentando quindi una delle azioni di un più ampio programma di razionalizzazione delle attività televisive in un'unica divisione, ottimizzata sia operativamente che amministrativamente. La Relazione riferisce che il conferimento in Class Editori delle partecipazioni di minoranza in Class CNBC è dunque pienamente allineato all'interesse sociale di Class Editori e del gruppo ad essa facente capo e consentirà di creare forti sinergie, attraverso un approccio verticale e razionalizzato.

Gli Amministratori riferiscono che Class CNBC è una società con capitale sociale pari a Euro 1.207.424 rappresentato da n. 1.207.424 azioni ordinarie ed è controllata, direttamente e indirettamente, da Class Editori che, alla data odierna, detiene direttamente n. 3.408 azioni di Class CNBC (pari allo 0,29% del capitale) e indirettamente, attraverso la controllata CFN/CNBC Holding BV, n. 764.578 azioni di Class CNBC (pari al 63,32% del capitale).

In data 22 giugno 2018, il Vice-Presidente del Consiglio di Amministrazione di Class Editori, al fine di riorganizzare il comparto televisivo e perseguire gli obiettivi di razionalizzazione prefissati, ha proposto agli azionisti di minoranza di Class CNBC un'operazione finalizzata all'acquisto da parte di Class Editori - mediante scambio con azioni Class Editori - di tutte le loro azioni Class CNBC (ad eccezione delle azioni di Class CNBC già di proprietà di Class Editori stessa e della controllata CFN CNBC Holding BV).

La proposta riguarda quindi il conferimento in Class Editori da parte degli azionisti di minoranza di complessive massime n. 307.846 azioni Class CNBC, pari a circa il 25% del capitale sociale.

Il Consiglio, in esercizio parziale della Delega, delibererebbe, in primo luogo, l'emissione di complessive massime n. 10.062.005 nuove azioni di categoria A prive di valore nominale. Sulla base dei valori attribuiti alle due società, la Relazione riferisce che Class Editori emetterà 32,68 nuove azioni di Class Editori per ogni azione Class CNBC conferita (il "Rapporto di Concambio").

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, considerando la composizione del capitale sociale di Class Editori al momento della loro Relazione pari a n. 143.668.733 azioni, le azioni Class di nuova emissione potranno portare il totale delle azioni di Class Editori a un massimo di n. 153.730.738, con la quota assegnata ai soci conferenti pari a massimo il 6,55% del capitale sociale *pre money*.

Sempre secondo quanto riportato nella Relazione, considerando invece gli effetti dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione approvato nella stessa data del 23 aprile 2019 per l'importo massimo di 5.000.000 Euro, offerto in sottoscrizione alla società C5 S.r.l. e che prevede l'emissione di n. 17.857.143 nuove azioni (l'"Aumento di Capitale C5"), il capitale sociale pre Aumento di Capitale risulterebbe composto da n. 161.525.876 azioni: conseguentemente, le nuove azioni Class Editori che saranno emesse potranno portare il totale delle azioni di Class Editori a un massimo di n. 171.587.881, con la quota assegnata ai soci conferenti pari a massimo il 5,86% del capitale sociale *pre money*.

Gli Amministratori riferiscono che il conferimento in natura delle azioni Class CNBC da parte degli azionisti di minoranza viene attuato secondo la procedura prevista dagli artt. 2343-*ter*, comma secondo, lett. b e 2343-*quater* del Codice Civile e, pertanto, si basa sulla perizia di stima del valore economico di Class CNBC S.p.A. al 31 dicembre 2018 redatta da un esperto indipendente, in possesso di idonei requisiti e capacità, che è stato individuato da Class Editori nel dott. Luca Pieri (l'"Esperto"). L'Esperto ha dichiarato di essere indipendente sia dagli azionisti di minoranza sia da Class Editori (e dai soci che eventualmente esercitano il controllo sugli azionisti di minoranza e su Class Editori). L'indipendenza dell'Esperto dovrà poi essere confermata dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori che si riunirà dopo l'esecuzione del Conferimento.

La Relazione degli Amministratori, al par. 2.1, riporta le considerazioni svolte dall'Esperto per addivenire alla stima delle azioni Class CNBC oggetto di conferimento, nonché le relative conclusioni secondo cui il valore del 100% del capitale economico di Class CNBC alla data del 19 aprile 2019 è pari a Euro 11,8 milioni.

### **3. Natura e portata del presente parere**

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

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

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

### **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 23 aprile 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 23 aprile 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 dagli 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 dagli 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.

- Bilancio consolidato e separato di Class Editori al 31 dicembre 2018 e le relative relazioni di revisione da noi emesse in data 24 maggio 2019, che evidenziavano 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 2018 - 2021, approvato in data 26 giugno 2018 e aggiornato in data 15 aprile 2019;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione del 15 aprile 2019 di aggiornamento del Piano Industriale;
- Relazione di stima del valore della società Class CNBC, redatta dall'Esperto ai sensi dell'art 2343-ter, secondo comma, lettera b) e dell'art. 2343-quater del Codice Civile e datata 23 aprile 2019;
- Dettagli di calcolo utilizzati dagli Amministratori per lo sviluppo della 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 aprile 2019;
- Dati storici relativi ai volumi di scambi effettuati, nei sopra citati periodi, per il titolo Class Editori, raccolti attraverso *data providers* specializzati;
- I comunicati stampa emessi da Class Editori in merito all'operazione;
- Le informazioni e i documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

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

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

### 5.1. Premessa

Gli Amministratori riferiscono nella loro Relazione che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni Class Editori è stato fissato in Euro 0,299. Tale valore è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione 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. La Relazione sottolinea che il Prezzo di Emissione così determinato è superiore di circa il 35% al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a Euro 0,221) ed è ritenuto adeguato dagli Amministratori rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione.

### 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:

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

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 <i>unlevered</i> attesi per ciascun anno del periodo di piano
K <sub>n</sub>	=	flusso di cassa <i>unlevered</i> 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 <i>unlevered</i> atteso a regime
PFN	=	posizione finanziaria netta alla data della valutazione
min	=	<i>minorities</i> e altre poste rettificative alla data della valutazione
n	=	numero di esercizi considerati nel periodo di piano"

Il Metodo DCF è stato applicato dagli Amministratori 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:

$$WACC = [K_d * D * (1-t) + K_e * E] / (D+E)$$

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

$$Ke = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

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	57,5%	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	42,5%	Incidenza media dell'Equity sul totale delle fonti di finanziamento (Equity e PFN) nel periodo di piano
Ke	10,8%	Calcolato sulla base degli elementi sotto riportati
Rf	3,1%	Rendimento medio degli ultimi 6 mesi per i BTP a 10 anni
Rm	12,1%	Rendimento teorico per il mercato azionario italiano
$\beta$	0,86	Indice di correlazione tra il rendimento del settore publishing & newspaper in Europa e i relativi mercati azionari
WACC 19-21	6,3%	

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	10,8%	Invariato
WACC TV	7,9%	

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	19.800
- Imposte	-2.838	-4.033	-5.294
- Capex	-3.539	-3.283	-3.187
+/- Variazione CCN	-18.163	187	3.728
+/- Variazione TFR	550	565	573
+/- proventi e oneri straordinari	-1.035	311	18
<b>UFCF per Metodo DCF</b>	<b>-17.842</b>	<b>7.410</b>	<b>15.636</b>

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 deve essere 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	19.800	19.800
- Imposte	-5.294	-5.294
- Capex	-3.187	-3.187
+/- Variazione CCN	3.728	0
+/- Variazione TFR	573	573
+/- proventi e oneri straordinari	18	18
<b>UFCF su base annua</b>	<b>15.636</b>	<b>11.909</b>

Il Terminal Value è stato pertanto determinato dagli Amministratori 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 7,9%) e ipotizzando un tasso di crescita g=0%, il valore del Terminal Value al 2021 risulta pari a 150.625 migliaia di Euro.

Inoltre, gli Amministratori precisano che, come rappresentato nel Piano Industriale, la Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2018 è pari a 72.348 migliaia di Euro.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che, come risulta dalla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2018, la quota di Patrimonio Netto di pertinenza di terzi ("Minorities") è pari a 9.661 migliaia di Euro, corrispondente al 33,5% circa del patrimonio netto totale. All'interno di tale grandezza, le *Minorities* attribuibili agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso S.p.A. ("Gambero Rosso") sono pari a circa 3.654 migliaia di Euro, corrispondenti al 38% 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 nella Relazione, 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, gli Amministratori hanno individuato un parametro di attualizzazione "t" 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	-17.842	7.410	15.636	11.909
TV				150.625
Present Value	-17.307	6.673	13.427	129.342

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

(migliaia di Euro)	
<i>Present value</i> flussi 2019-2021	2.883
<i>Present value</i> TV	129.342
<i>Enterprise Value</i>	132.225
- PFN al 31.12.18	-72.488
<i>Equity Value</i>	59.887
- <i>Minorities</i> (33,5%)	-20.045
+ <i>Minorities</i> "ex-Gambero Rosso"	+3.192
<i>Equity Value</i> di riferimento	43.024

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*.

	<i>UFCF a regime</i>			
	11.611	11.909	12.206	
0,125%	42.271	44.635	46.998	
0,000%	40.700	43.024	45.347	
-0,125%	39.178	41.463	43.747	

### 5.3 Metodo di Borsa

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 dal 18 aprile 2019 e la rispettiva capitalizzazione considerando un totale di n. 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, e dell’offerta pubblica di scambio destinata agli azionisti di minoranza di Gambero Rosso.

Tali dati sono riportati nella seguente tabella.

	prezzo (€/azione)
media 6 mesi	0,221
media 12 mesi	0,238
media 18 mesi	0,278
media 24 mesi	0,303

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 il rapporto tra il volume scambiato e il numero di azioni totali, inferiore al 45% (contro una media del mercato MTA del 108%).

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

### 6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Nella Relazione non vengono indicate difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori.

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

Gli Amministratori concludono che il Metodo DCF ha evidenziato un valore di 43,0 milioni di Euro, con un *range di sensitivity* compreso tra 39,2 milioni di Euro e 47,0 milioni di Euro, mentre il Metodo di Borsa ha evidenziato un *range di valutazione* compreso tra 31,7 milioni di Euro e 43,5 milioni di Euro, con un valore medio di 37,3 milioni di Euro, come da tabella che segue:

Valore Class Editori	Equity Value	€/az.
Metodo DCF	43,0	0,299
Metodo di Borsa	37,3	0,260

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 0,299 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 datato 23 aprile 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'adeguatezza;
- 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 della metodologia di valutazione principale DCF;
- discusso con il *management* di Class Editori le linee guida del Piano Industriale, ferme restando le incertezze e i limiti connessi a 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 aprile 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 messici 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 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, 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 aziendale 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 6,3%) e l'altro per il calcolo del *terminal value* (stimato nel 7,9%). 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.

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 al 31 dicembre 2018. Nell'ambito delle richiamate Minorities, una quota pari a circa il 38% 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 33,5%), 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.

Come anticipato, la Relazione è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società nella medesima seduta in cui è stato deliberato l'Aumento di Capitale C5. La Relazione, pertanto, non tiene conto della successiva esecuzione, intervenuta in data 10 maggio 2019, del richiamato Aumento di Capitale C5, che ha comportato l'emissione di ulteriori n. 17.857.143 azioni a fronte del versamento di Euro 5.000.000 da parte del nuovo socio C5 S.r.l. Gli Amministratori hanno chiarito nella loro Relazione il numero di azioni utilizzate per il calcolo, dando altresì atto del numero di azioni ulteriori che avrebbero potuto essere emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale C5. Al riguardo, abbiamo sviluppato analisi di sensitività per delineare l'effetto dell'Aumento di Capitale C5 sulla determinazione del valore per azione di Class Editori in particolare nell'ambito della metodologia principale DCF: abbiamo tenuto conto, da un lato, (i) di un *equity value* di Class Editori che risulterebbe più elevato per effetto del miglioramento della situazione finanziaria della Società a seguito dell'ingresso di cassa per Euro 5.000.000; e, dall'altro lato, (ii) della divisione di tale incrementato *equity value* complessivo per un numero maggiore di azioni, vale a dire n. 161.525.876 rispetto alle precedenti n. 143.668.733 conseguenti all'emissione delle ulteriori n. 17.857.143 azioni dell'Aumento di Capitale C5. Alla luce di quanto sopra, il valore unitario dell'azione Class Editori, considerati dunque gli effetti dell'Aumento di Capitale C5 nell'ambito dell'applicazione della metodologia principale DCF, risulterebbe pari a Euro 0,297, e pertanto inferiore al Prezzo di Emissione di Euro 0,299. Conseguentemente, la scelta degli Amministratori, ancorché non in linea con un preferibile approccio che avrebbe contemplato l'aggiornamento della Relazione per tenere conto dell'avvenuta esecuzione dell'Aumento di Capitale C5, si rivela, nelle specifiche circostanze, più favorevole per gli azionisti esclusi dal diritto di opzione, destinatari del presente parere.

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 aprile 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 che non risulta comune nella prassi l'utilizzo di archi temporali ampiamente superiori ai sei mesi indicati dall'art. 2441, sesto comma, cod. civ. Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto di effettuare una media tra le medie a ventiquattro (0,303), diciotto (0,278), dodici (0,238) e sei mesi (0,221). Peraltro, la media tra i quattro valori medi sopra indicati restituisce un valore pari a Euro 0,260, dunque superiore alla media a sei mesi (0,221) usualmente ritenuta adeguata dalla prassi per i titoli scarsamente liquidi come quello di Class Editori: pertanto, la scelta degli Amministratori risulterebbe, 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 medie ponderate in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formatisi a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tenuto conto delle caratteristiche del titolo Class Editori, anche tale scelta degli Amministratori appare ragionevole.

La scelta degli Amministratori di fare riferimento a medie dei valori di borsa registrati in orizzonti temporali antecedenti la data del 18 aprile 2019, in prossimità del Consiglio di Amministrazione del 23 aprile 2019 che ha assunto la decisione di avviare il presente Aumento di Capitale, e pertanto non condizionati dagli effetti dell'annuncio dell'operazione (cd. periodo "unaffected"), risulta in linea con la prassi valutativa.

Tenuto conto del tempo trascorso tra l'approvazione della Relazione degli Amministratori e la data del presente parere, abbiamo ricalcolato le medie per ciascuno degli archi temporali individuati dagli Amministratori prendendo come data di riferimento la data del 24 giugno 2019. Le medie a sei, dodici, diciotto e ventiquattro mesi così calcolate non si discostano in maniera apprezzabile rispetto a quelle calcolate dagli Amministratori rispetto alla data del 18 aprile 2019, confermando la ragionevolezza dei risultati dagli stessi raggiunti con il metodo di controllo.

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, in circolazione alla data della Relazione degli Amministratori.

#### **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 similari 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 di rilievo.

- In primo luogo, si ricorda che, come riportato nella nostra relazione di revisione sulla Bilancio consolidato di Class Editori al 31 dicembre 2018 emessa in data 24 maggio 2019, 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.
- L'Aumento di Capitale strutturato dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile. Dette nuove azioni saranno emesse al servizio del conferimento in natura delle azioni Class CNBC detenute dagli azionisti di minoranza. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori comporta dunque, come ricordato nella Relazione, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; (ii) la stima del valore delle partecipazioni Class CNBC oggetto di conferimento da parte dell'Esperto ai sensi degli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Come anticipato, oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al Paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri.
- Alla luce di quanto sopra rilevato, nell'esaminare i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Class Editori nell'ambito dell'Aumento di Capitale, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle azioni di Class CNBC e, pertanto, esula dall'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine all'adeguatezza delle metodologie, nonché alle loro concrete modalità di applicazione, descritte al Paragrafo 2.1 della Relazione degli Amministratori ed utilizzate ai fini della determinazione del valore delle partecipazioni Class CNBC oggetto di conferimento a fronte dell'Aumento di Capitale.
- In ragione di quanto sopra, non rientra neppure nell'oggetto del presente parere qualsivoglia considerazione in ordine alla determinazione del Rapporto di Concambio tra le azioni di Class CNBC oggetto di conferimento e le nuove azioni di Class Editori che saranno emesse al servizio del conferimento medesimo, indicato al Paragrafo 2.1 della Relazione degli Amministratori.
- 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.

- Dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori, a seguito della consegna da parte della Società delle nuove azioni, di negoziare le suddette azioni sul mercato.
- (iii) Tenuto conto delle informazioni 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 23 aprile 2019. Come segnalato al precedente par. 9, gli Amministratori non hanno tenuto conto degli effetti dell'Aumento di Capitale C5, deliberato in data 23 aprile 2019 ed eseguito in data 10 maggio 2019, che ha comportato l'emissione di ulteriori n. 17.857.143 azioni, a fronte del versamento di Euro 5.000.000 da parte del nuovo socio C5 S.r.l. Gli Amministratori non hanno ritenuto di aggiornare la loro Relazione: si segnala ai destinatari del presente parere che, qualora gli Amministratori avessero tenuto conto di tale operazione e dei suoi effetti, sarebbero oggi ragionevolmente addivenuti alla determinazione di un diverso valore del capitale economico di Class Editori e di un diverso valore per azione, inferiore al Prezzo di Emissione, nei termini indicati al precedente par. 9.

## 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 categoria A di Class Editori S.p.A. pari a Euro 0,299, nell'ambito dell'Aumento di Capitale oggetto della presente relazione.

Milano, 26 giugno 2019



BDO Italia S.p.A.  
Claudio Tedoldi  
Socio