

**STUDIO DEI NOTAI  
RUBEN ISRAEL - ELENA TERRENGHI  
Via Filippo Carcano, 47 - Tel. 02/4980219  
20149 MILANO**

Repertorio n. 42640

Raccolta n. 19164

**Verbale di Consiglio di amministrazione  
REPUBBLICA ITALIANA**

L'anno 2024 (duemilaventiquattro)

il giorno 14 (quattordici)

del mese di novembre

In Milano, nel mio studio in via Carcano n.47.

Io sottoscritto **Ruben Israel**, notaio in Milano, iscritto al Collegio Notarile di Milano, incaricato a redigere il presente verbale dal signor **Guatri Giorgio Luigi**, nato a Milano il 24 dicembre 1965, domiciliato per la carica presso la sede sociale, Presidente del Consiglio di amministrazione nell'interesse della società per azioni:

**"Class Editori S.p.A."**

con sede in Milano, via Marco Burigozzo n. 5, capitale sociale euro 43.100.619,90 i.v., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano - Monza Brianza - Lodi e codice fiscale: 08114020152, iscritta al R.E.A. col n. MI-1205471

nel rispetto dei termini di cui all'art.2375, comma 3, c.c.

**do atto**

che il giorno 14 novembre 2024 ad ore 10.24 (dieci e ventiquattro) con le modalità di seguito descritte si è riunito il Consiglio di amministrazione della predetta Class Editori S.p.A. al quale ho assistito quale segretario verbalizzante per il secondo punto all'ordine del giorno, riunitosi con collegamento mediante mezzi di telecomunicazione, col seguente

**ordine del giorno**

- 1) Approvazione del verbale della precedente seduta.
- 2) Proposta di delibera per l'emissione di massime numero 46.229.522 nuove azioni di categoria A da liberarsi in natura, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, C.C., mediante il conferimento di n. 85.122 azioni di Milano Finanza Editori S.p.A. (pari al 8,42% del capitale sociale) e di una quota rappresentativa del 28,42% del capitale sociale di Campus Editori S.r.l. Delibere inerenti e conseguenti.
- 3) Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive al 30 settembre 2024.
- 4) Varie ed eventuali.

Avendo aderito alla richiesta di verbalizzazione quale segretario do atto che la riunione, per il secondo punto da trattare, si è svolta come segue, utilizzando per comodità di verbalizzazione il tempo presente.

Presiede per unanime consenso il Presidente del Consiglio Guatri Giorgio Luigi il quale constata e dà atto che:

- la riunione è stata convocata con avviso inviato a tutti gli aventi diritto ai sensi dell'art. 23 dello Statuto con messaggio di posta elettronica in data 7 novembre 2024;
- oltre ad esso Presidente assistono presso la sede sociale i consiglieri signori Panerai Paolo Andrea (Vice Presidente ed Amministratore delegato), Moroni Marco (Amministratore delegato), Capolino Gabriele (Amministratore delegato), Sajeva Angelo (Amministratore delegato), Vassallo Maria Grazia, Bonatto Mariangela, Angius Paolo ed i Sindaci signori Medici Mario (Presidente) e Alabiso Francesco;
- sono collegati in teleconferenza, modalità di tenuta della riunione

**Registrato  
all'Agenzia delle  
Entrate di Milano  
DP I – TP2**

\*\*\*\*\*

**il 21/11/2024**

**al n. 89095**

**Serie 1T**

**Euro 200,00**

espressamente prevista dall'art. 22 dello Statuto i consiglieri signori Riccardi Angelo, Panerai Beatrice, Manes Vincenzo Ugo, quali, previo accertamento della loro identità da parte del Presidente, dichiarano di poter seguire chiaramente i lavori e di essere in possesso di tutta la documentazione inerente la riunione loro messa a disposizione;

- hanno giustificato l'assenza gli altri Amministratori signori Librio Samanta, Dal Pozzo Gaia e Salerno Alessandra ed il terzo Sindaco signora Restelli Laura;
- la documentazione inerente la presente riunione è stata pubblicata a norma di legge.

Il Presidente dichiara pertanto la riunione regolarmente costituita ed atta a deliberare, con la partecipazione di n. 11 amministratori dei n. 15 consiglieri in carica.

Il Consiglio passa prioritariamente alla trattazione del secondo punto dell'ordine del giorno riguardo al quale il Presidente ricorda ai presenti che l'assemblea straordinaria del 2 maggio 2023 (di cui a verbale notaio Elena Terrenghi in pari data rep. n. 41566/16338, reg. all'Agenzia delle Entrate di Milano DPI TP2 l'8 maggio 2023 al n. 33420/S1T ed iscritto al Registro delle Imprese il 9 maggio 2023) ha attribuito al Consiglio di amministrazione a sensi art.2443, primo comma, secondo periodo C.C., facoltà di aumentare il capitale, in una o più volte, entro il termine massimo di 5 anni dalla data della indicata delibera per un importo massimo di euro 70 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 449.293.966 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 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; 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.

La suddetta delega non è stata ad oggi attuata neppure in parte.

Il Presidente illustra quindi le ragioni ( contenute nella Relazione del Consiglio allegata sotto "A") che rendono opportuno attuare la predetta delega mediante emissione di n. 46.229.522 azioni di cat. A da liberarsi in natura mediante conferimento di:

\* n. 85.122 azioni pari all'8,42% del capitale della società Milano Finanza Editori S.p.A. (di seguito MF), con sede in Milano, via Marco Burigozzo n. 5, capitale euro 291.837,00 i.v. diviso in n. 1.010.984 azioni prive di valore nominale, codice fiscale: 08492310159, da parte dei soci:

\*\* Marmora S.r.l., con sede in Milano per n. 48.707 azioni

** Paolo Panerai Editori S.r.l., con sede in Milano per n. 4.009 azioni
** Panerai Paolo Andrea per n. 12.963 azioni
** Costa Novaro Nicoletta Stefania per n. 12.963 azioni
** Capolino Gabriele per n. 4.321 azioni
** Magnaschi Pierluigi per n. 2.159 azioni;
* una quota rappresentativa del 28,42% del capitale della Campus Editori S.r.l. (di seguito Campus), con sede in Milano, via Marco Burigozzo n. 5, capitale euro 10.000,00 i.v., codice fiscale: 09406120155, da parte del socio Marmora S.r.l., con sede in Milano.
Alle ore 11.12 (undici e dodici) viene sospesa la riunione limitatamente alla trattazione del secondo punto all'ordine del giorno in attesa di addendum da parte del perito che ha valutato MF, proseguendo la trattazione sugli altri punti all'ordine del giorno non oggetto del presente verbale.
Alle ore 16.30 (sedici e trenta) riprende la riunione per concludere la trattazione del secondo punto all'ordine del giorno oggetto di verbalizzazione da parte di me notaio, con la partecipazione sempre in video conferenza dei Consiglieri Guatri Giorgio Luigi, Moroni Marco, Capolino Gabriele, Sajeva Angelo, Vassallo Maria Grazia, Bonatto Mariangela, Angius Paolo, Salerno Alessandra e per collegamento telefonico del Consigliere signor Manes Vincenzo Ugo e così con la partecipazione di 9 consiglieri dei 15 in carica e dei Sindaci Medici Mario (Presidente) e Alabiso Francesco; io notaio mi trovo sempre presso il mio studio in Milano, via Filippo Carcano n. 47.
Le partecipazioni da conferire sono state valutate nelle due <u>valutazioni di stima</u> redatte, ai sensi dell'art. 2343 <i>ter</i> C.C. da esperti indipendenti come dagli stessi dichiarato anche nelle rispettive perizie e precisamente:
* perizia di stima datata 7 giugno 2024 <u>per MF</u> redatta con riferimento alla data del 7 giugno 2024 (con addendum in data odierna per aggiornamento della compagine sociale di MF e del valore delle partecipazioni oggetto di conferimento in esito all'emissione delle azioni di cui a mio verbale in data 24 luglio 2024 rep. n. 42200/18889, registrato all'Agenzia delle Entrate di Milano DPI TP2 il 24 luglio 2024 al n. 58992 serie 1T) dall'esperto indipendente di comprovata professionalità Franco Rabitti, Revisore legale iscritto al n. 48174 del Registro dei Revisori legali giusta D.M. pubblicato nella G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995, valutazione allegata <b>sotto "B"</b> unitamente all'addendum predisposto in data odierna,
* perizia di stima datata 31 maggio 2024 <u>per Campus</u> redatta con riferimento alla data del 31 maggio 2024 dall'esperto indipendente di comprovata professionalità Bruno Piperno, Revisore legale iscritto al n. 46104 del Registro dei Revisori legali giusta D.M. pubblicato nella G.U. n. 31 bis del 21 aprile 1995, valutazione allegata <b>sotto "C"</b> .
Entrambe dette perizie contengono l'indicazione delle partecipazioni da conferire, i criteri di valutazione seguiti ed il valore delle stesse sia complessivo sia riferito a ciascuna partecipazione oggetto di conferimento dai rispettivi conferenti, valori che dagli esperti indipendenti sono stati stimati:
* <u>per MF</u> in:
** euro 2.172.918 per Marmora S.r.l.
** euro 179.047 per Paolo Panerai Editori S.r.l.
** euro 578.182 per Panerai Paolo Andrea

\*\* euro 578.182 per Costa Novaro Nicoletta Stefania

\*\* euro 192.577 per Capolino Gabriele

\*\* euro 96.514 per Magnaschi Pierluigi

per complessivi euro 3.797.420

\* per Campus, euro 3.691.889

e così complessivamente euro 7.489.309.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori è stato fissato in euro 0,162 sulla base delle valutazioni dettagliatamente esplicitate nella relazione del Consiglio e nelle perizie di stima ed il prezzo di emissione così determinato, anche sulla base di negoziazioni tra le parti, è superiore rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo di Class Editori negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 euro/azione) e anche al valore del patrimonio netto per azione (pari a 0,1406 euro/azione al 31 dicembre 2023); tale valutazione è stata ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione.

Sulla base dei valori attribuiti alle società come sopra esplicitati, Class Editori emetterà n. 275.3704 azioni per ogni azione MF e n. 8.018.8049 azioni per ogni euro di quota Campus e così, con lieve arrotondamento per difetto, n. 23.440.079 azioni a fronte del conferimento MF e n. 22.789.443 azioni a fronte del conferimento Campus per complessive n. 46.229.522 nuove azioni di cat. A prive di valore nominale con conseguente sovrapprezzo complessivo di euro 7.489.182,61 (pari al prezzo di emissione moltiplicato per il numero di azioni da emettersi) da imputarsi, per ciascuna società le cui partecipazioni sono oggetto di conferimento e per ciascun conferente, secondo quanto sopra precisato: la valutazione sopra indicata in complessivi euro 7.489.309,00 non è quindi inferiore alla misura del sovrapprezzo determinata dal Consiglio.

**Sotto "D"** si allega il parere di congruità rilasciato dalla società di revisione. Da ultimo il Presidente richiama quanto esposto a pag. 12 dell'allegata Relazione del Consiglio per quanto attiene gli effetti del conferimento 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.

Il Presidente ricorda quindi che:

- il valore risultante dalle valutazioni deve essere riferito ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento che sarà pertanto da attuarsi, per il conferimento di cui a ciascuna perizia, entro detto termine, salvo aggiornamento della valutazione medesima;

- le valutazioni sono conformi ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto di conferimento, provenendo da esperti indipendenti dai conferenti, dalla deliberante società e dai soci e dotati di adeguata e comprovata professionalità, come anche attestato dal Presidente della odierna riunione e dagli esperti medesimi nelle valutazioni sopra indicate;

- i valutatori hanno autorizzato l'uso delle valutazioni ai fini degli aumenti di capitale, come risultante dalle valutazioni stesse redatte ai fini dell'art. 2343 ter c.c..

Il dr. Medici Mario a nome del Collegio sindacale dichiara ed attesta che:

- ai sensi dell'art. 2438, primo comma, C.C., l'attuale capitale di euro 43.100.619,90 è interamente sottoscritto e versato e le azioni in circolazione sono interamente liberate;

- non vi sono fatti ostativi alla proposta operazione;
- esprime il parere favorevole del Collegio all'operazione prospettata nei termini illustrati.

Il Consiglio quindi, con manifestazione orale del voto - preso atto delle attestazioni e comunicazioni del Presidente e dell'Organo di controllo,

- viste le valutazioni di stima ed addendum per la valutazione di MF,
- preso atto del parere di congruità sul criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni redatta dalla società di revisione,
- udita ed approvata l'esposizione del Presidente;
- confermato che MF e Campus svolgono attività nel medesimo settore in cui opera la società e che il rafforzamento della partecipazione al capitale di MF e di Campus è strategico all'attività sociale,
- con astensione dal voto da parte del Consigliere signor Capolino Gabriele
- dato atto che i votanti sono i Consiglieri indicati alla riapertura dei lavori ad ore 16.30 e che, al netto del Consigliere astenuto, i votanti costituiscono la maggioranza dei componenti il Consiglio

#### **unanime delibera**

**1.)** con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma C.C., di **emettere massime n. 46.229.522** (quarantaseimilioni duecentoventinovemila cinquecentoventidue) **azioni di categoria A** prive di valore nominale con sovrapprezzo complessivo di euro 7.489.182,61 (settemilioni quattrocentottantanovemila centottantadue virgola sessantuno) senza aumento del capitale che pertanto rimane immutato nella sua attuale misura di euro 43.100.619,90, attualmente suddiviso in numero 276.524.556 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 276.504.556 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16.

Dette emittende azioni da liberarsi in natura con conferimento:

**a)** di complessive n. 85.122 (ottantacinquemila centoventidue) azioni pari all'8,42% del capitale di Milano Finanza Editori S.p.A., sopra generalizzata da parte dei soci Marmora S.r.l., Paolo Panerai Editori S.r.l., Panerai Paolo Andrea, Costa Novaro Nicoletta Stefania, Capolino Gabriele e Magnaschi Pierluigi nelle rispettive misure sopra indicate in ragione di n.275,3704 (duecentosettantacinque virgola tremilasettecentoquattro) nuove azioni Class per ogni azione MF;

**b)** di quota pari al 28,42% (nominali euro 2.842,00) del capitale della Campus Editori S.r.l., sopra generalizzata da parte del socio Marmora S.r.l. in ragione di n. 8.018,8049 (ottomiladiciotto virgola ottomilaquarantanove) nuove azioni Class per ogni euro di quota Campus;

**2.)** di **dare mandato** al Presidente del Consiglio signor Guatri Giorgio Luigi ed al Consigliere delegato signor Moroni Marco per dare esecuzione alla deliberata emissione di azioni, offrendole, nel rispetto della normativa di legge, ai destinatari sopra indicati e stabilendosi che le sottoscrizioni dovranno intervenire entro il termine del 31 (trentuno) gennaio 2025 (duemilaventicinque) previo, ove occorra, l'aggiornamento delle valutazioni rese dagli esperti indipendenti ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) C.C., ad una data precedente di non oltre sei mesi la data del/dei conferimento/i e rimarranno ferme nei limiti delle sottoscrizioni raccolte entro tale termine, fatta precisazione che la scindibilità dell'attuazione dell'aumento è da intendersi in relazione agli apporti da parte dei singoli

conferenti, ma che ciascun conferente dovrà apportare integralmente quanto sopra indicato;

**3.) di autorizzare e delegare** il Presidente del Consiglio signor Guatri Giorgio Luigi ed il Consigliere delegato signor Moroni Marco, verificati tutti i presupposti di legge, al perfezionamento dell'atto/i di conferimento mediante apporto delle azioni e della quota di cui alle allegate valutazioni di stima e per procedere a tutte le formalità conseguenti e dipendenti dall'avvenuto conferimento (o conferimenti) da effettuarsi in osservanza ed a norma dell'art. 2440, comma II e ss., C.C. e con la successiva verifica di cui all'art. 2343, quater, C.C.;

**4.) di modificare** in seguito a tutto quanto sopra deliberato **i seguenti articoli dello Statuto:**

**\*\* 5** (cinque) con introduzione di una norma programmatica relativamente al deliberato aumento del seguente tenore:

"In data 14 novembre 2024, il Consiglio di Amministrazione – in parziale esecuzione della delega di cui all'art. 6, comma 1 n. 1 (a) – ha deliberato di emettere n. 46.229.522 azioni di categoria A prive di valore nominale con sovrapprezzo di euro 7.489.182,61 e senza aumento del capitale che pertanto rimane immutato nella sua attuale misura di euro 43.100.619,90 suddiviso in numero 322.754.078 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 322.734.078 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16; dette sottoscrizioni da attuarsi entro il 31 gennaio 2025 e con la previsione che le stesse rimarranno ferme nei limiti delle sottoscrizioni raccolte entro tale termine;

**\*\* 6** (sei), con aggiornamento della delega di cui al punto 1) lettera a) parzialmente utilizzata che pertanto assume il seguente tenore:

"E' attribuita agli Amministratori ai sensi degli articoli 2443 e 2420 ter 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 2 maggio 2023:

a. per un importo massimo di Euro 70 (settanta) milioni, mediante emissione di ora un massimo di n. 403.064.444 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.";

**5.) di stabilire** che i legali rappresentanti *pro tempore* procederanno dopo il perfezionamento della sottoscrizione delle azioni di cui sopra, ed anche in

esito alle diverse tranche, a modificare lo Statuto sociale onde far risultare il numero di azioni emesse provvedendo, conseguentemente, al deposito del nuovo testo di Statuto sociale ed alle comunicazioni dovute al Registro Imprese nel rispetto di quanto stabilito dagli artt. 2440 e 2343 quater, C.C.;

**6.) di dare atto** che a seguito di quanto sopra deliberato il testo aggiornato dello statuto sociale è quello allegato **sotto "E"**.

Esaurita la trattazione dell'ordine del giorno, il Consiglio dichiara chiusa la riunione alle ore 16.50 (sedici e cinquanta).

Tutti i documenti allegati mi sono stati fatti pervenire dal Presidente e sono stati previamente verificati dalla società.

Consta di tre fogli dattiloscritti da persona di mia fiducia e di mio pugno completati per pagine otto e sin qui della presente.

Il presente verbale e quanto allegato vengono sottoscritti solo da me notaio alle ore 19.30 del giorno 14 novembre 2024.

F.to Ruben Israel

ALLEGATO "A" AL Rep. n° 42640/19164

# *Classeditori*

## **RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

predisposta ai sensi dell'articolo 2441, comma sesto, del C.C., nonché ai sensi dell'articolo 70, comma quarto, del Regolamento Consob 11971/99 (come successivamente modificato) e in conformità all'Allegato 3A, schema 2 (4) relativamente all'operazione di aumento di capitale - a valere sulla delega di cui all'art. 6, primo comma n.1 (a) dello Statuto - con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo del C.C., mediante emissione di n. 46.229.522 nuove azioni di Categoria A da liberarsi in natura mediante il conferimento delle partecipazioni azionarie rappresentative del 8,42% del capitale sociale di Milano Finanza Editori S.p.A. e del 28,42% del capitale sociale di Campus Editori S.p.A.

Milano, 30 settembre 2024



## Sommario

Premessa .....	3
1. Descrizione dell'operazione .....	4
2. Motivazioni dell'operazione e riflessi sui programmi gestionali dell'Emittente .....	5
3. Determinazione del valore di emissione delle azioni Class Editori .....	7
4. Valore attribuito alle partecipazioni conferite nella valutazione degli esperti indipendenti ai sensi dell'art.2343-ter, secondo comma, lett. b) C.C. .....	8
a. Valorizzazione di Milano Finanza .....	8
b. Valorizzazione di Campus Editori S.r.l. ....	10
c. Valorizzazione di Class Editori S.p.A. ....	11
5. Numero, categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni oggetto dell'aumento di capitale di Class Editori .....	11
6. Riflessi Tributari dell'Operazione sull'Emittente conferitario .....	11
7. Effetti del Conferimento in Natura 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 .....	12
8. Adempimenti e tempistica .....	13

## Premessa

### L'aumento di capitale delegato

In data 2 maggio 2023, l'Assemblea straordinaria dei soci di Class Editori S.p.A. ("Class Editori" o l'"Emitente" o la "Società"), mediante modifica dell'articolo 6 dello statuto della Società, ha conferito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi degli articoli 2443 e 2420 ter del Codice Civile ("C.C."), la facoltà di aumentare il capitale sociale, in una o più volte entro il termine di 5 anni dalla data della delibera, per un importo massimo di Euro 70 milioni, mediante emissione di un massimo di n. 449.293.966 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. (la "Delega").

In data 30 settembre 2024, a seguito delle interlocuzioni intervenute tra le parti, è stata sottoposta al Consiglio di Amministrazione di Class Editori, la proposta di seguito illustrata di Marmora S.r.l., Paolo Panerai Editore S.r.l., Paolo Andrea Panerai in proprio, Nicoletta Costa Novaro in proprio, Gabriele Capolino in proprio, Pierluigi Magnaschi in proprio (di seguito i "Conferenti MF"), azionisti di Milano Finanza Editori S.p.A. ("MF") e, separatamente, da Marmora S.r.l. ("Marmora") quotista anche di Campus Editori S.r.l. ("Campus"), MF e Campus entrambe già controllate di diritto ai sensi dell'art. 2359 del C.C. da Class Editori. (i Conferenti MF e Marmora sono collettivamente definiti anche "Conferenti"). Tale proposta riguarda in particolare il conferimento in aumento di capitale in Class Editori, da parte dei Conferenti MF di una complessiva partecipazione, pari al 8,42% del capitale di Milano Finanza Editori S.p.A., e da parte di Marmora della partecipazione pari al 28,42% del capitale di Campus Editori S.r.l. (l'"Operazione" o il "Conferimento in Natura").

Si ritiene opportuno chiarire come la presente Operazione, pur sovrapponendosi quanto a natura, requisiti, disciplina, motivazione e modalità attuative, ad un aumento di capitale a pagamento ed essendo allo stesso del tutto assimilabile, non determinerà un incremento nell'ammontare del capitale sociale, stante l'imputazione dell'intero conferimento a titolo di sovrapprezzo, in presenza di azioni senza indicazione del valore nominale. Nell'Operazione che sottoposta ad approvazione, fermo restando il valore del capitale sociale, l'emissione delle nuove azioni a fronte del conferimento in natura, determinerà dunque da una parte l'aumento del numero delle azioni in circolazione, con conseguente diluizione dei restanti Soci e necessaria modifica dello statuto, dall'altra l'incremento della riserva di sovrapprezzo (a cui l'intero prezzo di emissione viene imputato) e di conseguenza un rafforzamento della struttura patrimoniale della Società (a beneficio di tutti i Soci), pur rimanendo invariato il capitale<sup>1</sup>. Per tale motivo si farà di seguito riferimento alla presente Operazione anche come l'"Aumento di Capitale".

<sup>1</sup> Sulla legittimità di tale operazione vedasi per tutte la Massima n. 169 pubblicata il 7 novembre 2017 dal Consiglio Notarile di Milano, che conferma come: "In presenza di azioni senza indicazione del valore nominale, al sensi dell'art. 2346, comma 3, c.c., l'insussistenza di una necessaria relazione tra la modifica del numero delle azioni (quanto in aumento quanto in riduzione) e l'importo della variazione del capitale sociale rende legittime le deliberazioni di modifiche dello statuto in virtù delle quali vengano emesse nuove azioni senza corrispondente aumento del capitale sociale, fermo restando l'applicazione della disciplina dell'operazione di volta in volta realizzata. Ciò vale in particolare per le ipotesi di seguito espresse: (A) Emissione di nuove azioni a pagamento: si ritiene legittima una deliberazione di modifica dello statuto avente oggetto l'emissione di nuove azioni, a pagamento, senza alcun corrispondente aumento del capitale sociale – nel rispetto della disciplina degli artt. 2438, 2439, 2440 e 2441, nonché dell'art. 2443 c.c., in caso di delega – con conseguente imputazione dell'intero prezzo di emissione, in relazione a tutte le azioni sottoscritte, a riserva sovrapprezzo fomissivo".

In ragione della Delega richiamata in premessa, l'Operazione verrà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente che sarà convocato per il 14 novembre 2024, con, *inter alia*, il seguente punto all'ordine del giorno:

- proposta di delibera per l'emissione di massime numero 46.229.522 nuove azioni di categoria A da liberarsi in natura, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, C.C., mediante il conferimento di n. 85.122 azioni di Milano Finanza Editori S.p.A. (pari al 8,42% del capitale sociale) e di n. 2.842 quote di Campus Editori S.r.l. (pari al 28,42% del capitale sociale). Delibere inerenti e conseguenti.

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

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

## 1. Descrizione dell'operazione

Il Consiglio, in esercizio parziale della Delega, delibererebbe l'emissione di complessive n. 46.229.522 nuove azioni di categoria A prive di valore nominale, pari al 16,718% del capitale esistente alla data odierna. L'Aumento di Capitale in oggetto è stato deciso a servizio del conferimento da parte dei Conferenti rispettivamente del 8,42% del capitale di MF e del 28,42% del capitale di Campus. Sulla base dei valori attribuiti alle due società ed a Class Editori, Class Editori emetterà n. 275.3704 nuove azioni di Class Editori per ogni azione di MF e n. 8.018.8049 nuove azioni di Class Editori per ogni quota di Campus (il "Rapporto di Concambio").

Le azioni che saranno emesse portano il totale delle azioni di Class Editori a 322.754.078 con la quota assegnata ai Conferenti che sarà pari complessivamente al 14,323% del capitale sociale, post aumento di capitale.

Il Conferimento in Natura viene attuato secondo la procedura prevista dagli art. 2343-ter, comma secondo, lettera (b) e 2343-quater C.C. e, pertanto, si basa sulla valutazione delle partecipazioni che ne sono l'oggetto, svolta su ciascuna delle società da due esperti indipendenti, in possesso di idonei requisiti e capacità, che sono stati individuati rispettivamente nel dott. Franco Rabitti dello Studio Rabitti & Partners per MF e nel dott. Bruno Piperno, Senior Partner dello studio Business Value per Campus (rispettivamente "Rabitti" e "Piperno" o collettivamente gli "Esperti").

Sia il dott. Bruno Piperno<sup>2</sup> che il dott. Franco Rabitti<sup>3</sup> hanno dichiarato al riguardo di essere indipendenti rispetto a Marmora S.r.l., MF, Campus e Class Editori (e dai soci che eventualmente esercitano il controllo sulle medesime società), non ricoprendo alcun ruolo manageriale, né di revisore, né di sindaco, né alcun altro ruolo in organi amministrativi.

L'incarico da parte di Milano Finanza Editori S.p.A. per Rabitti è stato sottoscritto dal dott. Marco Moroni (legale rappresentante della società), mentre l'incarico da parte di Marmora S.r.l. per Piperno è stato sottoscritto dal dott. Marco Terenghi (legale rappresentante della società).

L'indipendenza degli Esperti dovrà poi essere confermata dal Consiglio di Amministrazione di Class Editori che si riunirà dopo l'esecuzione del Conferimento in natura.

Infine, sulla base della decisione in tal senso assunta dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 30 settembre 2024, il revisore che si esprimerà, come richiesto dall'art. 2441, comma 6, C.C. e dall'art. 158

<sup>2</sup> V. p. 4 della Perizia di stima di Campus a firma Piperno del 12.6.2024.

<sup>3</sup> V. p. 4, paragrafo 3, *Indipendenza e professionalità* a p.4 della Perizia stragiudiziale di stima di MF a firma Rabitti del 7.6.2024 e la lettera di integrazione della dichiarazione di indipendenza datata 20.9.2024.

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 Audirevi S.p.A. ("Audirevi"), attuale revisore dei conti di Class Editori e quindi munito dei necessari requisiti di indipendenza e professionalità.

Non sarà necessario predisporre un prospetto per la richiesta di ammissione alla negoziazione delle nuove azioni di Class Editori che saranno sottoscritte dai Conferenti, rientrando l'Operazione nelle previsioni dell'art. 34 ter del Regolamento Emittenti quale operazione esente, in quanto il corrispettivo totale, calcolato su un periodo di 12 mesi, risulta inferiore al valore di Euro 8.000.000.

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

Al fine di meglio illustrare le motivazioni del Conferimento in natura, si premette l'illustrazione del profilo delle società interessate dall'Operazione.

### Milano Finanza Editori S.p.A.

La società, con sede in Milano, edita le testate MF/Milano Finanza, MF Fashion ed i periodici Patrimoni, Gentleman, MFF e MFL. Ha un capitale sociale di Euro 291.837,00, suddiviso in 1.010.984 azioni prive di indicazione di valore nominale. Nel 2023 ha registrato un fatturato di Euro 21,8 milioni, con un risultato netto positivo di Euro 1,9 milioni; il Patrimonio Netto al 31 dicembre 2023 era pari a Euro 2,7 milioni.

Il capitale sociale della società è attualmente detenuto da:

Azionista	N. Azioni	% C.S.	Capitale Sociale
Class Editori S.p.A.	887.591	87,795%	256.218
Marmorà S.r.l.	48.707	4,818%	14.060
Euromultimedia Holding S.A.	33.950	3,358%	9.800
Paolo Panerai	12.963	1,282%	3.742
Nicoletta Costa Novaro	12.963	1,282%	3.742
Gabriele Capolino	4.321	0,427%	1.247
Alessandro Rossi	4.321	0,427%	1.247
Paolo Panerai Editori S.r.l.	4.009	0,397%	1.157
Pierluigi Magnaschi	2.159	0,214%	623
<b>Totale</b>	<b>1.010.984</b>	<b>100,00%</b>	<b>291.837</b>

Le attività svolte da MF includono quelle legate all'edizione, produzione e commercializzazione delle pubblicazioni cartacee e digitali relative ai quotidiani (MF/Milano Finanza/MF Fashion) e ai periodici (Patrimoni, Gentleman, MFF, MFL).

### Quotidiani

- MF/MILANO FINANZA: dal 1986 è un punto di riferimento della comunità degli investitori sia per autorevolezza dei contenuti che per copertura del mercato finanziario.

Il processo di edizione dei quotidiani si articola nelle seguenti fasi: redazione, editing, stampa, distribuzione e vendita.

### Periodici

- Gentleman. È il magazine maschile internazionale della Casa Editrice, distribuito con MF/Milano Finanza e Italia Oggi e con edizioni in Europa, Asia e Centroamerica date in licenza a case editrici molto radicate, proprietarie di quotidiani economico-finanziari.
- Patrimoni. È il magazine di finanza personale distribuito con MF/Milano Finanza, l'unico che si occupa dei risparmi e della gestione dei patrimoni.
- Magazine for Fashion (MFF). Trimestrale B2B legato a MF Fashion, che fornisce in tempo reale agli operatori del settore il meglio delle collezioni presentate durante le Settimane della Moda, permettendo ai buyer e ai distributori di avere la fotografia delle varie Fashion Week in tre lingue e in forma digitale.
- Magazine for Living (MFL). È l'unica presenza specializzata della Casa Editrice nel settore dell'arredo e dell'*interior design*.

Il processo di edizione dei periodici si articola nelle seguenti fasi: redazione, *editing*, stampa e distribuzione.

#### Campus Editori S.r.l.

La società, con sede in Milano, organizza in varie sedi italiane il Salone dello Studente. Ha un capitale sociale di Euro 10.000,00, suddiviso in 10.000 quote con un valore nominale di Euro 1,00 ciascuna. Nel 2023 ha registrato un fatturato di Euro 3,4 milioni, con un risultato netto positivo di Euro 0,3 milioni; il Patrimonio Netto al 31 dicembre 2023 era pari a Euro 0,9 milioni.

Il capitale sociale della società è attualmente detenuto da:

Quotista	N. Quote	% C.S.	Capitale Sociale
Class Editori S.p.A.	7.060	70,600%	7.060
CFN Generale Fiduciaria S.p.A. <sup>4</sup>	98	0,980%	98
Marmora S.r.l.	2.842	28,420%	2.842
<b>Totale</b>	<b>10.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>10.000</b>

Quanto alle attività svolte da Campus Editori S.p.A., si evidenzia come questa sia la società che dal 1990 organizza il “*Salone dello Studente*”, tra i principali eventi in Italia dedicati a favorire e sviluppare il contatto e il confronto tra il mondo della formazione universitaria e quello scolastico attraverso incontri con cadenza annuale nelle principali città italiane, oltre che alla promozione di attività in ambito formativo e professionale. Dal 2020 la società ha sviluppato una autonoma piattaforma per l'erogazione propri servizi in modalità digitale, considerato che, anche dopo la fine del periodo di pandemia, circa il 5% degli accessi ai saloni continua ad avvenire con modalità telematiche.

#### Finalità dell'Operazione

Tanto premesso in ordine al profilo delle società coinvolte nel Conferimento in natura, l'Operazione si inserisce nell'ambito del processo di razionalizzazione e consolidamento delle attività dell'Emitente, finalizzato alla creazione di distinti poli di competenze specifiche, tra gli altri, nel settore dell'informazione finanziaria e della formazione, volto alla diversificazione della propria offerta commerciale nell'ambito del settore in cui l'azienda opera.

In tale contesto, la progressiva acquisizione di partecipazioni di minoranza delle società già controllate e/o partecipate, così da ampliare e/o raggiungere il totale possesso da parte dell'Emitente, resta finalizzato a garantire l'ottimizzazione nella gestione operativa ed amministrativa delle controllate e ad agevolare eventuali accordi sinergici con soggetti terzi in un contesto di mercato sempre più caratterizzato da operazioni di aggregazione (commerciale e/o societaria) tra i vari operatori di settore.

<sup>4</sup> Intestazione fiduciaria per conto di Class Editori S.p.A.

Lo strumento dell'acquisizione delle partecipazioni di interesse attraverso il conferimento in aumento di capitale riservato da liberarsi in natura consentirebbe altresì all'Emittente di regolare questa operazione "per carta", senza pertanto un esborso per cassa e senza incidere sulla posizione finanziaria netta dell'Emittente stessa, col conseguente beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la Società. Come evidenziato, infatti, a liberazione dell'aumento di capitale in natura (*rectius* emissione di nuove azioni a pagamento), i soci Conferenti MF e Marmora conferirebbero, ciascuno per quanto di propria competenza, le partecipazioni detenute in MF e Campus, ricevendo in contropartita solo azioni di Class Editori di nuova emissione.

Per quanto attuata attraverso lo strumento del conferimento, che ne consente la sostenibilità economica e finanziaria, l'Operazione presenta i tratti di una acquisizione, inquadrandosi nel più ampio processo di riorganizzazione, razionalizzazione e valorizzazione delle attività e competenze presenti in Class Editori, in coerenza con gli obiettivi strategici del Gruppo Class ed in linea con i presupposti richiesti per l'aumento di capitale delegato di cui un premessa.

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

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

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori è pari a 0,162 euro/azione. Tale valore è sensibilmente superiore al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 euro/azione) e anche al valore del patrimonio netto per azione (pari a 0,1406 euro/azione al 31 dicembre 2023) ed è stato definito sulla base di negoziazioni tra le parti che hanno preso a riferimento anche il valore utilizzato nell'ambito del più recente aumento di capitale a pagamento per complessivi Euro 17 milioni deliberato dalla Società ed interamente sottoscritto nel dicembre 2022; tale valutazione è stata ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione, in quanto superiore rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 euro/azione) e al valore del Patrimonio Netto per azione (pari a 0,1406 euro/azione).

Il prezzo di emissione pari a Euro 0,162 per azione è stato implicitamente determinato, sulla base delle valutazioni condivise con i Conferenti, che prevedono tra l'altro l'emissione di numero 46.229.522 azioni di Class Editori da liberare a fronte del conferimento rispettivamente dell'8,42% delle azioni di MF detenute dai Conferenti, pari a numero 85.122 e valorizzate Euro 3.797.293 e del 28,42% delle quote di Campus detenute da Marmora, pari a numero 2.842 e valorizzate Euro 3.691.890.

L'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, comma 5, del C.C., prevede infatti che il prezzo delle azioni di nuova emissione, a norma dell'art. 2441, comma 6, del C.C., sia determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". La specifica fattispecie che interessa la Società richiede peraltro alcune considerazioni che tengano conto dell'effettiva situazione in cui la stessa si trova.

Va considerato innanzitutto che, alla data del 31 dicembre 2023, il patrimonio netto separato di Class Editori risulta pari a circa Euro 38,9 milioni, pertanto le n. 276.524.556 azioni attualmente esistenti hanno un valore patrimoniale implicito pari ad Euro 0,1406.

In ragione di quanto precede, emerge che la ratio dell'art. 2441, comma 6, del C.C. (che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci) è, per definizione, soddisfatta. Infatti, l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono almeno in parte quale conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione con riferimento all'aumento di capitale riservato privo di diritto di opzione non comporterà, per gli stessi, alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma, al contrario, la conservazione da parte dei soci attuali di una frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione.

Va inoltre considerato che il prezzo di mercato delle azioni Class Editori, che costituisce l'ulteriore elemento al quale fa riferimento l'art. 2441, comma 6, del C.C. assume scarsa valenza nel caso di spezie ai fini valutativi.



Le metodologie valutative fondate sui prezzi di borsa, come noto, si basano sul presupposto che il valore attribuibile alla società oggetto di valutazione sia desumibile dal prezzo di quotazione delle azioni sul mercato borsistico. Tuttavia, la sussistenza di tale presupposto non può prescindere dalla liquidità del titolo e da un'analisi della valutazione che i prezzi di borsa attribuiscono alla Società.

Con riferimento alla liquidità del titolo, le analisi svolte evidenziano un volume di scambi contenuto in rapporto al totale delle azioni (con scambi giornalieri medi negli ultimi 12 mesi pari a circa 392.000 azioni, corrispondenti a circa lo 0,14% del capitale sociale), con un andamento del titolo influenzato dalle informazioni tempestivamente fornite al mercato, tra cui quelle in relazione allo stato di avanzamento delle iniziative volte al risanamento del Gruppo. In tale contesto, il prezzo medio ponderato del titolo registrato negli ultimi 6 mesi è stato pari a 0,1005 euro/azione (senza applicazione di un premio e considerando i volumi degli scambi giornalieri), mentre il prezzo medio ponderato del titolo registrato negli ultimi 12 mesi è stato pari a 0,0848 euro/azione.

Il Consiglio di Amministrazione, sulla base di quanto sopra esposto, ritiene che il prezzo di emissione di euro 0,162 per azione, determinato dagli investitori e superiore di circa il +15% rispetto al valore del patrimonio netto per azione, del +61% rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi 6 mesi e del +91% rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi 12 mesi, soddisfi di per sé la *ratio* dell'art. 2441, comma 6, del codice civile, che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci.

#### **4. Valore attribuito alle partecipazioni conferite nella valutazione degli esperti indipendenti ai sensi dell'art.2343-ter, secondo comma, lett. b) C.C.**

##### **a. Valorizzazione di Milano Finanza**

Il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha preso atto che Milano Finanza ha conferito in data 28 maggio 2024 al Dott. Franco Rabitti, titolare dello studio Rabitti & Partners (anche "Esperto MF"), quale esperto indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del C.C., l'incarico di redigere una perizia di stima inerente la valutazione della società: "*al fine di (i) assistere il consiglio di amministrazione della Società nella determinazione del potenziale sovrapprezzo da applicare nell'ambito dell'esecuzione di uno o più amenti di capitale che la Società ha intenzione di eseguire e che potranno prevedere la conversione di versamenti in conto futuro aumento di capitale già ricevuti, ovvero diverse forme di sottoscrizione come previsto dagli articoli 2438 e seguenti del c.c. (di seguito, complessivamente, "AUCAP"), ovvero (ii) essere utilizzata in eventuali futuri conferimenti di quote del capitale sociale della Società nell'ambito di aumenti di capitale deliberati da altre società (di seguito "Conferimento", ed unitamente all'AUCAP "Usi Consentiti")*".

In data 7 giugno 2024, l'esperto ha emesso la propria valutazione riferita a tale data (la "Relazione dell'Esperto MF"), che è stata trasmessa a Class Editori, in quanto socio di MF, in vista dell'Assemblea dei Soci di MF del 23 luglio 2024, che ha deliberato sull'aumento di capitale a pagamento di MF, privo del diritto di opzione, riservato al Socio Marmora S.r.l. e da liberarsi mediante compensazione del versamento di Euro 490.000 in precedenza effettuato dal medesimo socio in conto futuro aumento di capitale.

Sulla base dell'incarico ricevuto, il Dott. Rabitti ha proceduto alla determinazione del valore economico di Milano Finanza Editori S.p.A. utilizzando i criteri ed i metodi generalmente riconosciuti ed adottati dalla dottrina e dalla prassi professionale in tema di valutazione d'azienda.

In particolare, tale valore è stato determinato sulla base della valutazione del patrimonio netto di Milano Finanza Editori S.p.A. effettuata con il metodo finanziario noto come Discounted Cash Flow ("Metodo DCF") – utilizzato come metodologia principale – e poi verificato anche con il metodo dei multipli – utilizzato come metodologia di controllo.

Nella stessa relazione il Dott. Rabitti specifica che il “*valore del patrimonio netto*” richiamato dalla norma codicistica esprime (non il valore del patrimonio netto contabile ma) il valore del capitale economico della società oggetto dell'aumento di capitale e che i Principi Italiani di Valutazione (PIV) predisposti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riconducono tale valore (economico) alla nozione di “*valore normale di mercato*”; quest'ultimo definito come il “*il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali*”.

La Perizia, inoltre, precisa:

- che il metodo di valutazione ritenuto dalla prassi, dalla dottrina e dai principi contabili internazionali IAS/IFRS più corretto per la determinazione del Patrimonio Netto, in questo tipo di operazioni, è il metodo finanziario noto come Discounted Cash Flow (DCF);
- che il Metodo DCF stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Sulla base del Metodo DCF ricorda:

- che 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;
- che il valore dell'investimento è dato, a sua volta, dalla somma di due componenti:
  - o la prima 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);
  - o la seconda 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;
- che 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*.

Ai fini della valutazione, l'Esperto MF ha ritenuto quindi opportuno utilizzare la metodologia di valutazione finanziaria del Discounted Cash Flow (DCF), prendendo come riferimento un tasso WACC pari a circa l'8,4% e un tasso di crescita g del +1,5%, metodologia e valori peraltro coincidenti con quelli utilizzati dalla stessa controllante Class Editori ai fini dell'esecuzione degli *impairment test* volti a verificare il *fair value* delle proprie partecipazioni, tra cui anche quella in MF. Seguendo un approccio ragionevole, e condiviso dalle prassi valutative, l'Esperto MF ha ritenuto opportuno stimare il valore dell'*equity value* di MF come valore medio (*base case*) dei risultati della *sensitivity* che è stata applicata al tasso WACC sopra richiamato, che si colloca in un intervallo compreso tra 41,8 e 48,8 milioni di Euro, e quindi in **Euro 45,1 milioni**.

Inoltre, al fine di verificare la correttezza del metodo di valutazione prescelto e di testare la coerenza del valore ottenuto con un metodo di controllo, l'Esperto MF ha scelto di utilizzare il metodo dei multipli dell'Ebitda. Il multiplo di riferimento è quello applicato al settore Publishing & Newspaper (9,67 volte l'Ebitda) per il mercato Europeo da parte della banca dati elaborata dal prof. Aswath Damodaran della Stern School of Business presso la New York University. Tale multiplo è stato applicato al valore medio dell'Ebitda degli ultimi 3 anni del piano industriale al netto dei costi relativi al principio IFRS 16; il valore dell'*enterprise value* così calcolato è stato successivamente ridotto del valore della Posizione Finanziaria Netta, giungendo ad un valore dell'*equity value* di Euro 46,68 milioni, lievemente superiore a quello ottenuto con il metodo

DCF. Tale marginale scostamento ha confermato, secondo l'Esperto, una adeguata impostazione dei relativi calcoli nonché delle relative metodologie ed *assumption*.

#### Documentazione utilizzata

Le analisi dell'Esperto MF si sono basate sulle informazioni tratte dai seguenti documenti:

- a. fascicolo di bilancio completo ed approvato di MF relativo all'esercizio 2023 della Società;
- b. Statuto della Società;
- c. fascicoli di bilancio completi ed approvati relativi agli esercizi 2021 e 2022;
- d. bilancio di verifica della Società al 31/03/2024;
- e. visura camerale al 24 gennaio 2024;
- f. il Business Plan;
- g. la relazione sul WACC inerente MF, la Controllante e le diverse società del gruppo di cui fanno parte (di seguito "Gruppo Class"), elaborata da un professionista esterno.

Sulla base delle analisi svolte, l'Esperto MF ha concluso confermando il valore attribuito al 100% del capitale sociale di MF "derivante dall'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow (DCF) come risultante del valore medio della sensitivity, che identifica un valore del capitale economico (equity value) di Milano Finanza Editori spa pari a circa 45,1 milioni di euro".

#### **b. Valorizzazione di Campus Editori S.r.l.**

Il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha preso atto che Marmora S.r.l. ha conferito in data 23 maggio 2024 al Dott. Bruno Piperno, senior partner della Business Value (anche "Esperto Campus"), quale esperto indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del C.C., l'incarico di redigere una perizia di stima inerente alla valutazione della società Campus Editori S.r.l ai sensi dell'art. 2343 ter c.c.

In data 12 giugno 2024, l'esperto ha emesso la propria valutazione alla data di riferimento del 31 maggio 2024 (la "Relazione dell'Esperto Campus"), che è stata trasmessa a Class Editori, in pari data.

Sulla base dell'incarico ricevuto, il Dott. Piperno ha proceduto alla determinazione del valore economico di Campus Editori S.r.l., utilizzando i criteri ed i metodi generalmente riconosciuti ed adottati dalla dottrina e dalla prassi professionale in tema di valutazione d'azienda.

In particolare, ai fini della corretta stima del valore economico della Società, ha ritenuto opportuno optare per il metodo finanziario o "DCF" (Discounted Cash Flow), poiché gli aspetti finanziari sono preponderanti rispetto a quelli economici o patrimoniali. I flussi finanziari attesi sono ottenuti dal Piano Industriale 2024 – 2027 fornito dalla Società. Le motivazioni alla base della scelta del metodo DCF sono analoghe a quelle presentate dall'Esperto MF ed in precedenza illustrate e la metodologia percorre gli stessi passaggi, a conferma dell'utilizzo di una procedura ampiamente utilizzata nel mercato, pur con alcune specificità nei parametri utilizzati che riflettono la diversità dei *business* delle due società analizzate e dei relativi contesti di riferimento. In particolare, nella Relazione dell'Esperto Campus:

- il costo medio del capitale (WACC) è pari al 9,08%, risentendo di differenze in alcuni dei parametri che lo compongono, rispetto al 8,4% utilizzato dall'Esperto MF nella valutazione di Milano Finanza;
- il tasso di crescita  $g$  – applicato ai flussi finanziari oltre il periodo esplicito di previsione – è stato considerato pari al 2,0% (livello di inflazione target della BCE), rispetto al 1,5% utilizzato dall'Esperto MF nella valutazione di Milano Finanza.

#### Documentazione utilizzata

Le analisi dell'Esperto MF si sono basate sulle informazioni tratte dai seguenti documenti:

- visura CCIAA di Campus Editori S.r.l. datata 21 maggio 2024;

- visura CCIAA di Marmora S.r.l. datata 22 maggio 2024;
- Business Plan 2024 – 2027 di Campus Editori S.r.l.;
- bilancio consuntivo di Campus Editori S.r.l. al 31.12.2022 e al 31.12.2023;
- posizione Finanziaria Netta di Campus al 31.12.2023 e al 31.03.2024;
- Impairment Test della partecipazione detenuta da Class Editore al 31.12.2023;
- Management Letter della società datata 31 maggio 2024.

L'Esperto Campus ha dunque concluso che: *"Ai sensi e per gli effetti del disposto dell'art. 2343 ter c.c., il sottoscritto estimatore determina il valore del capitale economico del 100 % di Campus Editori S.r.l. alla data del 31 maggio 2024 in misura pari a complessivi € 12.990.464 (euro dodici milioni novecento novanta mila quattrocento sessantaquattro). Sulla base di tali conclusioni, la partecipazione (28,42 %) detenuta da Marmora S.r.l. assume il valore di euro 3.691.889,74 arrotondabile a € 3.690.000 (euro tre milioni seicento novanta mila '00). Ai sensi del suddetto art. 2343 ter c.c., tale perizia ha valore sino a 6 mesi dalla data di riferimento, e quindi fino al 27 novembre 2024".*

#### c. Valorizzazione di Class Editori S.p.A.

Per la valorizzazione di Class Editori ci si riporta a quanto già illustrato nel precedente paragrafo 3.

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

A seguito del Conferimento in Natura e del connesso Aumento di Capitale, Class Editori emetterà n. 46.229.522 nuove azioni di categoria A.

Le nuove azioni avranno godimento regolare e pertanto garantiranno ai relativi titolari pari diritti rispetto alle azioni di categoria A già in circolazione alla data dell'emissione.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori, sulla base del Rapporto di Concambio, è pari a Euro 0,162, significativamente superiore al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 Euro/azione).

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

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

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

### **6. Riflessi Tributari dell'Operazione sull'Emittente conferitario**

All'esito dell'Operazione non si determinerà in capo all'Emittente conferitario alcun riflesso tributario.



## 7. Effetti del Conferimento in Natura 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 della sottoscrizione dell'Operazione, il capitale sociale di Class Editori non subirà variazioni, ma risulterà suddiviso in n. 322.734.078 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B, tutte senza indicazione del valore nominale. La compagine sociale risulterà modificata come di seguito illustrato.

Alla Data del 30 settembre 2024, sulla base delle comunicazioni ricevute ai sensi della normativa applicabile, delle risultanze del libro soci, nonché sulla base delle altre informazioni a disposizione dell'Emittente, gli azionisti che detengono una quota del capitale sociale o dei diritti di voto dell'Emittente soggetta a notificazione ai sensi della normativa vigente sono indicati nella seguente tabella.

### Azionisti Class Editori pre-aumento di capitale

	Azionista diretto	Numero Azioni	% Capitale Sociale	Numero Diritti di voto	% diritti di voto per voto maggiorato*
Paolo Andrea Panerai	Paolo Andrea Panerai	9.962.396	3.603%	19.437.113	6.295%
Paolo Andrea Panerai	Euromultimedia Holding SA	38.230.818	13.825%	38.230.818	12.381%
Paolo Andrea Panerai	PIM S.p.A.	56.543.519	20.448%	56.543.519	18.312%
Paolo Andrea Panerai	C5 S.r.l.	19.257.760	6.964%	38.515.520	12.474%
Paolo Andrea Panerai	PPE Paolo Panerai Editore S.r.l.	3.520.250	1.273%	7.040.500	2.280%
Paolo Andrea Panerai	Marmorà S.r.l.	966.511	0.350%	966.511	0.313%
<b>Totale Paolo Andrea Panerai</b>		<b>128.481.253</b>	<b>46,463%</b>	<b>160.733.981</b>	<b>52,055%</b>
Andrea Bianchedi	Drifter S.r.l.	49.382.716	17.858%	49.382.716	15.993%
Rome Communication S.r.l.	Rome Communication S.r.l.	18.518.519	6.697%	18.518.519	5.997%

\* La percentuale è calcolata sul numero complessivo dei diritti di voto, tenendo conto dell'efficacia della maggiorazione degli stessi.

### Azionisti Class Editori post-aumento di capitale

	Azionista diretto	Numero Azioni	% Capitale Sociale	Numero Diritti di voto	% diritti di voto per voto maggiorato*
Paolo Andrea Panerai	Paolo Andrea Panerai	13.532.022	4,19%	23.006.739	6,48%
Paolo Andrea Panerai	Euromultimedia Holding SA	38.230.818	11,85%	38.230.818	10,77%
Paolo Andrea Panerai	PIM S.p.A.	56.543.519	17,52%	56.543.519	15,93%
Paolo Andrea Panerai	C5 S.r.l.	19.257.760	5,97%	38.515.520	10,85%
Paolo Andrea Panerai	PPE Paolo Panerai Editore S.r.l.	4.624.210	1,43%	8.144.460	2,29%
Paolo Andrea Panerai	Marmorà S.r.l.	37.168.420	11,52%	37.168.420	10,47%
<b>Totale Paolo Andrea Panerai</b>		<b>169.356.750</b>	<b>52,47%</b>	<b>201.609.477</b>	<b>56,79%</b>
Andrea Bianchedi	Drifter S.r.l.	49.382.716	15,30%	49.382.716	15,99%
Rome Communication S.r.l.	Rome Communication S.r.l.	18.518.519	5,74%	18.518.519	6,00%

A seguito dell'esecuzione dell'Aumento di capitale, la partecipazione in Class Editori dell'attuale azionista di controllo Paolo Panerai, in quanto anche socio conferente, passerebbe dal 46,46% dell'attuale capitale sociale (e 52,05% dei diritti di voto) ad una percentuale pari al 52,47% del capitale sociale di Class Editori (e 56,79% dei diritti di voto) post Conferimento in Natura.

Si precisa che l'Aumento di Capitale avrà effetti diluitivi nei confronti degli altri attuali azionisti (non conferenti) della Società per effetto dell'esclusione - ex lege - del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo. C.C.

Infatti, considerando un ipotetico azionista che possiede, in data antecedente all'Aumento di Capitale, una percentuale di partecipazione al capitale dell'Emittente dell'1%, corrispondente a n. 2.765.246 azioni, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale tale azionista verrebbe a detenere una quota di partecipazione pari allo 0,857% (con una diluizione del 14,3%) in quanto deterrebbe lo stesso numero di azioni a fronte di n. 322.754.078 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.

Con l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione delle delibere di aumento di capitale a servizio del Conferimento in Natura, avrà luogo la modifica dell'articolo 5 (Capitale Sociale). Si riporta di seguito l'articolo 5 dello Statuto, di cui si propone la modifica, nel testo vigente e in quello proposto.

Art.5 (capitale sociale) (testo vigente)	Art. 5 (modifiche in grassetto)
<p>Il Capitale sociale è determinato in Euro 43.100.619,90, diviso in n. 276.524.556 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 276.504.556 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art.16. Ciascuna azione di categoria B è convertibile, a semplice richiesta e a spese del titolare, in un'azione di categoria A. Le azioni, a qualunque categoria appartengano, sono trasferibili nel rispetto delle condizioni di cui alla legge 5 agosto 1981 n. 416, sue modifiche e disposizioni connesse. Nelle deliberazioni di aumento del capitale a pagamento, il diritto di opzione può essere escluso nella misura massima del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.</p>	<p>Il Capitale sociale è determinato in Euro 43.100.619,90, diviso in n. 322.754.078 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 322.734.078 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all'art. 16 <b>INVARIATO</b></p> <p><b>INVARIATO</b></p> <p><b>INVARIATO</b></p>

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che nessuna delle modifiche proposte allo Statuto qui illustrate attribuiscano il diritto di recesso agli azionisti della Società, non ricorrendo alcuno dei presupposti di cui alle norme di legge.

## 8. Adempimenti e tempistica

Copia della presente relazione è stata consegnata alla società di revisione AUDIREVI S.p.A., affinché, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, comma sesto, C.C. 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 AUDIREVI S.p.A., nei termini previsti dalla vigente normativa in materia, sarà reso disponibile al pubblico non appena sarà rilasciato all'Emittente.

Le Relazioni degli Esperti Franco Rabitti e Bruno Piperno contenenti rispettivamente la descrizione delle azioni Milano Finanza Editori S.p.A. e le quote di Campus Editori S.r.l. oggetto del Conferimento nonché l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti, come illustrati dagli stessi Esperti, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del C.C. saranno depositate presso la sede legale della Società, secondo i tempi previsti dalla legge e dai regolamenti applicabili, prima della data fissata per il Consiglio di Amministrazione



che delibererà, in parziale esecuzione della Delega, l'Aumento di Capitale di Class Editori a servizio del Conferimento in Natura.

Il Conferimento in Natura non può avere efficacia prima del decorso del termine di trenta giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della deliberazione di aumento di capitale, contenente anche le dichiarazioni di cui all'art. 2343-quater, terzo comma, lettere (a), (b), (c) ed (e)<sup>5</sup>. Entro detto termine uno o più soci che rappresentano, e che rappresentavano alla data della delibera di Aumento del Capitale, almeno il ventesimo del capitale sociale, nell'ammontare precedente l'aumento medesimo, possono richiedere che si proceda, su iniziativa degli amministratori, ad una nuova valutazione ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2343 C.C.

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

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

L'efficacia dell'Aumento di Capitale e del Conferimento in Natura, in considerazione di quanto sopra indicato, è attualmente prevista entro il mese di dicembre 2024.

L'Aumento di Capitale di Class Editori a servizio del Conferimento in Natura comporterà l'emissione e l'ammissione a quotazione di azioni di categoria A di Class Editori il cui corrispettivo totale, calcolato su un periodo di 12 mesi, risulta inferiore al valore di Euro 8.000.000 e che altresì rappresenteranno, in un periodo di 12 mesi, non più del 20% del numero delle azioni della stessa categoria già ammesse alla negoziazione su Euronext Milan e, pertanto, non si renderà necessario pubblicare un prospetto informativo di ammissione alla negoziazione delle stesse ai sensi degli artt. 113 e ss. del TUF e 52 e ss. del Regolamento Emittenti.

Ai sensi dell'articolo 2.4.1, sesto comma, del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., l'Emittente darà apposita comunicazione a Borsa Italiana S.p.A. per l'ammissione a negoziazione delle nuove azioni Class Editori presso Euronext Milan al pari delle azioni Class Editori attualmente in circolazione.

Milano, 30 settembre 2024

Il Consiglio di Amministrazione

<sup>5</sup> Si tratta delle dichiarazioni degli amministratori contenenti le seguenti informazioni: (a) descrizione dei beni conferiti; (b) valore ad essi attribuito; (c) fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (e) dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (e) valutazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'Esperto che ha emesso la valutazione.

Dott. Franco Rabitti

Rabitti & Partners

Consulenza Societaria Finanziaria Tributaria

ALLEGATO "B" AL Rep. n° 42640/19166

**Milano Finanza Editori S.p.A.**

**Perizia stragiudiziale di stima della società Milano  
Finanza Editori S.p.A. ai sensi degli art. 2438 e seguenti  
del c.c.**



**Modena, 07 giugno 2024**

Dott. Franco Rabitti  
Piazza Roma n. 3 int. A6 41121 Modena  
C.F. RBTFNC47A09F257Q P.Iva 02613330360

Rabitti & Partners

## **Contenuti del documento**

<b>Argomento</b>	<b>Pagina</b>
Oggetto dell'incarico e limitazioni	2
Riservatezza	4
Indipendenza e professionalità	4
Profilo della Società	5
Analisi bilanci consuntivi esercizi 2021-2022-2023	11
Data di riferimento della Perizia e relativi dati contabili	14
Analisi del primo trimestre 2024	21
Metodologie di valutazione	22
Scelta del metodo di valutazione	28
Determinazione del tasso di attualizzazione WACC	29
Business Plan	31
Valutazione della Società	33
Il metodo di controllo – metodo dei multipli	37
Analisi di sensitività e stress test	38
Conclusioni	44



## 1. Oggetto dell'incarico e limitazioni

Il presente documento (di seguito il **"Documento"**) è stato elaborato dal dott. Franco Rabitti quale titolare dello studio Rabitti & Partners. (di seguito **"R&P"**), in forza dell'incarico conferito al dott. Franco Rabitti da Milano Finanza Editori S.p.a. (di seguito **"Società"**) in data 28 maggio 2024 per la redazione di una perizia di stima (di seguito **"Perizia"**) inerente la valutazione della Società (di seguito **"Valutazione"**) al fine di (i) assistere il consiglio di amministrazione della Società nella determinazione del potenziale sovrapprezzo da applicare nell'ambito dell'esecuzione di uno o più aumenti di capitale che la Società ha intenzione di eseguire e che potranno prevedere la conversione di versamenti in conto futuro aumento di capitale già ricevuti, ovvero diverse forme di sottoscrizione come previsto dagli articoli 2438 e seguenti del c.c. (di seguito, complessivamente, **"AUCAP"**), ovvero (ii) essere utilizzata in eventuali futuri conferimenti di quote del capitale sociale della Società nell'ambito di aumenti di capitale deliberati da altre società (di seguito **"Conferimento"**, ed unitamente all'AUCAP **"Usi Consentiti"**).

La Valutazione deve essere inquadrata, nell'abito delle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione per le quali è richiesta la quantificazione dell'eventuale sovrapprezzo. Ai fini civilistici gli articoli di riferimento sono quelli che riguardano la materia dei conferimenti (artt. 2342 e seguenti c.c.) e quelli attinenti all'aumento di capitale (artt. 2438 e seguenti del c.c.), i quali, interagiscono gli uni con gli altri. Oltre a ciò, la Valutazione è anche funzionale, alla stima dei conferimenti di beni in natura e crediti nell'ambito delle S.r.l. in quanto, la normativa civilistica, di cui all'art. 2465 c.c. p.to 3, rimanda agli art. 2343 secondo comma c.c., e all'art. 2343-bis quarto e quinto comma. Infatti, nel caso in cui, appunto, una società socia della Società decidesse di conferire la totalità o una quota parte della sua partecipazione in un'altra società, avrebbe la possibilità, nel rispetto della normativa civilistica, di utilizzare come valore di riferimento, per la quantificazione del valore della propria partecipazione, la Valutazione.

L'art. 2441, 6 c. del c.c. recita che in sede di aumento di capitale, con esclusione del diritto d'opzione, l'organo amministrativo è tenuto ad informare l'assemblea in merito:

- alle ragioni dell'esclusione o delle limitazioni ovvero qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo;
- i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, ovvero, il criterio utilizzato per la determinazione del valore economico della società.

Lo scopo, pertanto, della Perizia, tra l'altro, è quello di permettere agli amministratori della Società, in sede di AUCAP, di proporre all'assemblea un prezzo di emissione che tuteli le ragioni economiche dei soci preesistenti. Sarà l'assemblea a sua volta a decidere se recepire oppure disattendere il prezzo proposto, proponendo eventualmente anche un prezzo diverso, purché non superiore a quello risultante dalla Perizia.

Il consiglio Notarile di Milano, motivando la Massima n. XIV – 20 novembre 2001- in merito alla derogabilità delle prescrizioni stabilite per gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, riferisce che "La parte inderogabile dell'aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione è viceversa rappresentato dagli artt. 2343 e 2440 c.c. che impongono la redazione della stima e la necessità che l'aumento di capitale e relativo sovrapprezzo non siano superiori al valore di stima"

Da ciò discende che il risultato a cui giungerà la Perizia, così com'è predisposta, oltre ad essere utilizzata per la quantificazione del sovrapprezzo è atta, a tutti gli effetti, a determinare il valore di un eventuale conferimento posto in essere da qualche società o da qualche socio (persona fisica) costituente la compagine sociale della Società, nell'ambito di aumenti di capitale deliberati da altre società.

Oltre a ciò, nell'elaborazione del documento e nella scelta del metodo di valutazione adottato ci si è posti nelle condizioni di poter permette al consiglio di amministrazione, di affermare, attraverso il processo logico utilizzato, un parere sulla congruità delle ipotesi assunte in tutte le fasi del processo di stima, in ottemperanza ai loro doveri.

La Valutazione sarà eseguita sulla base delle informazioni e del business plan della Società dalla stessa elaborato (di seguito **"Business Plan"**), nonché sulla base dei dati patrimoniali ed economici della Società al 31/12/2023.

Le informazioni utilizzate da R&P per l'elaborazione della Perizia sono state fornite dal management della Società ovvero dalla controllante Class Editori SpA (di seguito **"Controllante"**), ovvero reperite mediante banche dati a cui ha accesso R&P e, in generale, a informazioni di dominio pubblico.

Più precisamente, nell'elaborazione della Perizia, sono state utilizzate le seguenti informazioni:

- i. Fascicolo di bilancio completo ed approvato della Società relativo all'esercizio 2023 della Società;
- ii. Statuto della Società;
- iii. Fascicoli di bilancio completi ed approvati relativi agli esercizi 2021 e 2022;
- iv. Bilancio di verifica della Società al 31/03/2024;
- v. Visura camerale al 24 gennaio 2024;
- vi. Il Business Plan;
- vii. La relazione sul WACC inherente alla Società, la Controllante e le diverse società del gruppo di cui fanno parte (di seguito **"Gruppo Class"**), elaborata da un professionista esterno (di seguito **"Relazione WACC"**).

R&P ha supposto che i dati relativi alla Società e provenienti dalla Società stessa, ovvero dalla Controllante ed i relativi dati contabili della sua contabilità fossero veritieri, completi e corretti, non sono pertanto state svolte analisi da parte di R&P per la verifica di suddette informazioni, compresa l'analisi delle partite relative al capitale circolante, alle poste fiscali, ed alle partite infragruppo, che si considereranno pertanto tutte come corrette e correnti o come diversamente indicate dalla Società. Si precisa pertanto che R&P, non rientrando tale attività nell'oggetto dell'incarico affidatogli, ed in ragione del fatto che in occasione della Manovra Finanziaria (come di seguito definita) il Business Plan è stato oggetto di independent business review ed asseverazione, ed anche in relazione alla presenza della società di revisione tenuta a vigilare sulla correttezza delle elaborazioni svolte in sede di redazione del bilancio annuale, non ha né rivisto né eseguito un'analisi critica del Business Plan e dei flussi di cassa prospettici elaborati dalla Società.



La Perizia è stata redatta esclusivamente per le finalità indicate precedentemente, e non deve essere considerata come una raccomandazione o una sollecitazione, né di R&P, né dei suoi partner, né dei suoi dipendenti e collaboratori, ad eseguire alcun investimento nella Società, nella Controllante o nelle società controllate e collegate o in rami d'azienda da queste detenute.

## 2. Riservatezza

Ai sensi del D. Lgs. 196/2003 (Privacy), si precisa che è vietato l'utilizzo dei dati e delle informazioni contenute nella Perizia, nonché la loro divulgazione o la comunicazione a persone e/o soggetti diversi da quelli indicati nella copertina della Perizia, ovvero a persone coinvolte ai fini degli Usi Consentiti. Rimane, dunque, esplicitamente inteso che chiunque, al di fuori dei soggetti indicati nella copertina della Perizia, o coinvolti per gli Usi Consentiti venisse in possesso del presente documento, lo stesso si impegna alla più assoluta e totale riservatezza circa i dati e le informazioni in esso contenuti, approvando esplicitamente tale restrizione all'utilizzo.

Qualora il destinatario si dovesse in qualsiasi momento trovare in disaccordo con tale vincolo, è pregato di rimettere immediatamente a R&P la Perizia, ivi inclusi suoi eventuali allegati.

## 3. Indipendenza e professionalità

Lo scrivente dichiara sotto la propria responsabilità la propria indipendenza dalla Società e da tutte le società del Gruppo Class e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo della Società o delle società del Gruppo Class.

A tal proposito afferma che nonostante:

- a. nell'anno 2018 abbia eseguito per conto del Gruppo Class delle valutazioni propedeutiche all'esecuzione degli impairment test delle partecipazioni detenute dalla Controllante nel Gruppo Class
- b. negli anni 2018, 2022 e 2024 abbia eseguito delle valutazioni propedeutiche all'esecuzione dell'impairment test della partecipazione detenuta nella Controllante da parte della holding estera Euro Multimedia Holding SA

Tali incarichi hanno avuto una durata molto limitata, erano specifici alle attività indicate, avevano una natura occasionale, non riguardavano attività di consulenza ma di sola verifica ed attestazione, e prevedevano un onorario contenuto; pertanto, il sottoscritto ritiene che tali prestazioni non siano state tali da pregiudicare attualmente la sua indipendenza ed il suo giudizio.

Lo scrivente dott. Franco Rabitti è titolare dello studio R&P, svolge la libera professione da diversi anni, è iscritto all'albo dei dotti commercialisti e revisori contabili di Modena, ed ha maturato una significativa esperienza nell'ambito della finanza d'impresa, essendo stato tra l'altro managing partner dello studio Azeta di Modena (con diverse sedi nel nord Italia), per maggiori approfondimenti si rimanda al proprio profilo LinkedIn riscontrabile dal seguente link: <https://www.linkedin.com/in/franco-rabitti-22136871/>. In tale contesto, quale partner di riferimento dello studio, ha avuto occasione di predisporre numerose

valutazioni di azienda e perizie di stima in diversi settori industriali, tra cui: meccanico, automobilistico, tessile/fashion, ceramico, white goods, ed altri. Il team di R&P, Inoltre, ha a sua volta acquisito una significativa esperienza in ambito del corporate finance avendo lavorato per diversi anni per primarie boutique di finanza nonché per primarie società di revisione italiane. Il team coinvolto per la predisposizione del Documento ha un'adeguata esperienza per lo svolgimento del lavoro.

#### 4. Profilo della Società

La Società ha un capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, pari ad Euro 291.837, suddiviso in 1.000.000 (un milione) di azioni, prive di valore nominale. Tutte le azioni sono in proprietà dei soci. La Società è controllata per circa l'88,76% dalla Controllante – Class Editori Spa - attraverso una partecipazione diretta.

Il capitale della Società risulta ripartito come indicato nella seguente tabella riepilogativa.

TAB 1: RIPARTIZIONE DEL CAPITALE SOCIALE

Socio	N.azioni	Ammontare capitale
Class Editori Spa	887.591	259.088
Marmorà Srl	37.723	11.011
Euromultimedia Holding S.A.	33.950	9.910
Costa Nicoletta	12.963	3.784
Panerai Paolo Andrea	12.963	3.784
Capolino Gabriele	4.321	1.261
Rossi Alessandro	4.321	1.261
Paolo Panerai Editore Srl	4.009	1.107
Magnaschi Pierluigi	2.159	630
	<b>1.000.000</b>	<b>291.837</b>

Si riscontra, pertanto, che la Società è controllata da Class Editori spa, formando un gruppo di riferimento a livello nazionale nell'ambito dell'informazione finanziaria.

Il Gruppo Class opera attraverso l'utilizzo di diversi canali di diffusione quali: quotidiani, periodici, TV, radio, social e sito ecc.

Si rileva, attualmente, che il principale settore di crescita dell'azienda è rappresentato dal digitale, inoltre, in sinergia con altre società del Gruppo Class, realizza importanti eventi settoriali su tematiche di attualità.

La Società opera nel settore dell'editoria, ed edita i mensili Gentleman, Patrimoni, MFF e MFL, ed i quotidiani MF Fashion oltre a MF e Milano Finanza di proprietà della controllata MF Editori Srl. Ciò fa generare ricavi legati principalmente a: vendita di pubblicazioni (anche tramite siti internet), raccolta pubblicitaria e sponsorizzazioni.

Dott. Franco Rabitti

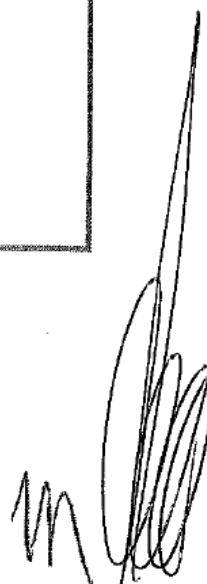
Rabitti & Partners

Consulenza Societaria Finanziaria Tributaria

Si riporta di seguito l'elenco a delle testate editate dalla Società:

**TAB 2: ELENCO TESTATE**

	Quotidiano di informazione finanziaria di proprietà di MF Editori Srl ed editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Quotidiano dei mercati finanziari di proprietà di MF Editori Srl ed editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Quotidiano di Breaking news su lusso e moda, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine di atmosfere, design & style, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine dedicato agli addetti ai lavori e gli appassionati del settore della moda, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine per creare, gestire ed accrescere i patrimoni, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine dedicato agli uomini che amano la vita, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.



Dott. Franco Rabitti

Rabitti & Partners

Consulenza Societaria Finanziaria Tributaria

La Società è governata da un Consiglio di amministrazione, formato da 4 componenti che si identificano nelle persone di:

- Panerai Paolo Andrea - Presidente del Consiglio di amministratore, rappresentante dell'impresa;
- Capolino Gabriele, consigliere;
- Sajeva Angelo, consigliere;
- Moroni Marco, Consigliere

Il collegio sindacale è composto da 3 membri, più due supplenti, il Presidente del collegio è il dr. Medici Mauro.

L'attività di revisione è effettuata dalla società di revisione Audirevi S.p.A.

#### **Analisi delle partecipazioni**

La Società possiede delle partecipazioni in alcune società (di seguito "Partecipate"), come indicato nella seguente tabella. La partecipazione di maggior rilievo è rappresentata dalla proprietà del 100% della controllata MF Editori Srl (di seguito "Controllata") che è titolare delle testate MF e Milano Finanza editate dalla Società, ma che tuttavia non svolge alcuna attività operativa. L'ammontare delle partecipazioni nelle altre società, ed il relativo volume di business è da ritenersi non rilevante.

TAB 3: ELENCO PARTECIPATE

Denominazione	Quota % di proprietà
MF Editori	100,0%
Next Equity Crowdfunding	34,0%
Yachting Class	1,0%
Radio Classica	0,8%
<b>Totali</b>	

#### **Storia della Società e principali eventi significativi**

La Controllante Class Editori S.p.A. è stata costituita a novembre 1985, su iniziativa del Dott. Paolo Andrea Panerai e di un gruppo di giornalisti fuoriusciti dal gruppo RCS Editori oltre che da alcuni partner finanziari. La prima testata ad essere lanciata fu Class che riscosse un immediato successo. Da lì iniziò progressivamente il lancio di nuove testate.

In tale contesto si colloca anche Milano Finanza Editori S.p.a. che è stata costituita il 24 settembre 1986 e da lì a pochi mesi, nel dicembre 1986, è stato lanciato il primo settimanale finanziario italiano, Milano Finanza, che aveva per quel tempo una veste grafica innovativa, in quanto, si presentava come un quotidiano, inoltre, dava ampio spazio ai dati finanziari e al commento degli analisti, sviluppando tematiche, mai affrontate da nessun organo di informazione, come per esempio le "analisi tecniche".

Successivamente, nel corso del 1989 iniziò la distribuzione della testata "MF" che rappresentava il primo quotidiano a diffusione nazionale dedito esclusivamente all'informazione finanziaria. Anche questa testata presentava una particolarità: veniva distribuita esclusivamente dal martedì al venerdì, lasciando il posto al sabato al settimanale Milano Finanza.

Ora la Società si colloca sul mercato con le testate: Milano Finanza, MF e come periodici Gentleman, Patrimoni, MFF e MFL.

Nel corso dell'esercizio 2022, è stato lanciato il nuovo sito di Milano Finanza - MF-Milanofinanza.it- che presenta rispetto al passato una radicale trasformazione dell'offerta informativa. Sostanzialmente si è passati ad un'offerta digitale cosiddetta freemium che prevede contenuti free e contenuti sotto paywall. Si riporta che attraverso la piattaforma Analytics è stato accertato che i dati di traffico sul sito hanno registrato una media di oltre 240 mila utenti unici su base giornaliera (+ 28% rispetto al 2021) e oltre 942 mila pagine medie. Su base mensile, nel 2022 il sito ha registrato una media di circa 4 milioni di utenti unici e circa 29 milioni di pagine medie.

Quanto alle vendite l'andamento delle copie digitali totali (individuali e business) di MF-Milano Finanza è passato da circa 4.600 abbonati attivi a fine 2021 a circa 6.300 a fine 2022 (+52%). Nel corso dell'esercizio 2023 questi dati sono ulteriormente migliorati registrando alla fine dell'anno un incremento, rispetto all'anno 2022, di oltre il 225% con un numero di abbonati superiore a 20.500.

Si segnala, inoltre, che la nuova offerta digitale ha contribuito anche al miglioramento dei dati di lettura di MF-Milano Finanza che crescono fino al livello massimo degli ultimi nove anni con 33 mila lettori incrementalì (+16,2%) posizionandosi a quota 237 mila lettori medi al giorno (rilevazione Audipress 2022-III): i lettori carta aumentano di 28 mila unità (+17%) e i lettori digitali di 12 mila unità (+25%). Inoltre, su 237 mila lettori, 177 mila (74%) sono quelli solo cartacei; 45 mila (20%) sono lettori solo digitali, mentre 15 mila (6%) i lettori che leggono sia il cartaceo che il digitale. Il numero di lettori che seguono in tempo reale le notizie del sito attraverso Twitter ha superato le 118 mila unità e le 172 mila unità su LinkedIn, dati in aumento rispetto a quelli del precedente esercizio.

### **La Manovra finanziaria**

In data 17 ottobre 2022, è stata sottoscritta tra il Gruppo Class e gli istituti di credito finanziatori (di seguito "Istituti di Credito"), una manovra finanziaria, divenuta efficace in data 20 dicembre 2022 (di seguito "Manovra Finanziaria").

La Manovra Finanziaria ha avuto un impatto diretto sulla struttura patrimoniale e finanziaria delle società del Gruppo Class e quindi anche della Società. In particolare, la Manovra Finanziaria ha comportato: i) l'accordo ai sensi dell'art.1273 c.c. da parte della Controllante Class Editori S.p.A del debito finanziario della Società verso gli Istituti di Credito per un ammontare complessivo pari a circa 5,5 milioni di Euro; e ii) a seguito dello stralcio in capo alla controllante Class Editore del debito finanziario verso gli Istituti di Credito, la parziale rinuncia da parte della Controllante al credito sorto verso la Società per un importo pari a circa 2,7 milioni di Euro.

Per effetto della Manovra Finanziaria la Società, attualmente, non presenta debiti verso Istituti di Credito per linee bancarie o affidamenti.

### **Rinnovo del contratto di locazione dell'immobile**

L'IFRS 16 fissa le regole per la rilevazione, la presentazione e l'informativa dei contratti di locazione finanziaria e non, allo scopo di indurre i locatari e i locatori a fornire informazioni dettagliate sull'operazioni di leasing. Questo principio fornisce un modello contabile unico per i contratti di locazione che prevede che i locatari registrino le attività e passività derivanti dai contratti di locazione superiore ai dodici mesi.

Nella pratica, il locatario rileva contabilmente i) una passività finanziaria derivante dall'attualizzazione dei pagamenti dei canoni d'affitto previsti per tutta la durata del contratto, e ii) un'attività corrispondente al diritto di utilizzo dell'attività sottostante per la

durata del contratto – diritto d'uso-. Inoltre, si contabilizzeranno separatamente, a conto economico, gli interessi sulla passività finanziaria e l'ammortamento del diritto di utilizzo.

Inoltre, se, nel corso del contratto, dovessero intervenire variazioni delle variabili utilizzate per l'appostamento iniziale dei valori contabili, come per esempio: una variazione contrattuale che ha modificato la durata o gli importi; variazioni intervenute su un indice o un tasso utilizzati per stimare inizialmente l'attualizzazione dei canoni di locazione, è necessario procedere a ricalcolare le passività e le attività in precedenza iscritte.

Nel corso dell'esercizio 2023 la Società ha rinegoziato il contratto di locazione, con l'effetto di ottenere, a fronte di una restrizione degli spazi, una riduzione degli importi e della durata del contratto. Ciò ha determinato, i) una riduzione della passività finanziaria derivante dall'attualizzazione dei canoni minimi garantiti di circa 7 milioni di Euro; ii) una riduzione dell'ammortamento del diritto d'uso pari a circa 0,2 milioni di Euro, per effetto della variazione del valore d'uso; e iii) una sopravvenienza attiva derivante dalle variazioni intervenute sul fondo ammortamento per circa 0,7 milioni di Euro.

Si riporta di seguito la tabella di sintesi delle variazioni intervenute sui fabbricati per diritto d'uso

TAB 4: VARIAZIONI FABBRICATI PER DIRITTI D'USO

<b>Fabbricati per diritti d'uso</b>	
Costo Storico	15.966.618
Rivalutazione prec.	0
Oneri finanziari	0
Svalutazioni precedenti	0
Ammortamenti precedenti	-5.941.067
<b>Saldo iniziale 2023</b>	<b>10.025.551</b>
Acquisizioni dell'esercizio	
Fondo da fusione	
Rettifiche saldi iniziali	-6.225.777
Rettifiche anni prec.fondo	745.952
Ammortamenti esercizio	-1.298.778
Saldo	3.246.948
Ammortamenti anticipati fiscali	0
Movimentazione ex art.2426, n.3	0
<b>Saldo finale 2023</b>	<b>3.246.948</b>

#### Rischi connessi all'attività

Il principale fattore di rischio legato al business della Società è rappresentato dalla raccolta pubblicitaria che costituisce la voce di ricavo più rilevante. Essendo una variabile esogena, la Società, e tutto il Gruppo Class, al fine di affrontare potenziali problematiche sta adottando strategie sia atte a contenere i costi operativi sia volte alla diversificazione del prodotto, in particolare tali attività si sono focalizzate sulla riduzione del costo del personale, sulla riduzione dei costi indiretti e sull'incremento dei ricavi attraverso nuove iniziative editoriali.

Per quanto riguarda il rischio crediti, la Società segnala che non sono presenti situazioni degne di nota e in ogni caso afferma che sono continuamente monitorati e tenuti sotto controllo anche dalla Controllante.

Per quanto concerne le rischiosità legate alle oscillazioni dei tassi d'interesse e alle variazioni dei tassi di cambio, la Società afferma che sono contenute in quanto non pone



in essere operazioni speculative e che il suo mercato di riferimento è pressoché racchiuso all'interno dell'area Euro.

Gli effetti della Manovra Finanziaria hanno notevolmente ridotto i rischi legati a potenziali tensioni finanziarie, del gruppo Class e della Società.

Infine, la Società segnala che non sono presenti contenziosi o passività potenziali che potrebbero dare luogo a effetti negativi sotto l'aspetto economico, patrimoniale e finanziario.

### Struttura organizzativa

Il modello organizzativo della Società è da collocarsi all'interno del Gruppo Class di cui è parte. Nel bilancio consolidato 2023 del Gruppo Class si riporta quanto segue:

*"I settori di appartenenza ("Aree di Business") sono stati identificati in coerenza con la rappresentazione fornita nel Piano Industriale e, per il 2023, sono rappresentati dai seguenti: Area Informazione e Comunicazione, Area Servizi e Financial Services, Area Telesia e TV, Area Gambero Rosso."*

Si rileva inoltre che la Società è inquadrata all'interno dell'area di business "informazione e comunicazione", che sempre in tale consolidato si indica essere costituita dalle seguenti attività:

- Milano Finanza/MF (Newspaper finanza);
- Global Finance (Magazine finanza internazionale);
- Patrimoni (Magazine finanza Italia);
- Class-Capital-Gentleman (Magazine maschili);
- MFF & MFL (Magazine for Fashion e Magazine for Living);
- Siti internet ed applicazioni Mobile;
- Class TV Moda (moda);
- Radio Classica (trasmissioni radiofoniche).

Si rileva inoltre che la Società impiega 26 risorse tra giornalisti e dipendenti (dato a fine 2023).

### Strategia di sviluppo

La strategia di sviluppo della Società, si colloca pertanto all'interno della business unit comunicazione ed informazione, per la quale sono previsti interventi di sviluppo nell'area digitale, oltre ad interventi di riduzione dei costi.

In particolare, si prevede un incremento dei ricavi nell'area digitale attraverso nuove modalità di accesso a pagamento e rafforzamento e diffusione di copie digitali, andando anche a colmare alcune lacune in capo a competitor diretti

- tra gli obiettivi della Società si evidenziano: la volontà di mantenere e implementare ulteriormente la leadership in Italia della comunicazione alla comunità finanziaria, tramite l'incremento dei subscribers e degli abbonamenti digitali sul sito web;

- la volontà di implementare sempre maggiormente la migrazione verso un modello digitale basato sulle digital subscriptions, tramite il rinnovo del proprio sito internet e l'implementazione di soluzioni digitali innovative.

Nell'ottica di tale strategia, ed al fine del raggiungimento degli obietti preposti, si riscontra che la Società, nel corso del 2023 ha introdotto nuovi canali di comunicazione diretta e ha consolidato la sua "fan base" social superando in questo modo il mezzo milione di followers complessivi.

La società ha inoltre rappresentato che, in applicazione a tale strategia, ha avviato i seguenti interventi:

- sviluppo di eventi digitali sviluppati in sinergia con le piattaforme digitali che consentano ai propri prodotti di essere visibili e riconosciuti su molteplici canali;
- l'introduzione del nuovo sito di Milano Finanza;
- La creazione all'interno del sito internet di Milano Finanza di una sezione dedicata alle notizie a pagamento ed un paywall dinamico per offrire agli utenti contenuti a maggiore valore aggiunto;

## 5. Analisi bilanci consuntivi esercizi 2021-2022-2023

### Stato patrimoniale

Si riporta di seguito la tabella di sintesi dello stato patrimoniale relativo al periodo 2021 e 2023

TAB. 5: STATO PATRIMONIALE ANNI 2021-2022-2023

STATO PATRIMONIALE	2021	2022	2023
Immobilizzazioni immateriali	1.116	11.205	18.662
Immobilizzazioni materiali	11.362.893	10.154.688	3.360.054
Partecipazioni	4.397.518	4.383.853	4.383.853
Crediti tributari		97.504	91.658
Altri crediti	47.010		
<b>Attività non correnti</b>	<b>15.808.537</b>	<b>14.647.250</b>	<b>7.854.227</b>
Rimanenze	95.214	183.326	56.097
Crediti commerciali	22.215.853	16.532.008	21.026.273
Crediti finanziari	276.668	19.563	19.100
Crediti tributari	586.725	870.561	861.403
Altri crediti	2.571.674	4.294.552	3.341.207
Disponibilità liquide	8.600	76.363	144.594
<b>Totale attività correnti</b>	<b>25.754.734</b>	<b>21.976.373</b>	<b>25.448.674</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>41.563.271</b>	<b>36.623.623</b>	<b>33.302.901</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>-1.362.250</b>	<b>802.638</b>	<b>2.731.722</b>
Debiti finanziari non correnti	13.928.316	9.658.025	1.765.219
Debiti tributari	174.493	349.468	877.332
F.do rischi e oneri		434.454	410.095
TFR e altri fondi del pers.le	437.008	377.774	267.904
<b>Totale passività non corrente</b>	<b>14.539.817</b>	<b>10.819.721</b>	<b>3.320.550</b>
Debiti finanziari	4.650.452	1.587.979	1.209.986
Debiti commerciali	17.386.032	15.235.220	20.415.819
Debiti tributari	1.887.620	2.340.030	2.365.571
Altri debiti	4.461.600	5.838.035	3.259.253
<b>Totale passività corrente</b>	<b>28.385.704</b>	<b>25.001.264</b>	<b>27.250.629</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>41.563.271</b>	<b>36.623.623</b>	<b>33.302.901</b>

Nel corso di questo triennio, dal punto di vista patrimoniale, in sintesi, si può riscontrare, che:

- **le attività non correnti** sono passate da circa 15.8 milioni di Euro a 7.8 milioni di Euro; ciò è dipeso principalmente da una riduzione del valore dei diritti d'uso sui fabbricati, frutto della rinegoziazione del contratto di locazione derivante dalla riduzione della superficie affittata. Per analogia sono variate anche le poste legate alle passività finanziarie correlate al diritto d'uso dell'immobile;
- **le attività correnti** non hanno subito delle variazioni significative segno di un'attività caratteristica costante nel tempo;
- **il totale delle attività** evidenzia nell'arco del triennio una contrazione frutto della riduzione delle attività non correnti per i motivi sopra esposti;
- **il patrimonio netto**, nel corso del triennio è ritornato positivo recuperando tutte le perdite pregresse, grazie al risultato positivo registrato nel corso del 2022 e 2023;
- **le passività non correnti** sono passate da circa 14,5 milioni di Euro a 3,3 milioni di Euro frutto, soprattutto, della rinegoziazione del contratto d'affitto che ha dato luogo, in ottemperanza all'applicazione del principio IFRS 16, ad una riduzione delle passività finanziarie. Oltre a ciò, si riscontra un incremento dei debiti tributari che rappresentano l'ammontare del debito tributario, oggetto di rateizzazione, scadente oltre l'esercizio successivo;
- **le passività correnti**, come aggregato, non hanno subito delle variazioni significative, tuttavia, si riscontrano delle variazioni rilevanti soprattutto nei debiti finanziari, che hanno subito una notevole contrazione passando da 4.7 milioni di Euro a 1,2 milioni di Euro. Ciò è stato frutto della Manovra Finanziaria avvenuta nel 2022, che ha dato luogo, da un lato, all'accordo, ai sensi dell'art. 1273 c.c., del debito bancario della Società per circa 5,5 milioni di Euro da parte della Holding, e dall'altro, una volta che l'accordo è diventato operativo, dalla rinuncia, da parte della Holding, dei crediti verso la Società per circa 2,7 milioni di Euro. Oltre a ciò, si segnala un incremento dei debiti commerciali soprattutto verso la Holding;
- **il totale delle passività** sconta una contrazione derivante principalmente da una riduzione delle passività correnti.

### Conto Economico

Si riporta di seguito la tabella di sintesi del Conto economico complessivo relativo al periodo 2021 - 2023

TAB. 6: CONTO ECONOMICO ANNI 2021-2022-2023

Conto Economico	2021	2022	2023
Ricavi	21.239.367	21.438.646	21.377.237
Altri ricavi e proventi	451.055	852.132	1.955.636
<b>Totale ricavi</b>	<b>21.690.422</b>	<b>22.290.778</b>	<b>23.332.873</b>
Costi per acquisti	-550.605	-863.197	-733.647
Costi per servizi	-13.931.185	-15.665.809	-16.145.474
Costi per il personale	-2.132.265	-2.375.704	-2.332.193
Altri costi operativi	-100.926	-88.387	-176.433
Totale costi operativi	-16.714.981	-18.993.097	-19.387.747
<b>Margine operativo lordo - Ebitda</b>	<b>4.975.441</b>	<b>3.297.681</b>	<b>3.945.126</b>
Ebitda %	23%	15%	17%
Proventi/(Oneri) non ordinari	-3.936.849	2.105.318	
Ammortamenti e svalutazioni	-1.494.441	-2.027.707	-1.376.447
<b>Risultato operativo - Ebit</b>	<b>-455.849</b>	<b>3.375.292</b>	<b>2.568.679</b>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-558.433	-482.240	-199.520
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>1.014.282</b>	<b>2.893.052</b>	<b>2.369.159</b>
Imposte	-137.885	-759.505	-438.256
<b>Risultato netto</b>	<b>1.152.167</b>	<b>2.133.547</b>	<b>1.930.903</b>
Proventi/(oneri) attuariali non translati da conto ec.(IAS 19)	-11.652	31.341	-1.819
<b>Totale conto economico</b>	<b>1.163.819</b>	<b>2.164.888</b>	<b>1.929.084</b>

Sotto l'aspetto economico il triennio esaminato mette in luce che:

- **I ricavi** della gestione caratteristica si sono mantenuti più o meno costanti per tutto il periodo di osservazione, ciò non fa che confermare il peso di questa realtà sul mercato dell'informazione;
- **Gli altri ricavi e proventi** hanno evidenziato nel corso del periodo oscillazioni più marcate frutto di operazioni avvenute nel contesto della gestione non caratteristica, derivanti dall'effetto congiunto della rinegoziazione del contratto d'affitto, che ha dato luogo ad una sopravvenienza attiva, e dalla stima di minori stanziamenti, rispetto all'esercizio 2022, per contributi e sovvenzioni statali sui costi di acquisto della carta e sulle copie vendute;
- **Il Margine operativo lordo – Ebitda** – è passato nel triennio da circa 5,0 milioni di Euro a 3,9 milioni di Euro, con un'incidenza, rispetto ai ricavi complessivi, che è passata dal 23% al 17%, ciò è dipeso principalmente dall'incremento delle prestazioni di servizi ricevute dalle consociate;
- **Il risultato operativo** è passato nel triennio da meno 0,5 milioni di Euro a 2,6 milioni di Euro frutto di un miglioramento della gestione non ordinaria derivante dal venir meno degli effetti distorsivi generati, dapprima, nel corso del 2021, da sopravvenienze passive legate al mancato realizzo di poste dell'attivo legate principalmente al canale delle distribuzione delle testate, poi nel corso del 2022 da sopravvenienze attive



prodotte in virtù dello stralcio del credito finanziario vantato dalla Holding nei confronti della Società . Si segnala a partire dall'esercizio 2023 i proventi e oneri non ordinari sono classificati negli altri ricavi e costi operativi;

- **I Proventi (oneri) finanziari netti** sono passati nel corso del triennio da circa 0,6 milioni di Euro a circa 0,2 milioni di Euro, frutto principalmente da una riduzione degli interessi passivi verso i fornitori.

## 6. Data di riferimento della Perizia e relativi dati contabili

Il valore dell'azienda, oggetto della presente relazione di stima è stato determinato in riferimento alla data del 31/12/2023 e in relazione ai dati prospettici elaborati ed approvati dalla Società.

La Società ha confermato che successivamente all'elaborazione di tali documenti, e fino alla data di redazione della Perizia, non si sono verificati fatti di gestione tali da compromettere il risultato d'esercizio e le assunzioni poste alla base dell'elaborazione dei dati prospettici.

La Società nel corso dell'esercizio 2023 ha conseguito un risultato d'esercizio pari a circa 1,9 milioni di Euro, con una marginalità a livello di Ebitda di circa 3,9 milioni di Euro. La posizione finanziaria netta (che recepisce l'applicazione del principio contabile IFRS 16) ammonta a circa 2,8 milioni di Euro, determinata dall'indebitamento finanziario pari a circa 3,0 milioni di Euro (di cui circa 2,8 milioni di Euro derivanti dall'applicazione del principio IFRS 16), ai quali sottrarre crediti finanziari e disponibilità liquide per circa 0,2 milioni di Euro.

### Stato Patrimoniale

Dal punto di vista patrimoniale la società presenta questa struttura:

- **Immobilizzazioni immateriali** pari ad Euro 18.662;
- **Immobilizzazioni materiali** pari ad Euro 3.360.054, la voce più rilevante delle quali è rappresentata dai diritti d'uso sui fabbricati, pari ad Euro 3.246.948, la differenza pari a circa Euro 113.000 è formata da impianti e macchinari Euro 60.080, Migliorie su beni di terzi Euro 27.660, Mobili e arredi e macchine ordinarie ufficio Euro 8.949; Automezzi Euro 12.003;
- **Partecipazioni immobilizzate** suddivise in:
  - Imprese controllate
    - MF Editori Srl, proprietaria delle testate MF e Milano Finanza, controllata al 100%, iscritta in bilancio al valore della quota parte del patrimonio netto della controllata pari a circa 3,8 milioni di Euro (che nel Business Plan e pertanto nel bilancio riclassificato, che è stato elaborato in modo coerente, è iscritta tra le immobilizzazioni immateriali);
  - Imprese collegate:
    - Next Equity Crowdfunding, iscritta in bilancio al costo per Euro 505.000

- Yachting Class Srl, iscritta in bilancio al costo per Euro 59
- Radio Classica Srl, iscritta in bilancio al costo per Euro 100

Si riporta di seguito la tabella relativa partecipazioni possedute in imprese collegate e controllate

**TAB 7: PARTECIPAZIONI POSSEDUTE**

Denominazione	Quota % di proprietà	Utile (Perdita)	Valore di bilancio	Netto patrimoniale
MF Editori	100,0%	730	3.878.694	37.402
Next Equity Crowdfunding	34,0%	-55.893	505.000	123.517
Yachting Class	1,0%	-124.699	59	-690
Radio Classica	0,8%	-749.268	100	-19.508
<b>Totali</b>			<b>4.563.853</b>	<b>140.721</b>

Si segnala che con riferimento al valore iscritto in bilancio delle partecipazioni, il bilancio d'esercizio 2023 della Società riporta quanto segue:

*"Riguardo al maggior valore della partecipazione in MF Editori S.r.l. iscritta nel bilancio di Milano Finanza Editori rispetto alla quota parte del patrimonio netto della controllata, si precisa che MF Editori risulta essere proprietaria della testata MF/Milano Finanza. Tale asset presenta un maggior valore di mercato rispetto a quello di libro che giustifica appieno la differenza sopra citata.*

*Data la significatività della differenza in questione, la Società assoggetta in ogni caso annualmente a test di impairment l'asset della propria controllata che, nel corso del 2023, non ha evidenziato perdite di valore di carattere durevole.*

*Circa il maggior valore iscritto per la partecipazione in MF Next Equity rispetto alla quota parte del patrimonio netto della società, si osserva come la partecipata sia ancora in fase di avvio delle attività e che è in corso di ottenimento da Consob una nuova e più aggiornata autorizzazione ad operare, sulla base della direttiva europea sul crowdfunding e che, una volta ottenuta, ne aumenterà significativamente il valore. Peraltra, si rileva come siano in essere trattative con nuovi investitori interessati ad entrare nel capitale della società sulla base di una valutazione in linea con quella considerata in sede di sottoscrizione della partecipazione da parte di Milano Finanza Editori."*

Non vengono commentate le partecipazioni in Radio Classica e Yachting Class le quali hanno tuttavia una quota di partecipazione ed un valore di iscrizione residuale;

- **Crediti tributari** non correnti pari ad Euro 91.658, riguardano imposte anticipate sulle riprese temporanee relative all'esercizio 2023;
- **Rimanenze** pari ad Euro 56.097, sono interamente costituite dalla carta destinata alla produzione dei prodotti editoriali pubblicati dalla società;
- **Crediti commerciali** pari ad Euro 21.026.273 sono rappresentati da crediti verso clienti per Euro 21.026.273, di cui:
  - verso la controllante pari ad Euro 12.425.217;
  - verso la controllata per Euro 1.315;
  - Verso clienti terzi per Euro 8.666.852;
  - Fondi rischi e svalutazioni per Euro -67.111;

Tale posta, tramite la rettifica in appositi fondi, tiene conto sia del rischio di mancato incasso che del rischio legato potenziali ritardi nell'incasso degli stessi, sia attraverso lo stanziamento di un fondo svalutazione crediti, che di un fondo che tiene conto dell'attualizzazione dei flussi di cassa nell'ipotesi che si preveda che il credito possa essere incassato successivamente alla normale scadenza (time value), ciò in applicazione dei principi contabili;

- **Crediti finanziari** versi altri pari ad Euro 19.100;
- **Crediti tributari** pari ad Euro 861.403 (riclassificati tra gli Altri Crediti in modo coerente con il Business Plan);
- **Altri crediti pari** ad Euro 3.341.207;
- **Disponibilità liquide** pari ad Euro 144.594;
- **Patrimonio netto** pari ad Euro 2.731.722. Si riscontra che l'utile di esercizio 2023 è pari ad Euro 1.930.903 e le perdite legate al periodo COVID, sterilizzate, risultano essere completamente assorbite. Si segnala che in tale aggregato è presente una riserva in conto futuro aumento di capitale pari ad euro 490.000, relativo ad un versamento effettuato a tale titolo sul conto della Società, in data 24/10/2019 dal socio Marmora Srl. Si rende noto che la presenza di tale riserva non influenza sulla valutazione del sovrapprezzo e quindi dell'Equity Value;
- **Debiti finanziari non correnti** pari ad Euro 1.765.219, rappresenta l'attualizzazione dei pagamenti, per canoni minimi garantiti ,per tutta la durata del contratto di locazione. Per effetto delle variazioni intervenute nel corso del 2023, sul contratto di locazione, che hanno determinato una riduzione dell'importo dei canoni della durata dello stesso, ciò ha permesso alla Società di ottenere una variazione dei debiti finanziari non correnti per circa 7,9 milioni di Euro;
- **Debiti tributari non correnti** pari ad Euro 877.332 sono relativi alla quota dei piani di rateazione concordati scadenti oltre l'esercizio (riclassificati tra gli Altri Debiti in modo coerente con il Business Plan);
- **Fondi per rischi ed oneri** pari ad Euro 410.095, rappresentano la stima di passività potenziali per sanzioni e interessi calcolate sui debiti tributari e previdenziali scaduti alla fine dell'esercizio 2022 e destinati ad essere pagati nel corso degli esercizi successivi;
- **Trattamenti di fine rapporto** di lavoro subordinato pari ad Euro 267.904, questa somma è stata calcolata attraverso un procedimento attuariale, basata su ipotesi demografiche, che tiene conto in ordine al tasso di sconto che riflette il valore del denaro nel tempo, al tasso di inflazione e al livello delle retribuzioni e dei compensi futuri. Tale importo, così come è stato calcolato risulta essere, rispetto al valore che si sarebbe ottenuto attraverso l'applicazione della normativa sul lavoro e ai Principi Contabili nazionali, sottostimato per Euro 14.203;
- **Debiti finanziari correnti** pari ad Euro 1.209.986, rappresenta il debito per capitale, interessi ed oneri accessori maturati ed esigibili di natura finanziaria e legato alla gestione corrente. Tale aggregato risulta così articolato:
  - Debiti verso poste pari ad euro 125.631;

- Debiti per affidamenti bancari pari ad euro 104;
- Debiti finanziari su diritti d’uso da IFRS 16 pari ad euro 1.084.251. Tale posta rappresenta la quota parte dell’attualizzazione dei canoni d’affitto che andranno riaddebitati, per competenza, alle altre società del gruppo Class, per l’utilizzazione, da parte di ciascuna, degli spazi all’interno della sede di Milano;
- **Debiti Commerciali** sono pari ad Euro 20.415.819 di cui verso la controllante per Euro 3.690.130, in ogni caso riflettono principalmente debiti verso le società del Gruppo Class;
- **Debiti tributari** pari ad Euro 2.365.571, rappresentano debiti per imposte, per i quali, in parte, sono stati attivati piani di rateazione (riclassificati tra gli Altri Debiti in modo coerente con il Business Plan);
- **Altri debiti** pari ad Euro 3.259.253 rappresenta una posta eterogenea in cui sono presenti tra le poste maggiormente rilevanti:
  - Debiti verso istituti previdenziali, per i quali, in parte sono in corso piani di rateazione, pari ad Euro 702.340;
  - Debiti verso dipendenti e collaboratori pari ad Euro 32546;
  - Debiti verso dipendenti, per ratei 14ma e ferie, pari ad Euro 380.419;
  - Ratei passivi per rese da pervenire pari ad Euro 2.033.716 che scaturiscono dalla contabilizzazione delle rese sui venduti in edicola, non ancora rendicontati con estratto conto da parte del distributore unico MDIS alla data del 31 dicembre 2023;
  - le altre poste non rilevanti in termini di valore, pari ad Euro 110.232, sono rappresentate da: debiti vs. azionisti per dividendi Euro 79.339, Note spese da ricevere Euro 1.037, Ratei passivi diversi Euro 29.856.

Si riporta di seguito la tabella dello Stato Patrimoniale 2023

TAB 8 – STATO PATRIMONIALE 2023

STATO PATRIMONIALE	2023	
Immobilizzazioni immateriali	18.662	0%
Immobilizzazioni materiali	3.360.054	10%
Partecipazioni	4.383.853	13%
Crediti tributari	91.658	0%
<b>Attività non correnti</b>	<b>7.854.227</b>	<b>24%</b>
Rimanenze	56.097	0%
Crediti commerciali	21.026.273	63%
Crediti finanziari	19.100	0%
Crediti tributari	861.403	3%
Altri crediti	3.341.207	10%
Disponibilità liquide	144.594	0%
<b>Totale attività correnti</b>	<b>25.448.674</b>	<b>76%</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>33.302.901</b>	<b>100%</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.731.722</b>	<b>8%</b>
Debiti finanziari non correnti	1.765.219	5%
Debiti tributari	877.332	3%
F.do rischi e oneri	410.095	1%
TFR e altri fondi del pers.le	267.904	1%
<b>Totale passività non corrente</b>	<b>3.320.550</b>	<b>10%</b>
Debiti finanziari	1.209.986	4%
Debiti commerciali	20.415.819	61%
Debiti tributari	2.365.571	7%
Altri debiti	3.259.253	10%
<b>Totale passività corrente</b>	<b>27.250.629</b>	<b>82%</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>33.302.901</b>	<b>100%</b>



**Conto Economico**

- I ricavi ammontano complessivamente ad Euro 21.377.237, si riporta di seguito la tabella di dettaglio;

**TAB 9: RICAVI 2023**

<b>Ricavi</b>	<b>2023</b>
Pubblicazioni	2.469.889
Pubblicità e sponsorizzazioni	14.912.909
Verndita copie e abbonamenti	236.206
Vendita pubblicazioni tramite siti	2.155.560
Affitti e Facility	1.301.801
Altri ricavi dell'attività	300.872
<b>Totali</b>	<b>21.377.237</b>

- Altri ricavi e proventi pari ad Euro 1.955.636 dei quali si segnalano:

- le sopravvenienze attiva, ex provento straordinario, pari ad Euro 1.538.840, deriva principalmente dagli effetti prodotti dall'applicazione del principio IFRS 16 sulla rinegoziazione del contratto d'affitto degli immobili ad uso ufficio. Ciò ha dato luogo, attraverso il ricalcolo dell'attualizzazione del pagamento dei canoni minimi per tutta la durata del contatto, ad una riduzione del debito finanziario. Tale rettifica, ha comportato l'ernersione di una sopravvenienza attiva pari a circa 1,4 milioni di Euro;
- Contributi e sovvenzioni sono stati pari ad Euro 367.181, che rappresentano la stima dei contributi:
  - sui costi di acquisto carta per gli anni 2022 e 2023 per Euro 114.344;
  - sulle copie vendute per gli anni 2021 e 2022 per Euro 252.837;
  - altre poste residuali per Euro 49.615;
- Costi per acquisti pari ad Euro 733.647, sono relativi all'acquisto carta per Euro 606.418 e alle variazioni delle rimanenze finali pari ad Euro 127.229;
- Costi per servizi pari ad Euro 16.145.474, le voci principali sono rappresentate dai "Costi marketing e commerciali" pari ad Euro 4.704.261 e "Prestazioni di servizi Class Editori" per Euro 4.261.874. Si riporta di seguito la tabella di dettaglio;

**TAB 10: COSTI PER SERVIZI 2023**

<b>Costi per servizi</b>	<b>2023</b>
Costi di marketing e commerciali	4.704.261
Prestazioni di servizi soc. Gruppo	4.261.874
Prestazioni di servizi Class Editori	1.313.925
Costi di produzione	1.295.378
Costi di distribuzione	1.181.298
Spese generali	1.160.926
Costi redazionali	1.019.851
Costi di pubblicità/promozionali	913.459
Godimento beni di terzi	170.289
Manutenzioni	68.039
Consulenze fiscali e spese notarili	48.041
Organizzazione fiere e saloni	8.133
<b>Totali</b>	<b>16.145.474</b>

- **Costi per il personale** pari ad Euro 2.332.193 rappresenta la sommatoria delle voci che caratterizzano il costo del personale per l'azienda, e risulta essere così composta:
  - Costi retribuzioni pari ad Euro 1.705.179;
  - Costi contributi pari ad Euro 583.287;
  - Spese varie personale pari ad Euro 5.752;
  - Accantonamento TFR pari ad Euro 37.975;
- **Altri costi operativi** assommano complessivamente ad Euro 176.433. Le voci maggiormente significative sono rappresentate da:
  - Altre imposte pari ad Euro 56.688;
  - Sopravvenienze passive pari ad Euro 57.232;
  - Sopravvenienze passive mancati ricavi pari ad Euro 37.997;
  - Altre poste residuali complessivamente pari ad Euro 24.516;
- **Ammortamenti e svalutazioni** pari ad Euro 1.376.447, sono rappresentati principalmente dagli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali pari ad Euro 1.339.299 la cui voce preponderante, in quanto i cespiti aziendali risultano quasi pressoché ammortizzati, è rappresentata dall'ammortamento del diritto d'uso del fabbricato in locazione presso la sede di via Marco Burigozzo, 5 a Milano, contabilizzato secondo le regole del principio IFRS 16, pari ad Euro 1.298.779;
- **Le altre voci residuali**, complessivamente, pari ad Euro 37.149, sono costituite dalle seguenti poste:
  - Ammortamenti immobilizzazioni immateriali pari ad Euro 2.665;
  - Accantonamenti fondo rischi pari ad Euro 29.392;
  - Accantonamento fondo svalutazione crediti TUIR pari ad Euro 5.091;
- **Proventi e oneri finanziari** pari ad Euro 199.520 data dalla differenza tra:
  - Proventi finanziari pari ad Euro 11.439, rappresentati principalmente dagli:
    - Utili su cambi pari ad Euro 5.687;
    - Altri proventi finanziari pari ad Euro 2.284;
    - Interessi da Gruppo Class pari ad Euro 2.541;
    - Interessi bancari 927;
  - Oneri finanziari pari ad Euro 210.959 dei quali si segnalano come elementi maggiormente significativi:
    - Interessi passivi verso fornitori pari ad Euro 81.355;
    - Interessi passivi rateizzati pari ad Euro 59.174;
    - Interessi passivi Gruppo Class pari ad Euro 25.363;

- Interessi passivi v.so Class Editori pari ad Euro 23.770;
- Oneri finanziari TFR IAS pari ad Euro 10.285;
- Spese e commissioni bancarie pari ad Euro 8.372;
- Altre poste residuali per complessivi Euro 2.640;
- **Imposte sui redditi d'esercizio** pari ad Euro 438.256 di cui:
  - Ires dell'esercizio pari ad Euro 312.941;
  - Irap dell'esercizio pari ad Euro 119.468;

Si rende inoltre noto che la Società aderisce ai regimi:

- del consolidato fiscale nazionale della Controllante Class Editori S.p.A.;
- della liquidazione IVA di Gruppo Class della Controllante Class Editori.

Si riporta di seguito il Conto economico complessivo 2023.

**TAB 11: CONTO ECONOMICO 2023**

<b>Conto economico</b>		<b>2023</b>
Ricavi		21.377.237
Altri ricavi e proventi		1.955.636
<b>Totale ricavi</b>	<b>23.332.873</b>	<b>100%</b>
Costi per acquisti	-733.647	3%
Costi per servizi	-16.145.474	69%
Costi per il personale	-2.332.193	10%
Altri costi operativi	-176.433	1%
<b>Totale costi operativi</b>	<b>-19.387.747</b>	<b>83%</b>
<b>Margine operativo lordo - Ebitda</b>	<b>3.945.126</b>	<b>17%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	-1.376.447	
<b>Risultato operativo - Ebit</b>	<b>2.568.679</b>	<b>11%</b>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-199.520	1%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.369.159</b>	<b>10%</b>
Imposte	-438.256	2%
<b>Risultato netto</b>	<b>1.930.903</b>	<b>8%</b>
Proventi/(oneri) attuariali non transitati da conto ec.(IAS 19)	-1.819	
<b>Totale conto economico complessivo</b>	<b>1.929.084</b>	

Si riscontra, inoltre, che l'indebitamento finanziario netto o posizione finanziaria netta – PFN- ammonta ad Euro 2.811.511.

Si riporta di seguito la tabella riepilogativa

**TAB 12: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA 2023**

<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>2023</b>
Debiti finanziari verso terzi	2.975.205
Altri debiti finanziari	0
Cassa	-144.594
Crediti finanziari v.terzi	-19.100
<b>Totale</b>	<b>2.811.511</b>

## 7. Analisi primo trimestre 2024

La Società ha reso disponibili allo scrivente alcuni dati inerenti al primo trimestre 2024, non essendo disponibile un bilancio di verifica completo a tale data. Si è pertanto potuto analizzare l'andamento economico del primo trimestre confrontandolo con quello del 2023, e l'andamento della posizione finanziaria netta, confrontandola con quella a fine dicembre 2023.

### Analisi andamentale economica 1° trimestre 2024

Si riporta di seguito il conto economico consuntivo relativo al primo trimestre 2024 ed il confronto con il relativo budget estrapolato dal Business Plan (quale 1/4 dei valori annuali, pertanto tale valore non tiene in considerazioni di eventuali stagionalità del business).

**TAB 13: CONTO ECONOMICO 1° TRIMESTRE 2024 CONSUNTIVO VS BUDGET**

<b>Conto Economico</b>	<b>31/03/2024 (A)</b>	<b>31/03/2024P (B)</b>	<b>VAR (A-B)/A</b>
Ricavi	5.852	5.889	-0,63%
Altri ricavi e proventi	51	182	-256,86%
<b>Totale ricavi</b>	<b>5.903</b>	<b>6.071</b>	<b>+2,85%</b>
Costi per acquisti	-113	-155	-37,17%
Costi per servizi	-4.004	-4.041	-0,92%
Costi per il personale	-536	-658	-22,76%
Altri costi operativi	-20	-19	5,00%
<b>Totale costi operativi</b>	<b>-4.673</b>	<b>-4.872</b>	<b>-4,26%</b>
<b>Margine operativo lordo - Ebitda</b>	<b>1.230</b>	<b>1.200</b>	<b>-2,44%</b>
Ebitda %	21%	20%	5,14%
Proventi/(Oneri) non ordinari	-75		100,00%
Ammortamenti e svalutazioni	-336	-363	-8,04%
<b>Risultato operativo + Ebit</b>	<b>819</b>	<b>837</b>	<b>2,1</b>
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-50	-99	-98,00%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>769</b>	<b>738</b>	<b>-4,03%</b>

Dall'analisi del raffronto tra il primo trimestre a consuntivo e il primo trimestre previsionale si può riscontrare che:

- **I ricavi** totali sono complessivamente inferiore di circa il 2,85% rispetto ai dati di budget. Tale riduzione è dipesa principalmente dagli altri ricavi e proventi, mentre i ricavi della gestione caratteristica sono allineati ai dati di budget;
- **I costi operativi**, a consuntivo sono inferiori per circa il 4,26% rispetto ai dati di budget, ciò consente di recuperare i minori ricavi determinando un effetto complessivamente positivo sul margine;
- **Il Margine Operativo Lordo** a consuntivo è pari a circa il 21% dei ricavi totali rispetto a circa il 20% dei dati di budget;
- **Proventi/Oneri non ordinari** a consuntivo risultano essere stati rilevanti oneri straordinari mentre a budget tale posta non è stata stimata;
- **Gli ammortamenti e svalutazioni** non rilevano elementi degni di nota, in ogni caso si segnala la contrazione che gli ammortamenti a consuntivo risultano inferiori ai dati di budget per circa un 8%;
- **Proventi (oneri) finanziari netti**, a consuntivo sono circa la metà dei dati stimati;
- **Il risultato ante imposte**, a consuntivo mostra un risultato migliorativo di circa il 4% rispetto ai dati di budget.

Dall'analisi emerge che i dati a consuntivo sono sostanzialmente in linea con il risultato di budget.

#### **Analisi della posizione finanziaria netta al 1° trimestre 2024**

Si riporta di seguito il prospetto dell'indebitamento finanziario netto o posizione finanziaria netta, relativo al triennio 2021 e 2023 e primo trimestre 2024.

**TAB 14: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA**

Posizione finanziaria netta	2021	2022	2023	31/03/2024
Debiti finanziari verso terzi	18.578.768	11.246.004	2.975.205	2.729.570
Cassa	-8.600	-76.363	-144.594	-58.676
Crediti finanziari v.terzi	-276.668	-19.563	-19.100	-20.150
<b>Totale</b>	<b>18.293.500</b>	<b>11.150.078</b>	<b>2.811.511</b>	<b>2.650.743</b>

Dall'esame di tale prospetto emergono chiaramente gli effetti positivi della Manovra Finanziaria, divenuta operativa alla fine dell'esercizio 2022, i cui effetti, si sono prodotti a partire dall'esercizio 2023. Si riscontra pertanto, nel periodo esaminato, una riduzione dell'indebitamento finanziario netto di oltre 15 milioni di Euro.

Nel corso del primo trimestre 2024, si riscontra una diminuzione dei debiti finanziari vs terzi.

#### **8. Metodologie di valutazione**

La metodologia estimativa del capitale economico di un'azienda rappresenta l'insieme delle tecniche e degli strumenti attraverso cui si formula il giudizio di stima, ed è una procedura condizionata da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo che ne condizionano inevitabilmente il risultato. Perciò, il valore che si riscontrerà alla fine di questo processo razionale, logico e matematico deve essere considerato a tutti gli effetti

valido alla data in cui viene espresso, per le finalità secondo cui viene elaborato e in presenza di precise condizioni.

Il processo valutativo adottato tiene conto di diversi postulati quali quello della:

- razionalità: l'iter valutativo segue uno schema logico, ricostruibile basato su un fondamento teorico solido e rigoroso;
- obiettività: i dati utilizzati ai fini della valutazione sono da considerarsi certi e affidabili, in quanto fondati su criteri logici;
- neutralità: i rapporti tra analista e committente, sono da considerarsi a tutti gli effetti imparziali, intellettualmente "onesti" e liberi da conflitti di interesse;
- stabilità: nel senso che non si è tenuto conto di quei valori di natura straordinaria, sia da un punto di vista di logica contabile, sia in termini di caratteristiche strutturali del business.

I metodi valutativi suggeriti dalla dottrina possono essere ricondotti a due grandi categorie:

- a) metodi diretti o sintetici la cui valutazione viene effettuata in base ai prezzi di mercato di borsa o agli effettivi prezzi espressi dal mercato per azienda simili;
- b) i metodi indiretti che fondono i loro presupposti sul fatto che si giunge alla determinazione del valore del capitale economico attraverso la stima di grandezze stock, grandezze flusso o miste (flusso/stock).

I metodi diretti subiscono notevoli difficoltà applicative, associate a problemi di attendibilità del risultato ottenuto, sia per aziende quotate, che per le aziende che non lo sono. Ciò è dovuto al fatto che per le prime, la valorizzazione effettuata a prezzi di borsa tiene conto solo del flottante e non esprime, quindi, il valore della partecipazione di controllo, che per poter essere calcolato necessiterebbe di altre valutazioni o dovrebbe essere calcolato attraverso l'applicazione di un premio di maggioranza al valore del flottante in precedenza ottenuto.

Per le aziende non quotate l'applicazione dei metodi diretti implicherebbe che la valutazione venga effettuata tenendo conto dei prezzi pagati per aziende simili, il che diventa obiettivamente molto complicato e scarsamente attendibile, sia per le difficoltà intrinseche nell'entrare in possesso di tali informazioni, sia perché il prezzo di cessione è sempre frutto di negoziazioni tra le parti, oltre al fatto che le aziende possono essere simili ma ognuna di esse ha delle proprie peculiarità che non verrebbero in qualche modo valorizzate o solo in parte.

Per le sintetiche ragioni sopra esposte e per altre, qui volutamente non affrontate, in quanto ritenute meno significative, la dottrina e la prassi ritengono maggiormente attendibili i metodi indiretti, che possono essere ricondotti alle seguenti tipologie:

- 1) il metodo reddituale basato sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro;
- 2) il metodo patrimoniale basato sul valore patrimoniale corrente;
- 3) il metodo misto patrimoniale – reddituale e metodo Economic Profit basato sull'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali;



- 4) il metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF – Discounted Cash Flow conosciuti anche come metodo finanziario che si basa sul ritorno atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è attualmente in grado di generare nel futuro, dal momento attuale fino alla sua completa liquidazione.

### 8.a Metodo Reddituale

Il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (Equity Value) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. La formula comunemente adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime come segue:

$$\text{Equity Valute} = R/i$$

dove:

R = reddito netto medio - normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

La definizione quantitativa del reddito medio normale atteso si può delineare attraverso le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati consuntivi ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi unitari, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali oppure di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

La scelta del tasso di capitalizzazione è un aspetto centrale di questo procedimento.

Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso – opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

In alternativa, secondo il metodo reddituale nella versione cosiddetta "unlevered", il valore di un'azienda deriva dai redditi operativi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. In altre parole, il valore attribuibile al capitale investito operativo dell'impresa (Enterprise Value) si suppone formato dalla serie dei valori attuali dei redditi operativi futuri dell'impresa, netti del carico fiscale.

Il valore complessivo ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non

operative ("Surplus Assets") ottenendo così il valore del capitale economico ("Equity Value").

### **8.b Metodi patrimoniali**

Il metodo patrimoniale può essere a sua volta suddiviso nelle tre seguenti metodologie valutative:

- i) il metodo patrimoniale semplice;
- ii) il metodo patrimoniale complesso;
- iii) il metodo misto patrimoniale reddituale.

#### **8b.i Il metodo patrimoniale semplice**

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio della sommatoria algebrica, a valori correnti, dei singoli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'azienda.

L'attenzione deve essere posta sugli assets da valutare: mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono differenzialmente trattati, in quanto sono presi in considerazione gli elementi attivi dotati di materialità, mentre atteggiamenti diversi si riscontrano nei confronti dei beni immateriali.

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio, così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate quantomeno le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire eventuali minusvalenze/plusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

#### **8b.ii Il metodo patrimoniale complesso**

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili, quali la tecnologia, la formazione del personale ed il know how, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela, abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e, quindi, è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.



### **8b.iii Il metodo misto patrimoniale – reddituale**

Un metodo diffuso di stima per aziende o i rami (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill o avviamento. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto equity side):

$$\text{Equity Value} = K + \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - r \times K)}{(1 + k_e)^i}$$

Dove:

K = capitale netto rettificato

Ke = costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra – reddito)

R = reddito netto atteso per il futuro;

r = tasso di rendimento normale del tipo d'investimento considerato;

n= numero definito e limitato di anni

### **8.c Metodo finanziario**

Il metodo finanziario stima il valore dell'azienda, in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore, in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow – DCF) si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- i. flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- ii. valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio unlevered), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (Enterprise Value), i flussi di cassa

considerati sono i Free Cash Flow operativi (FCF), i quali vengono scontati secondo il tasso di attualizzazione WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione ottenendo così il valore del capitale economico (Equity Value).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFi}{(1+WACC)^i} + TV - PFN$$

Dove:

FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

n = periodo di previsione esplicita;

TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;

PFN = Posizione finanziaria netta, la quale esprime il valore della differenza tra la corrispondente posizione debitoria e la liquidità immediata.

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital – WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali. Il WACC è calcolato sulla base della formula indicata nella seguente tabella.

**TAB 15: FORMULA DI CALCOLO DEL WACC**

**Calcolo del WACC**

Il fattore di sconto è determinato ipotizzando che i flussi manifestino a metà di ogni anno

Il tasso di sconto è calcolato con la seguente formula:

$$WACC = C * (1-t) * D + K_e * E$$

Dove:

C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale

t = aliquota marginale d'imposta

D = percentuale di debito nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame (100% - E)

E = percentuale di capitale nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame

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

R<sub>f</sub> = rendimento delle attività senza rischio

R<sub>m</sub> = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli rischiosi

**β = fattore di rischio specifico dell'attività in esame**

**T = tasso di sconto (WACC)**

## 9. Scelta del metodo di valutazione

La scelta del metodo di valutazione più congruo da utilizzare è necessariamente condizionata dall'oggetto della valutazione, dalla normativa di riferimento e dalla finalità della Valutazione.

L'art. 2431 del c.c. definisce il sovrapprezzo l'eccedenza del prezzo di emissione rispetto al valore nominale ed ha lo scopo di non alterare i diritti amministrativi e patrimoniali dei soci esistenti.

La dottrina maggioritaria ritiene che il sovrapprezzo rappresenti il valore di avviamento proprio della società, ovvero il plusvalore risultante dalla differenza tra valore di libro e valore di mercato della stessa.

Il Codice Civile non detta un criterio prestabilito per la valutazione del valore di mercato dell'azienda. La prassi, per tale tipo di valutazione, tende a far riferimento ai dettami riportati nel primo comma dell'art. 2437-ter in tema di recesso del socio, ovvero, il valore è determinato "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". Alla luce di queste considerazioni, la dottrina propende, quindi, a valutare il valore del capitale economico facendo riferimento al patrimonio netto rettificato e alle prospettive reddituali dell'azienda.

Ciò posto, l'individuazione della metodologia valutativa è lasciata alla libera discrezionalità dell'esperto in relazione alle caratteristiche della società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In questo contesto, la Perizia deve determinare l'Equity Value delle Società finalizzato alla quantificazione del valore del sovrapprezzo in una potenziale operazione di aumento di capitale da eseguirsi mediante conferimenti in natura. Sulla base di queste condizioni la generale prassi valutativa ritiene che sia necessario adottare metodi omogenei che consentano di verificare i criteri applicati.

Questa logica restringe fortemente il campo delle metodologie da utilizzare. Infatti, alcuni criteri, come quello suggerito dalla dottrina civilistica - metodo misto patrimoniale-reddituale- non è applicabile a tale contesto, in quanto, non solo non è stata messa a disposizione dello scrivente una perizia aggiornata dei valori mobiliari e immobiliari, ma in virtù delle caratteristiche delle Società e del mercato di riferimento non offrirebbe sufficienti garanzie in termini di omogeneità e comparabilità del risultato finale. Inoltre, oltre a ciò, l'Esperto, nella sua scelta, deve muoversi in un contesto di ragionevole certezza, ovvero deve poter contare su una base dati che ritiene, benché oggetto di verifiche, "attendibile" e comparabile.

Lo scrivente, essendo stato posto nelle condizioni di poter prendere in considerazione ai fini della Valutazione il Business Plan messo a disposizione dalla Società, ed essendo questa base dati, utilizzata, in modo sistematico, dalla stessa Società e per diverse finalità tra cui la Manovra Finanziaria (in occasione della quale il Business Plan è stato oggetto di independent business review ed asseverazione), ed anche per l'elaborazione dell'impairment test richiesto per la predisposizione del bilancio consolidato della Controllante, ha ritenuto, anche in astratto, che le informazioni in esso contenute fossero in grado di permettere di ottenere un risultato di Perizia attendibile e numericamente riscontrato nel processo logico. Inoltre, data la presenza della società di revisione tenuta a

vigilare sulla correttezza delle elaborazioni svolte in sede di redazione del bilancio annuale, e in virtù del fatto che tale base dati costituisce, per così dire, le fondamenta del metodo, che meglio di altri, in virtù della finalità della Perizia, delle caratteristiche proprie della Società e del mercato di riferimento è in grado di fornire dati credibili, confrontabili, affidabili, coerenti, efficienti e continui, ritiene che il metodo più idoneo da utilizzare ai fini della Perizia sia quello che mette in correlazione il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi di cassa adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Il metodo di valutazione ritenuto dalla prassi, dalla dottrina e dai principi contabili internazionali IAS/IFRS più corretto, in un contesto di questo tipo, è il metodo finanziario noto come Discounted Cash Flow.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia valutativa, si procederà pertanto nel modo seguente:

- individuazione dei Free Cash Flow derivanti dal business plan della Società dalla stessa predisposto;
- determinazione del tasso di sconto WACC;
- attualizzazione dei Free Cash Flow della Società per un periodo temporale fino al 2027;
- determinazione del terminal value della Società;
- individuazione della PFN della Società al 31/12/2023;
- valutazione della Società quale sommatoria dei flussi attualizzati, del Terminal Value, e della PFN.

## 10. Determinazione del tasso di attualizzazione (WACC)

Al fine di attualizzare i free cash flow della Società si è proceduto a determinare il tasso di attualizzazione (WACC), a tal fine lo scrivente ha utilizzato i dati rinvenienti dalla banca dati elaborata dal Prof. Damodaran\* che risulta ampiamente utilizzata per prassi valutative, in quanto consente di eseguire un'analisi per industria di appartenenza nonché per area geografica. Nell'analisi in questione, pertanto sono stati presi a riferimento i dati pubblicati a gennaio 2024 (informazioni più recenti disponibili) per le aziende Europee appartenenti al settore Publishing and Newspapers (settore nel quale viene inclusa anche la Controllante).

---

\*Aswath Damodaran è professore di finanza presso la Stern School of Business della New York University, dove insegna finanza aziendale e valutazione azionaria. È noto e famoso come autore di numerosi testi accademici ampiamente utilizzati in materia di valutazione, finanza aziendale e gestione degli investimenti. Damodaran è ampiamente citato in materia di valutazione, con "una grande reputazione come insegnante e autorità". È anche ampiamente pubblicato su importanti riviste di finanza, tra cui The Journal of Financial e Quantitative Analysis, The Journal of Finance, The Journal of Financial Economics e Review of Financial Studies. Damodaran ha realizzato una banca dati costantemente aggiornata ampiamente utilizzata per le valutazioni.



Sulla base di tali informazioni è stato possibile stimare il tasso WACC che ammonta a circa l'8,4% come indicato nella tabella successiva. In particolare, tale tasso di attualizzazione è stato determinato sulla base dei seguenti elementi:

- i. un costo del denaro di mercato stimato pari al 5%
- ii. un'aliquota di imposta pari al 24%, corrispondente all'aliquota IRES
- iii. un rapporto tra Debito ed Equity del 25% (e quindi Debito 20% Equity 80%)
- iv. un fattore  $\beta$  pari a circa 0,8 (reperito dalla banca dati redatta dal prof. Damodaran\*)
- v. un rendimento delle attività prive di rischio pari al 3,5% (quale media del tasso di interesse per l'esercizio 2023 dei titoli di stato pluriennali italiani – Fonte MEF)
- vi. un rendimento atteso per un portafoglio di titoli rischiosi pari al 7,0% (corrispondente alla media tra i dati reperiti dalla banca dati redatta dal prof. Damodaran\* e la rendita media del 2023 dei principali titoli azionari italiani)
- vii. il Firm Specific Risk Premium (FSRP) pari al 3,3% quale sommatoria del rischio paese, di rischi generali legati all'attuale contesto geopolitico internazionale, ed a rischi specifici del business e quale elemento di ponderazione delle previsioni di Business Plan.

**TAB 16: CALCOLO TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DELLA SOCIETA' METODO DEL WACC**

**Calcolo del WACC**

Il fattore di sconto è determinato ipotizzando che i flussi manifestino a metà di ogni anno

Il tasso di sconto è calcolato con la seguente formula:

$$WACC = C * (1-t) * D + Ke * E$$

Dove:

C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella

Ideale

5,0%

t = aliquota marginale d'imposta

24,0%

D = percentuale di debito nella struttura finanziaria  
ideale dell'impresa in esame (100% - E)

20,0%

E = percentuale di capitale nella struttura finanziaria  
ideale dell'impresa in esame

80,0%

**Ke = Rf +  $\beta$  x (Rm - Rf) + FSRP**

9,5%

FSRP = Firm Specific Risk Premium premio aggiuntivo

3,3%

Rf = rendimento delle attività senza rischio

3,5%

Rm = rendimento teorico di mercato atteso da un  
portafoglio di titoli rischiosi

7,0%

$\beta$  = fattore di rischio specifico dell'attività in esame

0,8

**T = tasso di sconto (WACC)**

8,4%

La metodologia utilizzata è rappresentata in precedenza ai fini del calcolo del tasso WACC è stata raffrontata con la metodologia ed i relativi risultati indicati nella Relazione WACC. Da tale analisi è emerso che nella Relazione WACC il calcolo dell'indice Ke è stato determinato tramite l'utilizzo di dati diversi, dovuto principalmente all'utilizzo di una diversa banca dati rispetto quella utilizzata dallo scrivente in questa sede. La diversa imputazione di altre determinanti del tasso WACC, fanno tuttavia sostanzialmente collimare il risultato finale del tasso di sconto determinato dallo scrivente con quello calcolato nella Relazione WACC.

## 11. Business Plan della Società

Si riportano di seguito le tabelle economico e patrimoniali consuntive 2023 e del Business Plan relativo al quadriennio 2024 – 2027 elaborato dalla Società, utilizzato quale base per l'elaborazione della Valutazione della Società e quindi del suo Equity Value.

Le informazioni inerenti il 2023, sono state riclassificate in modo coerente rispetto al Business Plan, affinché la rilevazione dei flussi di cassa 2024 di Business Plan risultasse allineata con l'effettiva movimentazione delle poste patrimoniali tra gli esercizi 2023 e 2024, ed in modo che vi sia corrispondenza nelle previsioni di incassi/pagamenti rilevate tra i flussi unlevered (FCFF), ed i flussi levered, così da fornire una corretta rappresentazione ai fini della Valutazione. A tal proposito si segnalano in particolare:

- che l'ammontare delle partecipazioni viene riclassificato, spostando il valore della partecipazione nella Controllata tra le immobilizzazioni immateriali, inoltre il relativo valore viene rettificato per risultare corrispondente al valore delle testate di proprietà così come considerato nel Business Plan;
- una rettifica di modesto ammontare all'ammontare del capitale circolante netto, al fine di renderlo coerente con i dati di Business Plan;
- tali rettifiche alle partecipazioni ed al capitale circolante netto, comportano una pari rettifica all'ammontare delle riserve (comprese nella voce di patrimonio netto).

La Società ha rappresentato allo scrivente che il Business Plan considera una crescita più contenuta nei primi due anni di piano rispetto a quanto originariamente approvato dalla Società, in considerazione anche del mutato contesto geopolitico, che viene recuperata negli ultimi due anni di previsione, i quali hanno quindi un tasso di crescita maggiore rispetto al piano originario. Lo scrivente ha ritenuto opportuno prendere in considerazione ai fini della Valutazione, il Business Plan aggiornato fornito dalla Società, senza entrare nel merito delle relative assumption e metodologia di redazione, in quanto attività non rientrante nell'ambito dell'incarico conferitogli.

Dall'analisi del Business Plan, si evidenzia un incremento dei ricavi con un conseguente miglioramento progressivo dell'Ebitda. A livello patrimoniale si evidenzia:

- i. un decremento delle immobilizzazioni materiali per effetto di ammortamenti e svalutazioni;
- ii. un incremento del capitale circolante netto derivante principalmente dall'incremento degli altri crediti;
- iii. un azzeramento dei debiti finanziari verso terzi al 2026 (debiti che fanno riferimento all'applicazione del principio IFRS 16);
- iv. un progressivo incremento dei crediti finanziari.

TAB 17: CONTO ECONOMICO E STATO PATRIMONIALE PREVISIONALE DELLA SOCIETA'

Dati in migliaia di Euro	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>BP MILANO FINANZA - CI</b>					
Ricavi Terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
<b>Totale ricavi</b>	<b>21.794</b>	<b>24.285</b>	<b>25.932</b>	<b>28.164</b>	<b>29.427</b>
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.163	-16.844	-17.742	-18.388
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
<b>Totale costi</b>	<b>-19.286</b>	<b>-19.487</b>	<b>-20.542</b>	<b>-21.703</b>	<b>-22.392</b>
<b>Ebitda</b>	<b>2.508</b>	<b>4.798</b>	<b>5.389</b>	<b>6.461</b>	<b>7.036</b>
Ebitda %	11,5%	19,6%	20,8%	22,9%	23,9%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.369</b>	<b>2.952</b>	<b>3.691</b>	<b>5.540</b>	<b>6.890</b>
Imposte	-438	-872	-1.078	-1.593	-1.967
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.931</b>	<b>2.080</b>	<b>2.613</b>	<b>3.947</b>	<b>4.923</b>

Dati in migliaia di Euro	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>BP MILANO FINANZA - SP</b>					
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>7.048</b>	<b>5.683</b>	<b>4.366</b>	<b>3.702</b>	<b>3.691</b>
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
Crediti verso clienti	21.089	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
<b>Totale CCN</b>	<b>-1.503</b>	<b>-454</b>	<b>378</b>	<b>736</b>	<b>951</b>
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
<b>Totale fondi</b>	<b>-678</b>	<b>-817</b>	<b>-978</b>	<b>-1.153</b>	<b>-1.332</b>
<b>Totale capitale investito netto</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.285</b>	<b>3.310</b>
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.844	6.457
Utile portato a nuovo	-63	1.932	2.080	2.613	3.947
Utile d'esercizio	1.931	2.080	2.613	3.947	4.923
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.056</b>	<b>4.136</b>	<b>6.749</b>	<b>10.696</b>	<b>15.619</b>
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-472	-1.567	-2.395	-4.295
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>2.812</b>	<b>276</b>	<b>-2.983</b>	<b>-7.411</b>	<b>-12.310</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.285</b>	<b>3.310</b>

La Società ha proceduto alla elaborazione dei flussi di cassa prospettici conseguenti all'evoluzione del conto economico ed alla movimentazione dello stato patrimoniale di Business Plan, i quali sono stati suddivisi tra flussi unlevered (FCFF), i quali saranno utilizzati alla base della Valutazione con il metodo del Discounted Cash Flow, ed i flussi levered complessivi, come riportato nella seguente tabella.

**TAB 18: CALCOLO FLUSSI DI CASSA**

Dati in migliaia di Euro	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>Flussi di cassa</b>					
Ebitda	<b>4.798</b>	<b>5.389</b>	<b>6.461</b>	<b>7.036</b>	
Imposte	-872	-1.078	-1.593	-1.967	
CAPEX	-85	-116	-116	-116	
Variazione Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0	0	
Variazione CCN	-1.049	-832	-358	-215	
Proventi/(Oneri) non ordinari	0	0	0	0	
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF)</b>	<b>2.792</b>	<b>3.364</b>	<b>4.394</b>	<b>4.738</b>	
Variazione fondi	139	160	175	179	
Variazione PN	0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-396	-264	-141	-19	
Variazione crediti finanziari	-999	-999	-2.999	-2.999	
Rimborso debito	-1.209	-1.165	-601	0	
<b>Flusso di cassa netto levered</b>	<b>327</b>	<b>1.095</b>	<b>829</b>	<b>1.899</b>	
Cassa	145	472	1.567	2.395	4.295

## 12. Valutazione della Società

Il flusso di cassa unlevered (FCFF) è stato rettificato per l'ammontare dei costi inerenti all'applicazione del principio IFRS 16, e pertanto si è successivamente proceduto a rettificare in modo coerente la posizione finanziaria netta, non essendo tali valori un effettivo debito, ma la contabilizzazione di un debito inerente contratti a valenza pluriennale e riferiti in particolare all'affitto della immobile presso ci ha sede la Società.

Ai fini della Valutazione dell'Equity Value della Società, si è proceduto ad attualizzare i flussi di cassa unlevered rettificati. Il tasso di attualizzazione utilizzato è stato calcolato attraverso la formula  $1/(1+WACC)$  al tempo  $t$  sulla base del tasso WACC pari a circa l'8,4% così come calcolato nella seguente tabella ove si riporta il procedimento di attualizzazione dei flussi di cassa unlevered, il cui valore cumulato complessivo del periodo in considerazione ammonta a circa 9,1 milioni di Euro.

**TAB 19: ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA**

Dati in migliaia di Euro	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Attualizzazione flussi di cassa</b>					
<b>metodo del DCF</b>					
Flusso di cassa unlevered (FCFF) con applicazione IFRS16	<b>2.792</b>	<b>3.364</b>	<b>4.394</b>	<b>4.738</b>	
Rettifica IFRS 16	-1.100	-1.100	-1.100	-1.100	
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF) in rettifica al principio IFRS16</b>	<b>1.692</b>	<b>2.264</b>	<b>3.294</b>	<b>3.638</b>	
Tempo	0,5	1,5	2,5	3,5	
Fattore di sconto	0,96	0,89	0,82	0,76	
Flusso di cassa annuo scontato	1.625	2.007	2.696	2.748	
<b>Flusso di cassa annuo scontato e cumulato</b>	<b>1.625</b>	<b>3.632</b>	<b>6.328</b>	<b>9.076</b>	

Successivamente al calcolo dei flussi di cassa unlevered si è proceduto a calcolare il valore terminale della Società, che non è altro che il valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte temporale considerato nel business plan ed oggetto di attualizzazione dei flussi di cassa unlevered.



A tal fine si è dapprima proceduto a normalizzare il flusso di cassa unlevered eseguendo una media dei valori degli ultimi 3 anni del Business Plan, e rettificando le variazioni del capitale circolante netto, come illustrato nelle precedenti tabelle. In tale scenario si è inoltre stimato l'impatto economico (pari a circa 1,1 milioni di Euro) dei contratti pluriennali in rettifica del principio IFRS 16, ipotizzando (in modo coerente con le assumption di Business Plan) il rinnovo di tali contratti in scadenza nel 2026. Determinando così un flusso di cassa unlevered rettificato e normalizzato da utilizzarsi ai fini del calcolo del terminal value pari a circa 3,5 milioni di Euro, come determinato nella seguente tabella.

**TAB 20: DETERMINAZIONE DEL FLUSSO DI CASSA NORMALIZZATO AI FINI DEL CALCOLO DEL TERMINAL VALUE**

*Dati in migliaia di Euro*

<b>Normalizzazione del flusso di cassa ai fini del valore terminale</b>		<b>Terminal Value</b>
Ebitda		<b>6.295</b>
Variazione fondi		0
Imposte		-1.546
CAPEX		-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0
Variazione CCN		0
Variazione CCN Intercompany		0
Proventi/(Oneri) non ordinari		0
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF)</b>		<b>4.633</b>
Rettifica IFRS 16		-1.100
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF) in rettifica al principio IFRS16</b>		<b>3.533</b>

Si è successivamente ipotizzata una crescita dei flussi di cassa unlevered successivi all'orizzonte temporale considerato nel business plan ad un tasso (g) pari a 1,5% (valore prudentiale rispetto le ipotesi di Business Plan che prevedono una crescita annuale aggregata -CAGR- dei ricavi di circa il 9% e dei flussi di cassa unlevered di circa il 19%, e coerente con le proiezioni di crescita del mercato). Si è pertanto proceduto ad attualizzare il flusso di cassa unlevered normalizzato e rettificato calcolato ai fini dell'elaborazione del terminal value applicando la formula della rendita perpetua FCF/r, dove (r) rappresenta il tasso di sconto WACC pari a circa l'8,4%. Si è quindi ottenuto un valore del Terminal Value pari a circa 52,3 milioni di Euro, il quale è stato a sua volta attualizzato al tempo zero, determinando un ammontare del Terminal Value attualizzato di circa 39,5 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

**TAB 21: CALCOLO DEL VALORE TERMINALE**

<i>Dati in migliaia di Euro</i>		<b>Terminal Value</b>
<b>Calcolo del valore terminale</b>		
Il valore terminale è determinato con riferimento a una data posteriore di sei mesi al termine dell'orizzonte di previsione		
La formula utilizzata, che presuppone una crescita a tassi costanti dei flussi di cassa generati dall'impresa, è:		
$VT = F (1+G) / (T - G)$		
<b>F = flusso di cassa a regime (media ultimi 3 anni Piano)</b>		<b>3.533</b>
T = tasso di sconto (WACC)		8,4%
G = tasso di crescita dei flussi		1,5%
<b>VT = valore terminale</b>		<b>52.353</b>
Fattore di sconto VT		0,76
<b>VT attualizzato</b>		<b>39.540</b>

L'Enterprise Value della Società ammonta quindi a circa 48,6 milioni di Euro quale sommatoria dell'attualizzazione dei flussi di cassa considerati nel business plan e pari a circa 9,1 milioni di Euro, e del Terminal Value attualizzato pari a circa 39,5 milioni di Euro.

**TAB. 22: DETERMINAZIONE DELL'ENTERPRISE VALUE**

<i>Dati in migliaia di Euro</i>		<b>EV</b>
<b>Determinazione dell'Enterprise Value</b>		
Flussi di cassa annuali scontati e cumulati 2024-2027		9.076
Valore Terminale attualizzato al 2024		39.540
<b>Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)</b>		<b>48.616</b>

Ai fini del calcolo dell'Equity Value si è proceduto a detrarre dall'Enterprise Value, la posizione finanziaria netta della Società pari a circa 2,8 milioni di Euro, che è stata rettificata prudenzialmente in incremento per l'importo del debito per TFR, dei debiti fiscali scaduti, e degli altri debiti finanziari, ed in decremento per il debito derivante dai contratti pluriennali e quindi in rettifica del principio IFRS 16 determinando quindi un ammontare della posizione finanziaria netta rettificata pari a circa 3,5 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella

**TAB. 23: CALCOLO POSIZIONE FINANZIARIA NETTA RETTIFICATA**

<i>Dati in migliaia di Euro</i>	
<b>Rettifiche alla posizione finanziaria netta</b>	
<b>PFN 2023</b>	<b>2.812</b>
Fondo TFR	268
Debiti fiscali scaduti + altri debiti finanziari	3.322
Rettifica IFRS 16	-2.849
<b>PFN rettificata</b>	<b>3.552</b>

Conseguentemente si è ottenuto un ammontare dell'Equity Value della Società pari a circa 45,1 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

TAB. 24: VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

<i>Dati in migliaia di Euro</i>		
<b>Valutazione metodo del DCF</b>		<b>Equity Value</b>
Flussi di cassa annui scontati e cumulati 2024-2027		9.076
Valore Terminale attualizzato al 2024		39.540
<b>Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)</b>		<b>48.616</b>
<b>PFN rettificata</b>		<b>3.552</b>
<b>Equity Value</b>		<b>45.063</b>

Le informazioni utilizzate alla base della Valutazione considerano dati prospettici basati su ipotesi di eventi futuri recepiti nel Business Plan, caratterizzati da elementi di stima e di incertezza che potrebbero comportare il rischio che gli eventi previsti non si verifichino o che si verifichino in misura e in tempi diversi da quelli ipotizzati, oppure che si manifestino, per contro, eventi non prevedibili al momento in cui è stata fatta la presente Valutazione, sono inoltre presi in considerazione tassi di mercato, che seppur accurati, presentano elementi di incertezza; pertanto eventuali variazioni di mercato, variazioni del contesto geopolitico, ovvero più in generale variazioni del contesto di riferimento in cui opera la Società ed il Gruppo Class, potrebbero avere impatti -anche significativi- sulle previsioni di Business Plan, nonché sui tassi utilizzati alla base della Valutazione, e comportare pertanto degli impatti sul valore risultante dalla Valutazione.

Il valore del capitale economico (Equity Value) discendente dalla valutazione con il metodo del DCF ammonta a circa 45,1 milioni di Euro. A tale valore va aggiunto il valore dei così detti "surplus assets" ovvero quelle attività detenute della società oggetto di valutazione, ma che non contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa considerati alla base del modello di valutazione con il DCF (quali ad esempio immobili di proprietà non utilizzati in proprio e non affittati a terzi, ma che rappresentano un valore). Nel caso di specie, il surplus asset potrebbe essere rappresentato dalle Partecipazioni, a tal proposito si rileva che la partecipazione maggiormente rilevante è quella detenuta nella Controllata, la quale tuttavia non avendo un'attività operativa, non genera neanche flussi di cassa, in quanto detiene in modo statico i marchi MF e Milano Finanza, i quali sono utilizzati invece dalla Società per la generazione dei propri ricavi. La Controllata, quindi, non sviluppa un business proprio ed indipendente da valutare, e non rappresenta neanche un surplus asset in quanto i marchi di sua proprietà sono già utilizzati nell'ambito del business della Società e quindi la relativa valorizzazione rientra nel perimetro del Business Plan utilizzato alla base della Valutazione. Le altre Partecipazioni hanno un valore residuale (sia per loro volume di business, sia per la quota di partecipazioni di possesso), e pertanto -anche ai fini prudenziali- non risulta opportuno valorizzarle come un surplus asset.

Per quanto riguarda la partecipata MF Next Equity si segnala che al termine delle attività di sviluppo che consentirebbero l'avvio delle attività operative, tale partecipata, potrà generare un valore incrementale che impatterebbe positivamente sul valore dell'Enterprise Value della Società. La Società riporta infatti nel suo bilancio d'esercizio: "si osserva come

*la partecipata sia ancora in fase di avvio delle attività e che è in corso di ottenimento da Consob una nuova e più aggiornata autorizzazione ad operare, sulla base della direttiva europea sul crowdfunding e che, una volta ottenuta, ne aumenterà significativamente il valore."*

### 13. Il metodo di controllo – metodo dei multipli

Al fine di verificare la correttezza della Valutazione, è prassi verificare la coerenza del valore determinato dalla metodologia prescelta (in questo caso il DCF) con un metodo di controllo, per il quale si è scelto di utilizzare il metodo dei multipli dell'Ebitda.

Si è pertanto proceduto dapprima a selezionare il multiplo, per il quale si è preso a riferimento il valore individuato dalla banca dati elaborata dal prof. Damodaran\* per il settore Publishing & Newspaper per il mercato Europeo (lo stesso settore utilizzato per il fattore  $\beta$  nel calcolo del WACC) che evidenzia un moltiplicatore pari a 9,67x. Successivamente si è provveduto a determinare l'Ebitda a regime come media degli Ebitda degli ultimi 3 anni del Business Plan (stessa metodologia utilizzata per il flusso di cassa utilizzati al fine del calcolo del Terminal Value), ed a detrarre i costi relativi all'impatto economico (pari a circa 1,1 milioni di Euro) dei contratti pluriennali in rettifica quindi al principio IFRS 16. Tali elementi determinano un Enterprise Value di circa 50,2 milioni di Euro. Ai fini del calcolo dell'Equity Value si è proceduto a detrarre dall'Enterprise Value, la posizione finanziaria netta rettificata pari a circa 3,5 milioni di Euro come precedentemente calcolata ai fini della Valutazione con il metodo del DCF.

Si è quindi ottenuto un ammontare dell'Equity Value della pari a circa 46,7 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

TAB. 25: METODO DI CONTROLLO - VALUTAZIONE CON IL METODO DEI MULTIPLI DELL'EBITDA

Dati in migliaia di Euro	
<b>Valutazione metodo dei multipli</b>	
Ebitda a regime (media ultimi 3 anni Piano)	6.295
Rettifica IFRS 16	-1.100
<b>Ebitda 2023 (in rettificata al principio IFRS16)</b>	<b>5.195</b>
Multiplo EV/Ebitda (Publishing & Newspaper Europe)	9,7
<b>Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)</b>	<b>50.237</b>
<b>PFN rettificata</b>	<b>3.552</b>
<b>Equity Value</b>	<b>46.685</b>

Il raffronto con il metodo di valutazione prescelto (il DCF) evidenzia un valore coerente seppur marginalmente maggiore, confermando quindi la correttezza e coerenza del metodo di valutazione prescelto.



## 14. Analisi di sensitività e stress test

Al fine di rappresentare gli impatti sulla Valutazione al variare di alcuni fattori sono state eseguite le seguenti analisi:

- a) Stress test del Business Plan;
- b) Analisi di sensitività al tasso WACC;
- c) Analisi di sensitività al multiplo dell'Ebitda.

### 14.a Stress test del Business Plan

È stato eseguito uno stress test sul Business Plan con impatto sia economico che patrimoniale, i quali hanno entrambi impatto sui flussi di cassa.

#### 14.a.i Lo stress test economico

L'analisi ha riguardato:

1. un decremento del fatturato, ed una proporzionale riduzione dei costi per servizi esterni, in quanto si ritiene possa essere direttamente correlato all'andamento del fatturato;
2. un incremento del costo per servizi esterni in quanto rappresenta la voce di costo maggiormente rilevante e per la quale nel periodo di previsione è prevista una progressiva minor incidenza percentuale (probabilmente a seguito di economie di scala).

Non si è ritenuto necessario eseguire delle analisi di stress sulle altre voci di costo in quanto l'unica altra voce di costo significativa riguarda il costo del personale per il quale nel Business Plan si prevede già un iniziale incremento ed una sua successiva sostanziale stabilizzazione.

#### 1. Stress test sui ricavi

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce dei ricavi da terzi, con una progressiva riduzione fino al 3% rispetto alle previsioni di Business Plan.

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.

TAB. 26: STRESS TEST SUI RICAVI

	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>BP MILANO FINANZA - CE</b>					
Sensitivity		-1,5%	-2,0%	-3,0%	-3,0%
Ricavi terzi	21.377	23.203	24.698	26.612	27.837
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
<b>Totale ricavi</b>	<b>21.794</b>	<b>23.932</b>	<b>25.428</b>	<b>27.341</b>	<b>28.566</b>
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
Sensitivity		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costi per servizi esterni	-16.145	-15.928	-16.517	-17.224	-17.830
Sensitivity		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
<b>Totale costi</b>	<b>-19.286</b>	<b>-19.252</b>	<b>-20.215</b>	<b>-21.185</b>	<b>-21.854</b>
Ebitda	2.508	4.679	5.213	6.156	6.713
Ebitda %	11,5%	19,6%	20,3%	22,3%	23,5%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
<b>Risultato ante Imposte</b>	<b>2.369</b>	<b>2.833</b>	<b>3.514</b>	<b>5.235</b>	<b>6.567</b>
Imposte	-438	-837	-1.026	-1.506	-1.874
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.931</b>	<b>1.997</b>	<b>2.488</b>	<b>3.730</b>	<b>4.693</b>

	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>BP MILANO FINANZA - SP</b>					
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.152
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>7.048</b>	<b>5.603</b>	<b>4.366</b>	<b>3.702</b>	<b>3.691</b>
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
Sensitivity gg Incasso		0	0	0	0
Crediti verso clienti	21.089	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
Sensitivity gg pagamento		0	0	0	0
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
<b>Totale CCN</b>	<b>-1.503</b>	<b>-454</b>	<b>378</b>	<b>736</b>	<b>951</b>
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
<b>Totale fondi</b>	<b>-678</b>	<b>-817</b>	<b>-978</b>	<b>-1.153</b>	<b>-1.332</b>
<b>Totale capitale Investito netto</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.285</b>	<b>3.310</b>
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.761	6.249
Utile portato a nuovo	-63	1.932	1.997	2.488	3.730
Utile d'esercizio	1.931	1.997	2.408	3.730	4.693
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.056</b>	<b>4.053</b>	<b>6.541</b>	<b>10.271</b>	<b>14.963</b>
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-388	-1.359	-1.970	-3.639
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
Indebitamento finanziario netto	2.812	360	2.775	-6.986	-11.654
<b>Totale passivo</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.285</b>	<b>3.310</b>

	2023A	2024	2025	2026	2027
<b>Dati in migliaia di Euro</b>					
<b>Flussi di cassa</b>					
<b>Ebitda</b>		<b>4.679</b>	<b>5.213</b>	<b>6.156</b>	<b>6.713</b>
Imposte		-837	-1.026	-1.506	-1.874
CAPEX		-85	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0
Variazione CCN		-1.049	-832	-358	-215
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF)</b>		<b>2.708</b>	<b>3.238</b>	<b>4.177</b>	<b>4.508</b>
Variazione fondi		139	160	175	179
Variazione PN		0	0	0	0
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0
<b>Flusso di cassa netto levered</b>		<b>244</b>	<b>970</b>	<b>812</b>	<b>1.669</b>
Cassa		145	388	1.359	1.970
					3.639

## 2. Stress test sui costi

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce di costo per servizi esterni con un progressivo incremento fino al 2% rispetto alle previsioni di Business Plan.

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.

TAB. 27: STRESS TEST SUI COSTI

Dati in milioni di Euro

BPM MILANO FINANZA - CE	2023A	2024	2025	2026	2027
<i>Sensitivity</i>					
Ricavi terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
<b>Totale ricavi</b>	<b>21.794</b>	<b>24.285</b>	<b>25.931</b>	<b>28.164</b>	<b>29.427</b>
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
<i>Sensitivity</i>					
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.325	-17.069	-18.097	-18.756
Stipendi e compensi	0	0	0	0	0
Altre spese generali	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
<b>Totale costi</b>	<b>-19.286</b>	<b>-19.649</b>	<b>-20.767</b>	<b>-22.058</b>	<b>-22.759</b>
Ebitda	2.508	4.636	5.165	6.106	6.668
Ebitda %	11,5%	19,1%	19,9%	21,7%	22,2%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.369</b>	<b>2.790</b>	<b>3.466</b>	<b>5.185</b>	<b>6.522</b>
Imposte	-438	-824	-1.012	-1.491	-1.862
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.931</b>	<b>1.966</b>	<b>2.454</b>	<b>3.694</b>	<b>4.661</b>

Dati in milioni di Euro

BPM MILANO FINANZA - SP	2023A	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.185	3.182
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.005	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>7.048</b>	<b>5.683</b>	<b>4.366</b>	<b>3.702</b>	<b>3.691</b>
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
<i>Sensitivity gg. incassa</i>					
Crediti verso clienti	21.080	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
<i>Sensitivity gg. pagamento</i>					
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-5.502	-5.120	-5.968	-6.588	-6.837
<b>Totale CCN</b>	<b>-1.503</b>	<b>-454</b>	<b>378</b>	<b>736</b>	<b>951</b>
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
<b>Totale fondi</b>	<b>-678</b>	<b>-617</b>	<b>-978</b>	<b>-1.153</b>	<b>-1.332</b>
<b>Totale capitale investito netto</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.205</b>	<b>3.310</b>
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.730	6.184
Utile portato a nuovo	-63	1.932	1.966	2.454	3.694
Utile d'esercizio	1.931	1.966	2.454	3.694	4.661
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.056</b>	<b>4.022</b>	<b>6.476</b>	<b>10.170</b>	<b>14.831</b>
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-358	-1.294	-1.870	-3.506
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>2.812</b>	<b>390</b>	<b>-2.710</b>	<b>-6.886</b>	<b>-11.521</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>4.867</b>	<b>4.412</b>	<b>3.766</b>	<b>3.285</b>	<b>3.310</b>

Dati in milioni di Euro

BPM MILANO FINANZA	2023A	2024	2025	2026	2027	TV
Ebitda		<b>4.636</b>	<b>5.165</b>	<b>6.106</b>	<b>6.668</b>	<b>5.979</b>
Imposta		-824	-1.012	-1.491	-1.862	-1.455
CAPEX		-85	-116	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0	0
Variazione CCN		-1.049	-832	-358	-215	0
Variazione CCN Intercompany		0	0	0	0	0
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0	0
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF)</b>	<b>2.678</b>	<b>3.205</b>	<b>4.141</b>	<b>4.476</b>	<b>4.409</b>	
Variazione fondi		139	160	175	179	
Variazione PFN Intercompany		0	0	0	0	
Variazione PN		0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19	
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999	
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0	
<b>Flusso di cassa netto levered</b>	<b>213</b>	<b>936</b>	<b>576</b>	<b>1.637</b>		
Cassa	145	358	1.294	1.870	3.506	

#### 14.a.ii Lo stress test patrimoniale

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce dei crediti commerciali, con un progressivo incremento dei tempi di incasso fino a 30 giorni rispetto alle previsioni di Business Plan, per contro si è ipotizzato un progressivo incremento dei tempi di pagamento dei fornitori di 15 giorni rispetto alle previsioni di Business Plan (ipotizzando quindi che la Società sia solamente parzialmente in grado di negoziare tempi di pagamento più lunghi quale conseguenza di tempi di incasso maggiormente dilatati).

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.

TAB. 28: STRESS TEST PATRIMONIALE

<i>Dati in migliaia di Euro</i>	<b>BP MILANO FINANZA - CCN</b>	<b>2023A</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>Sensibility</b>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ricavi terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698	
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729	
<b>Totale ricavi</b>	<b>21.794</b>	<b>24.285</b>	<b>25.932</b>	<b>28.164</b>	<b>29.427</b>	
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546	
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.163	-16.844	-17.742	-18.388	
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Stipendi e compensi	-2.332	-2.651	-3.029	-3.316	-3.382	
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76	
<b>Totale costi</b>	<b>-19.206</b>	<b>-19.487</b>	<b>-20.542</b>	<b>-21.703</b>	<b>-22.392</b>	
<b>Ebitda</b>	<b>2.508</b>	<b>4.798</b>	<b>5.389</b>	<b>6.461</b>	<b>7.036</b>	
Ebitda %	14,5%	19,8%	20,2%	22,9%	23,9%	
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0	
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	141	-19	
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.369</b>	<b>2.952</b>	<b>3.691</b>	<b>5.540</b>	<b>6.890</b>	
Imposte	-438	-872	-1.078	-1.593	-1.967	
<b>Risultato Netto</b>	<b>1.931</b>	<b>2.080</b>	<b>2.613</b>	<b>3.947</b>	<b>4.923</b>	
<i>Dati in migliaia di Euro</i>						
<b>BP MILANO FINANZA - BP</b>		<b>2023A</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162	
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24	
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505	
<b>Totale immobilizzazioni</b>	<b>7.048</b>	<b>5.603</b>	<b>4.366</b>	<b>3.702</b>	<b>3.691</b>	
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56	
<i>Sensitivity gg incasso</i>		15	20	30	39	
Crediti verso clienti	21.089	22.046	22.452	23.393	23.480	
Altri crediti (rotoli e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774	
<i>Sensitivity gg pagamento</i>		8	10	15	15	
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.623	-20.557	-20.764	-20.836	
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837	
<b>Totale CCN</b>	<b>-1.593</b>	<b>244</b>	<b>1.301</b>	<b>2.389</b>	<b>2.682</b>	
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410	
TFR	-268	-407	-568	-743	-922	
<b>Totale fondi</b>	<b>-678</b>	<b>-817</b>	<b>-970</b>	<b>-1.153</b>	<b>-1.332</b>	
<b>Totale capitale investito netto</b>	<b>4.867</b>	<b>5.110</b>	<b>4.769</b>	<b>4.937</b>	<b>5.041</b>	
Capitale netto	292	292	292	292	292	
Riserve	-104	-168	1.764	3.044	6.457	
Utile portato a nuovo	-63	1.932	2.080	2.613	3.947	
Utile d'esercizio	1.931	2.000	2.613	3.947	4.923	
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.056</b>	<b>4.136</b>	<b>6.749</b>	<b>10.696</b>	<b>15.619</b>	
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0	
Cassa	-145	226	-564	-743	-2.564	
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015	
<b>Indebitamento finanziario netto</b>	<b>2.812</b>	<b>974</b>	<b>-1.900</b>	<b>-5.759</b>	<b>-10.579</b>	
<b>Totale passivo</b>	<b>4.867</b>	<b>5.110</b>	<b>4.769</b>	<b>4.937</b>	<b>5.041</b>	
<i>Dati in migliaia di Euro</i>						
<b>Flusso di cassa</b>		<b>2023A</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Ebitda		<b>4.798</b>	<b>5.389</b>	<b>6.461</b>	<b>7.036</b>	<b>6.295</b>
Imposte		-872	-1.078	-1.593	-1.957	-1.546
CAPEX		-85	-116	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie	0	0	0	0	0	
Variazione CCN		-1.747	-1.137	-1.007	-293	0
Variazione CCN Intercompany	0	0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) non ordinari	0	0	0	0	0	
<b>Flusso di cassa unlevered (FCFF)</b>	<b>2.094</b>	<b>3.053</b>	<b>3.744</b>	<b>4.660</b>	<b>4.633</b>	
Variazione fondi	139	160	175	179		
Variazione PFN Intercompany	0	0	0	0		
Variazione PN	0	0	0	0		
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-396	-264	-141	-19		
Variazione crediti finanziari	-999	-999	-2.999	-2.999		
Rimborso debito	-1.209	-1.165	-601	0		
<b>Flusso di cassa netto levered</b>	<b>-371</b>	<b>790</b>	<b>179</b>	<b>1.821</b>		
Cassa	145	-226	564	743	2.564	



**14.a.iii Sintesi degli stress test**

Successivamente si è proceduto ad eseguire una valutazione dell'Equity Value della Società sia con il metodo del DCF sia con il metodo dei multipli, quale metodo di controllo, per verificare gli impatti dell'applicazione di tali stress test sul relativo valore.

Lo stress test sui costi rappresenta lo scenario con il maggior scostamento rispetto la valutazione sulla base del Business Plan, mentre lo stress test patrimoniale sui tempi di incasso e pagamento rappresenta lo scostamento più contenuto in quanto il relativo impatto riguarderebbe solo gli anni di previsione, per poi andare a regime e quindi non determinare impatti nel calcolo del terminal value.

Il metodo dei multipli, utilizzato ai fini del controllo, rappresenta in tutti gli scenari una maggiore valorizzazione dell'Equity Value, con uno scostamento contenuto rispetto il caso base eseguito sul Business Plan, e coerente rispetto allo scostamento evidenziato dall'applicazione del metodo di controllo e del DCF nello scenario privo di stress.

Si riporta di seguito la tabella di riepilogo delle valutazioni eseguite a seguito dell'applicazione degli stress test nei diversi scenari rappresentati.

**TAB. 29: SINTESI STRESS TEST E DETERMINAZIONE EQUITY VALUE**

<i>Dati in migliaia di Euro</i>	<i>Stress sul ricavi</i>	<i>Stress sul costi</i>	<i>Stress su DSO-DPO</i>	<i>Base Case</i>
<i>BP Stress Test</i>	<i>App</i>	<i>App</i>	<i>App</i>	
Total Ricavi 24-27	105.266	-2.541	107.808	0
Total costi 24-27	-82.506	1.619	-85.233	-1.109
<b>Ebitda 24-27 in rettifica al principio IFRS16</b>	<b>18.361</b>	<b>-922</b>	<b>18.174</b>	<b>-1.109</b>
Flusso di cassa unlevered (FCF) cumulato 2027 in rettifica al principio IFRS16	10.232	-656	10.099	-788
Flusso di cassa unlevered (FCF) TV in rettifica al principio IFRS16	3.342	-191	3.309	-225
<b>Enterprise Value DCF</b>	<b>45.936</b>	<b>-2.679</b>	<b>45.444</b>	<b>-3.172</b>
PFN	3.552	0	3.552	0
<b>Equity Value DCF</b>	<b>42.384</b>	<b>-2.679</b>	<b>41.891</b>	<b>-3.172</b>
Enterprise Value metodo dei multipli	47.645	-2.592	47.185	-3.053
<b>Equity Value metodo dei multipli</b>	<b>44.093</b>	<b>-2.592</b>	<b>43.632</b>	<b>-3.053</b>

**14.b Analisi di sensitività al tasso WACC**

Si è proceduto ad eseguire un'analisi di sensitività al variare del tasso di sconto WACC, al fine di verificarne i relativi impatti sulla Valutazione.

In particolare, si è ipotizzata una variazione in incremento ed in diminuzione dei tassi di interesse di 50 Bps, con un impatto proporzionale sulle seguenti componenti del WACC:

- i. C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale
- ii. Rf = rendimento delle attività senza rischio
- iii. Rm = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli rischiosi

L'incremento di 50 Bps dei tassi di interesse determina un WACC di circa l'8,8%, mentre un pari decremento dei tassi di interesse determina un WACC di circa l'7,9%. Quale conseguenza il relativo Equity Value varia da circa 41,8 milioni di Euro (worst case) a circa 48,8 milioni di Euro (best case), rispetto una valutazione del caso base calcolata su un WACC del 8,4% di circa 45,1 milioni di Euro (base case).

**TAB. 30: ANALISI DI SENSITIVITA' SUL WACC**

<b>WACC Sensitivity</b>	<b>Worst case</b>	<b>Base case</b>	<b>Best case</b>
HP	+50Bps		-50Bps
C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale	5,5%	5,0%	4,5%
t = aliquota marginale d'imposta	24,0%	24,0%	24,0%
D = percentuale di debito nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame (100% - E)	20,0%	20,0%	20,0%
struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame	80,0%	80,0%	80,0%
<b>Ke = Rf + β x (Rm - Rf) + FSRP</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,0%</b>
FSRP = Firm Specific Risk Premium pre	3,3%	3,3%	3,3%
Rf = rendimento delle attività senza risc	4,0%	3,5%	3,0%
Rm = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli	7,5%	7,0%	6,5%
β = fattore di rischio specifico dell'attività	0,768	0,768	0,768
<b>T = tasso di sconto (WACC)</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,9%</b>
Enterprise Value	45.396	48.616	52.317
PFN	3.552	3.552	3.552
<b>Equity Value</b>	<b>41.844</b>	<b>45.063</b>	<b>48.765</b>

#### 14.c Analisi di sensitività al multiplo dell'Ebitda

A fini di verifica e controllo, si è proceduto ad eseguire un'analisi di sensitività del metodo di controllo, al variare del multiplo dell'Ebitda. In particolare, si è considerata una variazione di 0,7 punti in decremento e incremento del multiplo, determinando quindi una variazione del multiplo da 9,0x a 10,4x. Quale conseguenza il relativo Equity Value varia da circa 43,2 milioni di Euro (worst case) a circa 50,3 milioni di Euro (best case), rispetto una valutazione del caso base calcolata su un moltiplicatore di 9,7x di circa 46,7 milioni di Euro (base case).

La sensitivity sul metodo di controllo, conferma in tutti gli scenari una valutazione dell'Equity Value coerente con le valutazioni discendenti dall'analisi di sensitività sul WACC, evidenziando un marginale positivo scostamento.

**TAB. 31: ANALISI DI SENSITIVITA' SUL MULTIPLO DELL'EBITDA**

<i>Dati in migliaia di Euro</i>	<b>Worst case</b>	<b>Base case</b>	<b>Best case</b>
<b>Multiples Sensitivity</b>			
HP	-0,7		0,7
Ebitda a regime (media ultimi 3 anni Piano)	6.295	6.295	6.295
Rettifica IFRS 16	-1.100	-1.100	-1.100
<b>Ebitda 2023 (in rettificata al principio IFRS16)</b>	<b>5.195</b>	<b>5.195</b>	<b>5.195</b>
Multiplo EV/Ebitda (Publishing & Newspaper Europe)	9,0	9,7	10,4
<b>Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)</b>	<b>46.721</b>	<b>50.237</b>	<b>53.874</b>
PFN rettificata	3.552	3.552	3.552
<b>Equity Value</b>	<b>43.169</b>	<b>46.685</b>	<b>50.322</b>



#### 14.d Conclusioni sull' analisi di sensitività e stress test

Le analisi svolte dimostrano come, il variare delle assumption alla base della Valutazione e del relativo metodo di controllo (eseguita tramite l'analisi di sensitività), ovvero il variare di alcune delle previsioni di Business Plan (eseguita tramite l'applicazione dello stress test), abbiano impatti sulla Valutazione e sul relativo Enterprise Value e conseguente Equity Value. L'imprevedibilità degli eventi futuri potrebbe avere impatti ad oggi non prevedibili in senso positivo o negativo, ovvero impatti in direzioni opposte ma tra loro compensabili. Il Business Plan, come indicato in precedenza, contiene elementi di previsione non certi, così come non lo sono gli elementi alla base del calcolo del WACC o il multiplo utilizzato ai fini del metodo di controllo.

L'applicazione dello stress test e dell'analisi di sensitività è stata svolta al fine di rappresentare quelli che potrebbero essere possibili impatti sulla Valutazione derivanti da eventi futuri diversi da quelli previsti e stimati. Proprio in considerazione di tali elementi di incertezza, ai fini della Valutazione nel calcolo del WACC è stato considerato un rischio specifico dell'impresa (FSRP) pari al 3,3%, che si ritiene possa essere adeguato a possibili variazioni delle previsioni e stime considerate nella Valutazione.

A seguito delle analisi svolte e delle relative risultanze, si conferma il procedimento di valutazione tramite il metodo del discounted cash flow (DCF) utilizzato ai fini della Valutazione, e le relative determinanti del tasso WACC.

### 15. Conclusioni

I valori risultanti dall'applicazione del metodo del DCF e dal metodo dei multipli, utilizzato ai fini del controllo, si discostano marginalmente l'uno dall'altro, confermando quindi una adeguata impostazione dei relativi calcoli nonché delle relative metodologie ed assumption.

Ai fini della Valutazione, lo scrivente ha ritenuto opportuno utilizzare la metodologia di valutazione finanziaria del Discounted Cash Flow (DCF), prendendo come riferimento un tasso WACC pari a circa l'8,4%. Tale metodologia finanziaria risulta utilizzata anche dalla Controllante ai fini dell'esecuzione degli impairment test volti a verificare il fair value delle proprie partecipazioni (tra cui quella nella Società) quali cash generating unit (CGU). Dal bilancio consolidato 2023 del Gruppo Class è possibile evincere che per l'impairment test della partecipazione nella Società è stato utilizzato un tasso WACC dell'8,4% come risultante dalla Relazione WACC, e con un tasso di crescita g del +1,5%. Il valore complessivo attribuito a tale CGU (e quindi alla Società) nel bilancio della Controllante ammonta a circa 47,5 milioni di Euro, valore che risulta di poco superiore rispetto al valore risultante dalla Valutazione pari a circa 45,1 milioni di Euro, lo scostamento tra tali valori è determinato principalmente da alcune rettifiche apportate dallo scrivente alla posizione finanziaria netta.

Seguendo un approccio ragionevole, e condiviso dalle prassi valutative, si rende opportuno stimare il valore dell'Equity Value come valore medio (base case) dei risultati della sensitivity che è stata applicata al tasso WACC (riscontro con precedenti tabelle), e che si colloca in un range compreso tra 41,8 e 48,8 milioni di Euro.

**IN CONCLUSIONE, SI CONFERMA IL VALORE DERIVANTE DALL'APPLICAZIONE  
DEL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW (DCF) COME RISULTANTE DEL  
VALORE MEDIO DELLA SENSITIVITY, CHE IDENTIFICA UN VALORE DEL  
CAPITALE ECONOMICO (EQUITY VALUE) DI MILANO FINANZA EDITORI SPA  
PARI A CIRCA 45,1 MILIONI DI EURO**

Tale valore, in base alle relative azioni possedute nella Società, viene attribuito ai soci nelle modalità indicate nella seguente tabella:

**TAB. 32: ATTRIBUZIONE DELL'EQUITY VALUE AI SOCI**

*Dati in migliaia di Euro*

Socio	% possesso	Equity Value
Class Editori Spa	88,8%	40.006
Marmora Srl	3,8%	1.700
Euromultimedia Holding S.A.	3,4%	1.530
Costa Nicoletta	1,3%	584
Panerai Paolo Andrea	1,3%	584
Capolino Gabriele	0,4%	195
Rossi Alessandro	0,4%	195
Paolo Panerai Editore Srl	0,4%	171
Magnaschi Pierluigi	0,2%	97
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>45.063</b>

Si evidenzia che in ragione dell'AUCAP, l'eventuale passaggio a capitale dell'ammontare attualmente a riserva pari ad Euro 490.000 relativo ad un versamento in conto futuro aumento di capitale eseguito dal socio Marmora Srl, non influirebbe sulla valutazione del sovrapprezzo e dell'Equity Value "pre-money" della Società, ma determinerebbe esclusivamente un incremento della quota del capitale sociale della Società di pertinenza del socio Marmora Srl.

**Modena il 07/06/2024**

**In fede**

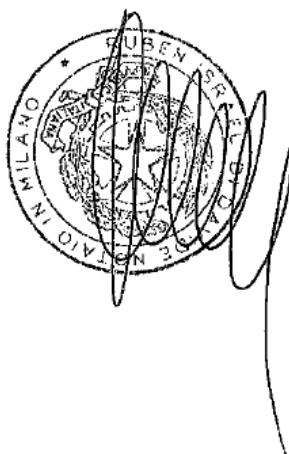


**(Franco Rabitti)**

*Certificazione di conformità  
di documento cartaceo a documento informatico*  
(Art. 23 D.lgs. 7 marzo 2005, n. 82)

Certifico io sottoscritto **Ruben Israel**, notaio in Milano, iscritto al collegio notarile di Milano che la presente copia, redatta su supporto cartaceo in ventitré fogli è conforme all'originale, firmato digitalmente dal dott. Franco Rabitti, nella sua qualità di revisore legale, la cui validità della firma è stata da me accertata ai sensi dell'art. 47-ter, comma 3, legge 89/1913 mediante il sistema di verificazione e-sign, ove risulta la vigenza (sino al giorno 30 novembre 2026 del certificato di detta firma), verificato con CRL n. 357982 numero di serie 2e 40 2a, rilasciato da InfoCamere S.C. p.A. e non revocato.

Copia formata ai sensi dell'art. 57-bis, co. 2 Legge 89/1913 per allegazione ad atto pubblico o scrittura privata da autenticare (e da registrare con MUI), redatto su supporto cartaceo.  
Milano, 14 novembre 2024



Spettabile:  
**Milano Finanza Editori S.p.A.**  
 via Burigozzo 5,  
 20122 Milano

14 novembre 2024

**OGGETTO: RIPARTIZIONE QUOTE SOCIALI**

Premesso che:

- i. Allo scrivente è stato conferito dalla vostra società (di seguito la "Società") in data 28 maggio 2024 un incarico per la redazione di una perizia di stima inerente la valutazione della Società (di seguito "Perizia")
- ii. La Perizia è stata redatta dallo scrivente in data 07/06/2024, sulla base del piano economico finanziario pluriennale della Società (di seguito "Piano"), sull'analisi andamentale al 31/03/2024 per verificare la coerenza tra dati consuntivi (più recenti possibili) e dati previsionali del Piano, e sulla base dei dati consuntivi al 31/12/2023
- iii. La Società in data 24/07/2024 ha dato seguito ad un aumento di capitale di Euro 490.000,00 versati integralmente dal socio Marmora S.r.l., e da imputarsi interamente a sovrapprezzo (di seguito "AUCAP")
- iv. Lo scrivente, con la presente, intende fornire il dettaglio della ripartizione delle partecipazioni nella Società tra i suoi soci a seguito dell'AUCAP

Premesso ciò, si riportano di seguito la sintesi delle principali analisi svolte.

**1. Valore di Perizia e situazione pre-money**

La Perizia attribuisce alla Società un valore del capitale economico (equity value) pari a 45,1 milioni di Euro.

La ripartizione del capitale sociale della Società precedente all'AUCAP risulta il seguente:

Azionista	N. Azioni	% C.S.
Class Editori S.p.A.	887.591	88,759%
Marmora S.r.l.	37.723	3,772%
Euromultimedia Holding S.A.	33.950	3,395%
Paolo Panerai	12.963	1,296%
Nicoletta Costa novaro	12.963	1,296%
Gabriele Capolino	4.321	0,432%
Alessandro Rossi	4.321	0,432%
Paolo Panerai Editori S.r.l.	4.009	0,401%
Pierluigi Magnaschi	2.159	0,216%
<b>Totale</b>	<b>1.000.000</b>	<b>100,000%</b>

Dott. Franco Rabitti

Piazza Roma n. 3 Int. A6 41121 Modena

e-mail: franco.rabitti@rabittipartners.it

Tel. +39 059 8753334 Fax +39 059 8751836

C.F. RBTFNC47A09F257Q P.Iva 02613330360

**2. AUCAP e situazione post-money**

Come detto in premessa la Società in data 24/07/2024 ha dato corso all'AUCAP, che ha determinato una modifica nella ripartizione del capitale sociale della Società, il quale post-money (e quindi a seguito dell'AUCAP) risulta il seguente:

<b>Socio</b>	<b>N. Azioni</b>	<b>% C.S.</b>	<b>Capitale Sociale</b>	<b>Valore post-money</b>
Class Editori S.p.A.	887.591	87,795%	256.218	39.595.545
Marmorà S.r.l.	48.707	4,818%	14.061	2.172.918
Euromultimedia Holding S.A.	33.950	3,358%	9.800	1.514.458
Paolo Panerai	12.963	1,282%	3.741	578.182
Costa Nicoletta	12.963	1,282%	3.741	578.182
Gabriele Capolino	4.321	0,427%	1.246	192.577
Alessandro Rossi	4.321	0,427%	1.246	192.577
Paolo Panerai Editori S.r.l.	4.009	0,397%	1.159	179.047
Pierluigi Magnaschi	2.159	0,214%	625	96.514
<b>Totale</b>	<b>1.010.984</b>	<b>100,000%</b>	<b>291.837</b>	<b>45.100.000</b>

**A seguito dell'AUCAP si conferma il valore del capitale economico (equity value) pari a 45,1 milioni di Euro**

Modena il 14/11/2024

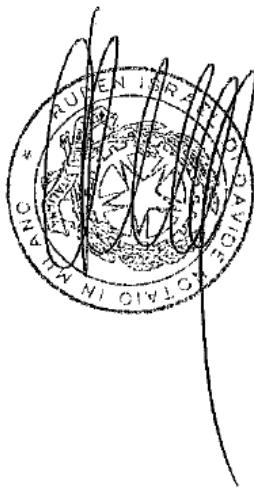
In fede.

Franco Rabitti

*Certificazione di conformità  
di documento cartaceo a documento informatico*  
(Art. 23 D.lgs. 7 marzo 2005, n. 82)

Certifico io sottoscritto **Ruben Israel**, notaio in Milano, iscritto al collegio notarile di Milano che la presente copia, redatta su supporto cartaceo in un foglio è conforme all'originale, firmato digitalmente dal dott. Franco Rabitti, nella sua qualità di revisore legale, la cui validità della firma è stata da me accertata ai sensi dell'art. 47-ter, comma 3, legge 89/1913 mediante il sistema di verificazione e-sign, ove risulta la vigenza (sino al giorno 30 novembre 2026 del certificato di detta firma), verificato con CRL n. 537982 numero di serie 2e 40 2a, rilasciato da InfoCamere S.C.p.A. e non revocato.

Copia formata ai sensi dell'art. 57-bis, co. 2 Legge 89/1913 per allegazione ad atto pubblico o scrittura privata da autenticare (e da registrare con MUI), redatto su supporto cartaceo.  
Milano, 14 novembre 2024



ALLEGATO "C" AL Rep. n° 62660/19164

**MARMORA S.R.L.**

Perizia di stima ai sensi dell'art. 2343-ter,  
comma 2, lettera b) del Codice civile  
della partecipazione nella società Campus S.r.l.  
detenuta da Marmora S.r.l.

Determinazione del valore economico  
della Società alla data 31 maggio 2024

A handwritten signature in black ink, appearing to read "P. M. Marmora". It is written in a cursive style with some loops and variations in thickness.

---

## INDICE

1.	<b>Disclaimer .....</b>	3
2.	<b>Premessa.....</b>	3
3.	<b>Finalità della stima.....</b>	6
4.	<b>Documentazione utilizzata.....</b>	6
5.	<b>Limits della valutazione .....</b>	7
6.	<b>Campus Editori S.r.l.....</b>	7
7.	<b>Bilancio consuntivo 2023 .....</b>	8
a.	Conto Economico.....	8
b.	Stato Patrimoniale .....	10
8.	<b>Assumptions economico – finanziarie alla base del Piano Industriale 2024 – 2027.....</b>	12
a.	<i>Assumptions</i> di Conto Economico.....	12
b.	<i>Assumptions</i> di Cash Flow .....	14
9.	<b>Scelta del metodo di valutazione .....</b>	14
a.	Metodo di valutazione prescelto .....	15
b.	Il metodo finanziario (Discounted Cash Flow).....	15
i)	<i>Orizzonte temporale della valutazione.....</i>	16
ii)	<i>Definizione dei cash flow per la valutazione .....</i>	17
iii)	<i>Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC) .....</i>	17
iv)	<i>Definizione del valore residuo o valore finale .....</i>	21
10.	<b>Applicazione del metodo di valutazione individuato .....</b>	21
11.	<b>Conclusioni.....</b>	22
12.	<b>Allegati.....</b>	23
A.	<i>Management Letter</i> della Società datata 31 maggio 2024 .....	23
B.	Piano Industriale 2024 – 2027.....	29

---

## **1. Disclaimer**

Qualunque soggetto che non sia espressamente indicato tra i destinatari del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con il Dott. Bruno Piperno, le condizioni e le modalità di utilizzo dello stesso e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito definito come il “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere a e/o leggere e/o utilizzare in qualunque modo, in tutto e/o in parte, il presente Documento.

Qualsivoglia Soggetto Non Autorizzato, entrato comunque in possesso del Documento, leggendo le informazioni in esso contenute, prende sin da ora atto e riconosce espressamente quanto segue:

- l’incarico svolto dal Dottor Bruno Piperno è stato eseguito in conformità alle informazioni ottenute dal destinatario dello stesso (Marmora S.r.l.), nel suo solo interesse e perché venga dallo stesso esclusivamente utilizzato o reso disponibile al Consiglio di amministrazione e Dirigenti con Funzioni Strategiche di Class Editori S.p.A.;
- il Documento è stato predisposto sulla base delle indicazioni raccolte presso il suo destinatario e, pertanto, può non comprendere e/o non essere stato eseguito secondo tutte le procedure ritenute necessarie per gli scopi del Soggetto Non Autorizzato;
- l’accesso, la lettura, il possesso e/o l’utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non determina l’instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con lo scrivente né comporta il consenso di quest’ultimo a che il Documento venga menzionato o citato, in tutto o in parte, in qualsiasi documento di qualsivoglia natura, pubblica o privata, o che il suo contenuto venga divulgato, attività vietate senza il preventivo consenso scritto dello scrivente.

Il Dott. Bruno Piperno non assume alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato con riferimento al Documento e/o alle informazioni in esso contenute e non sarà, pertanto, responsabile di qualunque perdita, danno o spesa di qualsivoglia natura, derivante dall’utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che è, comunque, conseguenza dell’accesso al Documento.

## **2. Premessa**

Ai sensi dell’articolo 2343 ter del Codice civile, Marmora S.r.l. (di seguito “Marmora”, la “Società”) ha espresso l’esigenza di disporre di una perizia per la determinazione del valore economico alla data del 31 maggio 2024 di Campus Editori S.r.l. (“Campus”), società di cui Marmora detiene il 28,42 % del capitale sociale, con lo svolgimento in particolare delle seguenti attività:

- analisi dei dati economico-finanziari della Società;
- ricognizione delle principali assunzioni del Piano Industriale formulato dal management della Società e il conseguente sviluppo economico, finanziario e patrimoniale;
- determinazione del valore economico della Società.

La valutazione della Società è finalizzata a determinare il valore della partecipazione di Marmora in Campus ai fini del conferimento della partecipazione stessa in Class Editori S.p.A., società facente parte del Gruppo Class Editori, mediante un Aumento di Capitale riservato.

In particolare, in data 23 maggio 2024, il Dott. Bruno Piperno, nato a Roma, il 19 maggio 1958, libero professionista iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA\_1394

---

e al Registro dei Revisori Legali con numero progressivo 46104, con iscrizione disposta con D.M. del 12/04/1995 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, supplemento n. 31BIS del 21/04/1995, con decorrenza dal 21/04/1995, ha ricevuto l'incarico da parte di Marmora S.r.l., quotista di Campus Editori S.r.l., di effettuare la perizia di stima relativa alla società Campus Editori S.r.l. ai sensi dell'art. 2343 ter c.c. La perizia fa riferimento alla data del 31 maggio 2024.

Marmora S.r.l. è ad oggi azionista di Class Editori S.p.A. ("Class Editori") e quotista di Campus Editori S.r.l. ("Campus"); di conseguenza, tutta la documentazione utilizzata dal Dott. Bruno Piperno ai fini della valutazione della Società è stata fornita dal management della società Marmora S.r.l. o direttamente dalle suddette Società.

La presente perizia costituisce il risultato dell'assolvimento dell'incarico ricevuto dal Dott. Bruno Piperno in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione del ramo d'azienda di seguito presentato.

Ai sensi dell'articolo 2343 ter del Codice civile, il Dott. Bruno Piperno dichiara che non sussistono conflitti di interesse o legami finanziari o personali rilevanti con Marmora, Class Editori o Campus che possano influenzare la propria indipendenza professionale nello svolgimento dell'incarico.

Inoltre, il Dott. Bruno Piperno attesta:

- di possedere i requisiti di indipendenza e professionalità per lo svolgimento del presente incarico;
- di non avere svolto alcun incarico di consulenza né per la società Marmora S.r.l. né per la società Campus Editori S.r.l. nel triennio precedente;
- di aver svolto nel periodo 2018-2019 incarichi per la società Class Editori S.p.A. finalizzati alla valutazione di società del Gruppo Class Editori per un valore inferiore ad € 30.000;
- di essere indipendente nei confronti della società Marmora s.r.l., della società Campus S.r.l. e Class Editori S.p.A. e nei confronti dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo su tali società;
- di non avere alcun interesse nella stima che propone di eseguire, né di avere comunque situazioni di conflitto che possano mettere in dubbio il proprio grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

La presente attestazione è rilasciata in conformità dell'articolo 2343 ter del Codice civile.

Le attività svolte sono state suddivise in:

**1. Analisi del Piano Industriale:**

- 1.1. Acquisizione dei dati e delle informazioni relative agli aspetti quantitativi e qualitativi della Campus S.r.l.;
- 1.2. Acquisizione di tutte le principali ipotesi sottostanti alla stima dei costi e dei ricavi preventivamente stimati dalla Campus S.r.l.;
- 1.3. Ricognizione delle ipotesi effettuate ed eventuale richiesta di chiarimenti / integrazioni a quanto ricevuto;
- 1.4. Rilevazione della posizione finanziaria netta alla data del 31 dicembre 2024;
- 1.5. Verifica della correttezza formale del Business Plan previsionale (Conto Economico, Stato Patrimoniale e Cash Flow) sulla scorta delle informazioni acquisite.

---

## **2. Valutazione della Società:**

- 2.1. Determinazione dei flussi di cassa prospettici da utilizzare ai fini della valutazione della Società;
- 2.2. Calcolo del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi prospettici alla data di valutazione;
- 2.3. Determinazione del Terminal Value al termine dell'orizzonte temporale considerato nella predisposizione del Piano Industriale;
- 2.4. Determinazione dell'Enterprise Value;
- 2.5. Determinazione dell'Equity Value;
- 2.6. Condivisione dei risultati ed eventuale revisione.

La predisposizione di una perizia di stima prescinde dall'individuazione delle finalità che tale valutazione deve perseguire. L'Esperto è quindi chiamato a scegliere la metodologia di valutazione più consona a consentire di raggiungere lo scopo della valutazione e che si adatti meglio alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione.

A tal riguardo, si segnala che la perizia di stima è volta a tutelare opposti interessi, tra cui:

- l'interesse dei creditori della società conferitaria e dei terzi ad "evitare un annacquamento del capitale sociale con conseguente occulta restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi";
- l'interesse degli altri soci della società conferitaria a che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra il valore del conferimento e il valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento;
- l'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento di quanto egli conferisce e conseguentemente del valore della sua partecipazione nella conferitaria.

L'Esperto estimatore, pertanto, *"non potrà trascurare che la valutazione del conferimento dovrà soddisfare interessi tra loro divergenti (...). In questa fase risulta quindi essenziale tendere ad individuare un valore "obiettivo" che prescinda dalla considerazione degli interessi in causa"*.

Nel caso previsto dall' articolo 2343 ter c.c., si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile: **astratta** (o stand-alone), nel senso che prescinda da interessi particolari; **razionale**, nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile; **obiettiva**, nel senso che sia dimostrabile; **stabile**, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'Esperto estimatore nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;
- non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente in funzione di scelte soggettive degli "organi" della società conferente o della società conferitaria;
- deve, in ogni caso, tenere conto della funzione di garanzia connessa alla valutazione ex artt. 2343 c.c.

Ad ogni modo, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

---

### **3. Finalità della stima**

Come specificato in precedenza, la finalità della perizia è quella di determinare il valore del capitale economico, ai sensi dell'articolo 2343 ter del Codice civile, alla data del 31 maggio 2024 della società Campus Editori S.r.l. ai fini del conferimento della partecipazione detenuta da Marmora (28,42 %) in Class Editori S.p.A., società facente parte del Gruppo Class Editori, mediante un Aumento di Capitale riservato.

Analogamente a quanto avviene per i conferimenti in genere, anche il conferimento di beni in natura (nella fattispecie, partecipazioni) può avvenire sia in sede di costituzione di una nuova società, sia in sede di aumento del capitale sociale di una società già esistente.

In entrambi i casi, il soggetto conferente riceve azioni o quote della società conferitaria in cambio del bene conferito.

L'esecuzione di un conferimento in natura in una società di capitali richiede la presentazione di una relazione di stima per l'attestazione del valore conferito, redatta da un soggetto terzo rispetto alle parti coinvolte.

L'art. 2343 c.c. dispone infatti che "*chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto [...], contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.*"

La presente relazione è redatta in ossequio al dispositivo di cui al comma 2, lettera b) dell'art. 2343 ter del Codice civile. I primi due commi dell'articolo in esame così recitano:

*"(1) Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.*

*(2) Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:*

- a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;*
- b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità."*

### **4. Documentazione utilizzata**

Nel redigere la valutazione sono stati utilizzati i seguenti documenti forniti dal management di Marmora o da Campus o Class Editori:

1. Visura CCIAA di Campus Editori S.r.l. datata 21 maggio 2024;

- 
2. Visura CCIAA di Marmora S.r.l. datata 22 maggio 2024;
  3. Business Plan 2024 – 2027 di Campus Editori S.r.l.
  4. Bilancio consuntivo di Campus S.r.l. al 31.12.2022 e al 31.12.2023;
  5. Posizione Finanziaria Netta di Campus al 31.12.2023 e al 31.03.2024;
  6. Impairment Test della partecipazione detenuta da Class Editore al 31.12.2023; ;
  7. *Management Letter* della Società datata 31 maggio 2024.

## 5. Limiti della valutazione

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti **ipotesi e limitazioni**:

- i dati e le informazioni su cui si basa la valutazione sono stati forniti al Dott. Bruno Piperno dal management di Campus, Marmora o Class Editori;
- le prospettive relative allo sviluppo economico della società oggetto di valutazione, indicate dalla Società stessa, sono state da noi verificate solo in termini di coerenza complessiva: il Dott. Bruno Piperno non fornisce alcuna garanzia circa la effettiva realizzabilità del progetto né circa il conseguimento degli obiettivi economici e finanziari indicati nel Business Plan dell'iniziativa.
- la valutazione è svolta alla luce di elementi ragionevolmente prevedibili e non tiene quindi conto del verificarsi di fattori straordinari o non ricorrenti.

## 6. Campus Editori S.r.l.

Campus Editori S.r.l., con sede legale in Via Marco Burigozzo, 5, Milano (MI), Partita IVA e Codice Fiscale 09406120155 e iscritta al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi, numero REA MI – 1288230, è stata costituita nel 1988 e dalla sua fondazione rappresenta la principale piattaforma italiana per la scuola, un sistema integrato di strumenti e servizi fisici e digitali per l'orientamento, l'*Education* e il link col mondo del lavoro.

Campus s.r.l. ha per oggetto, tra le altre:

- l'organizzazione, la realizzazione e la gestione di esposizioni, mostre e convegni di informazione ed orientamento per l'indirizzo didattico e le attività complementari degli studenti;
- l'ideazione, l'organizzazione e la gestione di eventi.

Il socio di maggioranza della Società Campus s.r.l. è Class Editori S.p.A., capogruppo del Gruppo Class Editori, casa editrice italiana leader nell'informazione finanziaria, del *lifestyle* e del *luxury goods*. Fondato nel 1986 da Paolo Panerai, il Gruppo Class si è sviluppato negli anni sfruttando le possibilità offerte dalla tecnologia, fino a diventare un gruppo multimediale che diffonde informazioni attraverso tutti i mezzi di comunicazione.

Ad oggi, l'assetto societario di Campus Editori S.r.l. è così configurato:

Soci	Quota %	Capitale Sociale
Class Editori S.p.A.	70,60 %	€ 7.060,00
Marmora S.r.l.	28,42 %	€ 2.842,00
CFN Generale Fiduciaria S.p.A.	0,98 %	€ 98,00
<b>Totale</b>	<b>100 %</b>	<b>€ 10.000,00</b>

---

Dalla sua costituzione Campus s.r.l. si è configurata come la principale piattaforma italiana per la scuola, organizzando nei suoi 30 anni di attività 223 eventi in presenza in 28 diverse città italiane, coinvolgendo negli anni un totale di oltre 8 milioni di studenti ed entrando in contatto diretto con 9.068 scuole secondarie superiori.

Tipologia di istituto	Numero
Istituti tecnici	3.291
Altri Licei	1.284
Licei Scientifici	1.249
Scuole Professionali	811
Licei Linguistici	705
Licei Classici	624
Licei delle Scienze Umane	612
Varie	492
<b>TOTALE</b>	<b>9.068</b>

L'attività principale organizzata da Campus è il Salone dello Studente, ovvero un sistema di eventi e servizi per il mondo giovanile attivo nel settore dell'orientamento e delle scelte post maturità. I Saloni si tengono in presenza su tutto il territorio nazionale, con varie tappe distribuite su tutta la penisola; e in digitale sulla piattaforma [www.salonedellostudente.it](http://www.salonedellostudente.it).

All'interno del Salone dello Studente si trattano molteplici tematiche, come competenze trasversali e orientamento alla scelta, ambiente e inclusione. L'obiettivo principale è quello di accompagnare i giovani verso il proprio futuro e guidarli verso una scelta ponderata.

Con 17 eventi in Italia e 2 internazionali organizzati in presenza e streaming nell'arco dell'anno, il Salone dello Studente accoglie circa 300.000 visitatori in tutta Italia e oltre 878 offerte formative.

Altri 100.000 studenti e professori partecipano ai 22 eventi digitali organizzati da Campus sui Sentieri delle Professioni e Strumenti per l'orientamento.

## 7. Bilancio consuntivo 2023

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2023 ha messo in evidenza i risultati positivi ottenuti dalla Società nel corso del periodo. In particolare, si registra una significativa redditività della performance operativa caratteristica che ha permesso il miglioramento della marginalità operativa.

La Società ci ha comunicato che alla data del 31 maggio 2024 non sono intervenute significative variazioni rispetto ai dati del 31 dicembre 2023 e, pertanto, e, pertanto, le passività al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

### a. Conto Economico

Di seguito si presenta lo schema di Conto Economico riclassificato per l'esercizio 2023 e, per un confronto, il Conto Economico riclassificato 2022.

<b>Campus Editori S.r.l.</b>		<b>2022</b>	<b>2023</b>
		<i>Consuntivo</i>	<i>Consuntivo</i>
Ricavi Diffusionali		-	-
Ricavi Pubblicitari	97	321	
Ricavi News&Data	-	-	
Ricavi Partecipazione	2.221	3.016	
Altri Ricavi	290	46	
Ricavi Intercompany	55	55	
<b>Totale Ricavi</b>	<b>2.663</b>	<b>3.438</b>	
Costi per acquisti	-	-	
Costi per servizi	(1.647)	(2.522)	
Costi per il personale	(331)	(361)	
Altri costi operativi	(218)	(125)	
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>(2.196)</b>	<b>(3.008)</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>467</b>	<b>431</b>	
<i>EBITDA margin</i>	<i>17,5%</i>	<i>12,5%</i>	
Ammortamenti e svalutazioni	(94)	(30)	
di cui ammortamenti materiali	(17)	(13)	
di cui ammortamenti immateriali	(12)	(11)	
di cui svalutazioni	(66)	(5)	
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	
<b>EBIT</b>	<b>373</b>	<b>401</b>	
<i>EBIT margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,7%</i>	
Proventi/(oneri) finanziari netti	(20)	8	
<b>EBT</b>	<b>353</b>	<b>409</b>	
<i>EBT margin</i>	<i>13,2%</i>	<i>11,9%</i>	
Imposte e Tasse	(150)	(131)	
Utile Netto relativo a terzi	-	-	
<b>UTILE NETTO</b>	<b>202</b>	<b>278</b>	

### Ricavi

La crescita dei ricavi (+ 29,1%) nel corso del 2023 è principalmente riconducibile ai ricavi relativi all'organizzazione delle tappe del Salone dello Studente per le quali nel corso del 2022 erano riprese le attività in presenza, interrotte durante il periodo caratterizzato dalla pandemia di Covid-19.

Inoltre, nel corso del 2023 sono state aggiunte nuove date che hanno contribuito all'aumento dei ricavi e della marginalità di cui sopra.

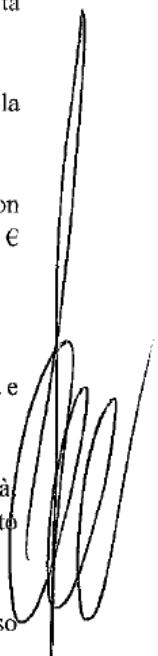
La diminuzione degli altri ricavi si deve all'incidenza delle sopravvenienze attive legate ad una manovra con il ceto bancario che, nel corso del 2022, ha determinato uno stralcio di passività per la società pari a circa € 234.000.

### Costi

L'aumento dei costi per servizi si deve alla ripresa dello svolgimento dei Saloni dello Studente in presenza e al maggior numero di eventi organizzati nel corso del 2023.

L'incremento del costo del personale è dovuto, principalmente, all'aumento della forza lavoro della società a tale proposito, si osserva che nel corso del 2023 il numero delle risorse è aumentato di un elemento rispetto al precedente esercizio.

La diminuzione degli altri costi operativi è dovuta al minor importo delle sopravvenienze passive nel corso dell'esercizio (€ 53k nel 2023 vs € 209k nel 2022).



L'EBITDA della Società si registra in leggero calo rispetto all'esercizio precedente (- 36 k€ in valori assoluti, ovvero - 7,7 %), mentre l'EBIT e il Risultato Netto sono migliori rispetto a quelli dell'esercizio precedente (rispettivamente + 28 k€ e + 76 k€).

Si sottolinea che la società aderisce al regime di consolidato fiscale nazionale della capogruppo Class Editori S.p.A., pertanto il debito/credito IRES viene ceduto alla capogruppo.

### b. Stato Patrimoniale

Si riporta lo schema di Stato Patrimoniale al 31 dicembre 2023 e, per un confronto, quello al 31 dicembre 2022.

<b>Campus Editori S.r.l.</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>
<b>Stato Patrimoniale</b>	<b>Consuntivo</b>	<b>Consuntivo</b>
<b>(EUR '000)</b>		
Immobilizzazioni Immateriali	30	19
Immobilizzazioni Materiali	26	13
Partecipazioni	-	-
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>56</b>	<b>32</b>
Rimanenze	-	-
Crediti Commerciali	1.518	1.640
Altri Crediti	54	6
Debiti commerciali	(880)	(1.412)
Crediti per Imposte anticipate	18	16
Crediti tributari	106	104
Debiti tributari	(247)	(260)
Altri debiti	(604)	(462)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>(35)</b>	<b>(369)</b>
<b>Totale fondi</b>	<b>(230)</b>	<b>(245)</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>(209)</b>	<b>(582)</b>
Capitale sociale	10	10
Riserve	308	503
Soci c/versamenti	-	-
Utili (perdita) a nuovo	72	72
Utili (perdita) del periodo	202	278
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>593</b>	<b>864</b>
Debiti finanziari non correnti	-	3.255
Debiti finanziari correnti	0	82
Crediti Finanziari	(451)	(2.094)
Scoperto Cassa/(Disponibilità liquide)	(351)	(2.689)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>(802)</b>	<b>(1.446)</b>
<b>Totale fonti</b>	<b>(209)</b>	<b>(582)</b>

#### Crediti commerciali

La tabella che segue mostra la composizione dei crediti commerciali al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2022.

<b>Crediti commerciali</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>Delta</b>
<b>Crediti verso clienti</b>	<b>1.116.630</b>	<b>1.818.319</b>	<b>501.689</b>
<b>Clienti ordinari</b>	813.694	919.994	106.300
<b>Fatture da emettere</b>	210.083	294.755	84.672
<b>Crediti infragruppo</b>	105.686	421.110	315.424
<b>F.do svalutaz. crediti tassello</b>	(5.000)	(5.000)	-
<b>F.do svalutaz. crediti art. 106 Tuir</b>	(7.833)	(12.539)	(4.706)
<b>Crediti verso controllanti</b>	<b>400.967</b>	<b>21.708</b>	<b>(379.259)</b>
<b>Totale</b>	<b>1.517.597</b>	<b>1.640.027</b>	<b>122.430</b>

---

Si segnala l'incremento dei crediti infragruppo nel corso dell'esercizio (+ € 315.424), a cui corrisponde una diminuzione dei crediti verso controllanti (- € 379.259).

Nel complesso, nel corso dell'esercizio i crediti commerciali si sono incrementati di circa € 120.000.

#### **Debiti commerciali**

Di seguito si illustra la composizione dei debiti commerciali al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2022.

<b>Debiti commerciali</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>Delta</b>
Fornitori e collaboratori	432.039	415.520	(16.519)
Fatture e note da ricevere	24.683	218.021	193.338
Debiti infragruppo	422.780	752.672	329.892
Debiti verso controllante	170	26.000	25.830
<b>Totale</b>	<b>879.672</b>	<b>1.412.213</b>	<b>532.541</b>

L'incremento dei debiti commerciali (+ € 532.541 rispetto all'esercizio precedente) è dovuto per la maggior parte all'aumento dei debiti infragruppo (+ € 329.892 vs 2022).

I debiti verso controllante si riferiscono a fatture da ricevere dalla controllante Class Editori S.p.A.

#### **Altri debiti**

La diminuzione degli altri debiti rispetto all'esercizio 2022 è dovuta al venir meno di debiti verso la controllante per consolidato fiscale, al 31 dicembre 2022 pari ad € 145.669.

All'interno di tale voce è compresa anche la quota a lungo termine dei debiti per ritenute rateizzati con scadenza fino a novembre 2028 e la quota a lungo termine dei debiti per contributi previdenziali rateizzati con scadenza fino ad aprile 2025. Al 31 dicembre 2023 l'importo complessivo di queste due voci era pari ad € 105.389 (vs € 85.511 al 31 dicembre 2022).

#### **Debiti finanziari non correnti**

La società ha sottoscritto nel corso degli ultimi mesi del 2023 un contratto di finanziamento con Banca Progetto per un importo complessivo di 3,5 milioni di euro assistito da Garanzia SACE e con scadenza 2031.

#### **Crediti finanziari**

Il saldo al 31 dicembre 2023 si riferisce a crediti finanziari verso la controllante Class Editori per € 1.984.399, in aumento di € 1.619.000 rispetto all'esercizio precedente.

#### **Disponibilità liquide**

Le disponibilità liquide della società al 31 dicembre 2023 ammontavano ad € 2.688.741 (+ € 2.338.107 vs 2022). L'incremento rispetto al precedente esercizio è dovuto all'erogazione delle somme relative al finanziamento sottoscritto dalla società con Banca Progetto.

---

## **8. Assumptions economico – finanziarie alla base del Piano Industriale 2024 – 2027**

Nella presente sezione si presentano le principali *assumptions* economico – finanziarie alla base del Piano Industriale di Campus fornito dal management della Società.

Il Piano Industriale è riportato integralmente fra gli Allegati al presente documento.

### a. *Assumptions* di Conto Economico

Campus Editori S.r.l. Conto economico (EUR'000)	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	266	266	266	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	70	70	70	70
<b>Totale Ricavi</b>	<b>4.071</b>	<b>4.345</b>	<b>5.002</b>	<b>5.383</b>
<i>YoY</i>	<i>18,4%</i>	<i>6,7%</i>	<i>15,1%</i>	<i>7,6%</i>
Costi per acquisti	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>(3.368)</b>	<b>(3.410)</b>	<b>(3.766)</b>	<b>(3.989)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>703</b>	<b>935</b>	<b>1.236</b>	<b>1.393</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>17,3%</i>	<i>21,5%</i>	<i>24,7%</i>	<i>25,9%</i>

### Ricavi

Il Piano predisposto dal Management della società è caratterizzato da una costante crescita dei ricavi nel periodo (CAGR + 9,4 %) riconducibile principalmente all'aumento dei Ricavi da Partecipazione Eventi (CAGR + 10,8 %), causato dall'incremento del numero di eventi fisici (da 13 nel 2023, ai 15 già programmati e comunicati per il 2024, fino ai 22 previsti per l'ultimo anno di Piano).

A questi si somma il contributo dei saloni digitali e dei saloni “telematici” che saranno ripresi/avviati dal 2024/2025. Quanto sopra viene riepilogato nella seguente tabella:

<b>Ricavi Partecipazione Eventi</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Saloni Fisici	15	16	20	22
Ricavo Medio	210	207	189	182
<b>Ricavi Saloni Fisici</b>	<b>3.156</b>	<b>3.309</b>	<b>3.771</b>	<b>4.007</b>
Saloni Digitali	2	2	2	2
Ricavo Medio	40	50	60	70
<b>Ricavi Saloni Digitali</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>140</b>
Salone Tematico	1	2	3	4
Ricavo Medio	399	250	225	200
<b>Ricavi Saloni Tematici</b>	<b>399</b>	<b>500</b>	<b>675</b>	<b>800</b>
Comune di Cormano	40	40	40	40
Guide	30	30	30	30
Altro	30	30	30	30
<b>Altri Ricavi</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Totale Ricavi Partecipazione Eventi</b>	<b>3.735</b>	<b>4.009</b>	<b>4.666</b>	<b>5.047</b>

Inoltre, si prevede che i ricavi pubblicitari e i ricavi Intercompany, pari nel 2024 rispettivamente ad € 266.000 ed € 70.000, rimangano costanti per tutti gli anni di Piano.

### Costi

L'incremento del numero di eventi fisici, che si svolgeranno negli anni di Piano, determina conseguentemente un aumento dei costi (CAGR + 5,8 %), specialmente i costi per servizi (CAGR + 6,2 %) e i costi per il personale (CAGR + 7,5 %).

<b>Costi per Servizi</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>Saloni Fisici</b>				
Allestimento	(852)	(893)	(1.018)	(1.082)
Organizzazione Evento	(152)	(159)	(181)	(193)
Location+Extra	(502)	(526)	(599)	(637)
<b>Costi Saloni Fisici ( A )</b>	<b>(1.505)</b>	<b>(1.578)</b>	<b>(1.799)</b>	<b>(1.911)</b>
<b>Saloni Digitali</b>				
<b>Costi Saloni Digitali ( B )</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Saloni Tematici</b>				
<b>Costi Saloni Tematici ( C )</b>	<b>(339)</b>	<b>(250)</b>	<b>(338)</b>	<b>(400)</b>
<b>Altri costi per servizi</b>				
Consulenze	(102)	(104)	(106)	(108)
Rimborsi	(119)	(121)	(124)	(126)
Scuola	(31)	(31)	(32)	(32)
Adv e Comunicazione	(15)	(16)	(16)	(16)
Hosting	(20)	(21)	(21)	(22)
Altro	(15)	(16)	(16)	(16)
<b>Altri costi per servizi ( D )</b>	<b>(303)</b>	<b>(309)</b>	<b>(315)</b>	<b>(321)</b>
<b>Totale costi per servizi ( A + B + C + D )</b>	<b>(2.147)</b>	<b>(2.137)</b>	<b>(2.451)</b>	<b>(2.632)</b>
<b>Totale Costo del Personale</b>	<b>(381)</b>	<b>(433)</b>	<b>(475)</b>	<b>(517)</b>

---

Gli altri costi operativi si sostanziano solo negli emolumenti al CdA della Società Controllate e in imposte e spese societarie.

Altri costi operativi	2024	2025	2026	2027
Emolumenti CdA Controllante	0	0	0	0
Emolumenti CdA Controllate	(70)	(70)	(70)	(70)
Emolumenti Collegio Sindacale	0	0	0	0
Sanzioni	0	0	0	0
Imposte e spese societarie	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Totale Altri costi operativi</b>	<b>(71)</b>	<b>(71)</b>	<b>(71)</b>	<b>(71)</b>

Sulla base di quanto evidenziato, l'EBITDA (Margine operativo lordo) e l'EBIT (Reddito operativo) crescono ad un CAGR rispettivamente 26,5 % e del 26,8 %.

L'aumento degli oneri finanziari nell'arco di Piano è dovuto agli interessi passivi sul finanziamento stipulato nel 2023 con Banca Progetto e con scadenza 2031.

b. *Assumptions* di Cash Flow

Le principali *assumptions* finanziarie formulate dal management della Società prevedono il pagamento delle quote capitali e degli interessi legati al rimborso del finanziamento stipulato con Banca Progetto nel corso del 2023.

Inoltre, si prevede un forte aumento nel 2024 dei crediti finanziari dovuto all'aumento dei crediti finanziari Intercompany per circa € 4.000.000.

Nel 2024 sono previsti investimenti in immobilizzazioni immateriali per circa € 160.000, dovuti principalmente allo sviluppo della piattaforma di gestione e prenotazione degli eventi all'interno del Salone dello Studente.

Sono inoltre presenti in modo ricorrente circa € 50.000 ogni anno per materiali e arredi utilizzati all'interno delle attività dell'azienda sia in sede che presso le *location* dei saloni fisici sul territorio.

## 9. Scelta del metodo di valutazione

La misura del capitale economico di un'azienda può essere determinata con riferimento alla sua componente patrimoniale, alla sua capacità di generare reddito o flussi finanziari positivi. I diversi metodi di valutazione, di fondo, si differenziano tra loro in quanto privilegiano uno di tali aspetti piuttosto che un altro.

Al di là della loro correttezza concettuale, i vari metodi presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, che derivano principalmente dalla corretta identificazione e quantificazione delle variabili delle formule di valutazione.

La dottrina più diffusa in tema di valutazioni di aziende indica diversi metodi per calcolare il valore del capitale economico di un'impresa, la cui scelta va effettuata tenendo in considerazione le caratteristiche dell'azienda o del "business" da valutare, lo scopo della valutazione e il livello delle informazioni disponibili.

La prima distinzione è fra metodi di valutazione diretti (o sintetici) e metodi di valutazione indiretti (o analitici). I primi fanno riferimento ai prezzi di mercato dei titoli dell'azienda da valutare o di aziende ad essa comparabili per dimensioni e caratteristiche (metodi di borsa), transazioni comparabili o altri parametri. Si tratta quindi di metodi empirici, basati su indicatori dedotti dal mercato o dall'esperienza.

---

I metodi di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo derivante dagli scambi di beni similari avvenuti nel recente passato e sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- metodi di borsa, che consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico.
- metodi delle transazioni comparabili, consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi realizzati in transazioni recenti, aventi per oggetto aziende similari.
- altri metodi empirici, che si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (ad es. multipli di fatturato, per l'industria, raccolta da clienti, per le banche, volume dei premi, per le assicurazioni, ecc.).

I metodi di valutazione indiretti, invece, sono fondati sull'analisi della consistenza patrimoniale e/o dell'andamento economico-finanziario atteso dell'azienda stessa. I metodi indiretti (o analitici), a loro volta, possono suddividersi in tre macrocategorie:

- metodi patrimoniali, per i quali il valore dell'azienda è pari al saldo netto tra attività e passività, materiali e immateriali, riportate ovviamente a valori correnti o di mercato e non di bilancio;
- metodi reddituali, secondo i quali un'azienda viene valorizzata in base all'attualizzazione dei suoi redditi netti futuri attesi, dopo averli "normalizzati" per tenere conto dell'impatto di fenomeni a carattere straordinario o, comunque, non ricorrente;
- metodi finanziari, che definiscono il valore dell'azienda pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che si prevede possano essere generati dalla gestione.

Ciascun metodo può, inoltre, essere applicato in più maniere diverse, così come è frequente, soprattutto nella prassi italiana, l'utilizzo di metodi "misti" che tengono in considerazione più di un aspetto (ad esempio, il patrimonio e il reddito).

La scelta del metodo o dei metodi di valutazione dipende, a questo punto, principalmente dalle caratteristiche specifiche dell'azienda e del settore nel quale essa opera oltre che dal livello e la tipologia delle informazioni disponibili.

#### a. Metodo di valutazione prescelto

Ai fini della corretta stima del valore economico della Società, si è ritenuto opportuno optare per il metodo finanziario o "DCF" (Discounted Cash Flow) poiché gli aspetti finanziari sono preponderanti rispetto a quelli economici o patrimoniali.

I flussi finanziari attesi sono ottenuti dal Piano Industriale 2024 – 2027 fornito dalla Società.

#### b. Il metodo finanziario (Discounted Cash Flow)

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

---

La valutazione finanziaria viene ormai sempre più frequentemente condotta utilizzando la Discounted Cash Flow Analysis, o metodo dei flussi di cassa. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione dell'Enterprise Value della Società.

Il valore è dato dalla somma di due componenti:

1. la prima componente è costituita dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri 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" aziendale (*Terminal Value*), calcolato come rendita perpetua del *Free Cash Flow Unlevered* (FCFF) medio ad un tasso di capitalizzazione WACC-g che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (g). Nella fattispecie, si è ipotizzato che il tasso di crescita g sia pari all'inflazione *target* della BCE, ovvero 2%. Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso WACC.

L'Enterprise Value viene poi ridotto o aumentato, come detto in precedenza, dell'importo della posizione finanziaria netta, per ottenere l'Equity Value.

$$V = \left\{ \frac{K_n}{W-g} \cdot \frac{1}{(1+w)^n} \right\} + \sum_{t=1}^n C_F t \cdot \frac{1}{(1+w)^t} \cdot P$$

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

$K_n$	= FCFF medio
w	= tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale
g	= tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato
CF	= FCFF realizzati nel periodo 2024 – 2027
P	= posizione finanziaria netta alla data della valutazione
n	= numero di esercizi considerati
t	= numero dell'esercizio di riferimento

Il metodo finanziario o Discounted Cash Flow, è stato applicato alla valutazione dell'azienda applicando la metodologia descritta nei seguenti paragrafi:

- i) orizzonte temporale della valutazione;
  - ii) definizione dei cash flow per la valutazione;
  - iii) calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC);
  - iv) definizione del valore residuo o valore finale.
- i) Orizzonte temporale della valutazione

L'orizzonte temporale esplicito di valutazione dei flussi presi in esame è di 4 anni, dal 1° giugno 2024 al 31 maggio 2028.

---

## ii) Definizione dei cash flow per la valutazione

I flussi di cassa che abbiamo deciso di utilizzare ai fini della valutazione sono i Free Cash Flow Unlevered (FCFF), ovvero il risultato operativo conseguito al netto delle imposte, delle variazioni di Capitale Circolante netto e degli investimenti (CAPEX) effettuati dalla Società.

Tali flussi sono stati determinati partendo dal Piano Industriale 2024 – 2027 fornito dalla Società. Partendo dall'EBITDA previsionale realizzato ogni anno dalla Società, si è proceduto a sottrarre gli esborsi monetari relativi al pagamento delle imposte d'esercizio, arrivando alla determinazione del NOPAT.

Dal momento che il Piano Industriale della Società copre il periodo 2024 – 2027, l'EBITDA dei primi 5 mesi del 2028 è stato ottenuto ipotizzando che il Conto Economico del 2028 sia identico al 2027. Si è proceduto sottraendo ai NOPAT le variazioni di Capitale Circolante Netto (CCN) e gli investimenti (CAPEX) effettuati ogni anno.

EUR	01.06.2024 - 31.12.2024	01.01.2025 - 31.12.2025	01.01.2026 - 31.12.2026	01.01.2027 - 31.12.2027	01.01.2028 - 31.05.2028
EBITDA	409.917	934.550	1.236.277	1.393.467	580.611
Imposte	- 75.709	- 220.952	- 314.397	- 365.603	- 152.334
<b>NOPAT</b>	<b>334.208</b>	<b>713.598</b>	<b>921.880</b>	<b>1.027.865</b>	<b>428.277</b>
Delta CCN	3.136	56.847	255.112	- 36.289	- 15.120
CAPEX	- 122.500	- 50.000	- 50.000	- 50.000	- 20.833
<b>Free Cash Flow Unlevered (FCFF)</b>	<b>214.844</b>	<b>720.445</b>	<b>1.126.993</b>	<b>941.576</b>	<b>392.323</b>

## iii) Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il WACC è il rendimento che i soggetti che apportano le risorse (azionisti e obbligazionisti) si attendono in quanto finanziatori dell'azienda. È calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = [KD \times (1 - t) \times D] + (KE \times E)$$

dove:

KE = costo del capitale proprio;

KD = costo del capitale di debito;

t = aliquota d'imposta societaria;

E = Equity aziendale

D = Debito aziendale

Per calcolare tale parametro è stato necessario individuare i valori indicati nei paragrafi che seguono.

### *Mezzi propri e mezzi di terzi*

Il *Debt/Equity Ratio* utilizzato è quello calcolato per il settore “Education” (Fonte: Damodaran Gen. 2024) si ipotizza che questa struttura finanziaria sia quella che avrà la società nel lungo periodo.

D/E Ratio	
D/E Ratio	29,01 %
Equity	77,52 %
Debt	22,48 %

---

### **Tasso risk free**

Il tasso di rendimento normale atteso indica la remunerazione minima del capitale di rischio che esigono gli azionisti per investire nell'azienda piuttosto che in altre attività. È pari alla somma tra il tasso *risk-free*, il tasso di rischio generico di mercato e il tasso di rischio del settore e quello specifico dell'azienda.

Il tasso su investimenti privi di rischio è stimato di norma in base al rendimento netto di titoli pubblici con un orizzonte temporale simile a quello dei flussi attesi da attualizzare; nel caso specifico dell'iniziativa in esame tale tasso è stato calcolato al rendimento netto medio di Buoni del Tesoro Poliennali con scadenza a 10 anni. Il rendimento netto di tali titoli emessi nell'asta del 30-31 maggio 2024 è del 3,47% (*Fonte: MEF*).

Partendo da tale rendimento nominale è stato determinato il *risk-free rate* applicando la formula di Fisher, di seguito esposta, ed eliminando quindi l'effetto dell'inflazione a medio termine.

Si specifica che è stato adottato un tasso inflattivo nullo in quanto la Società ci ha comunicato che i flussi alla base del Piano Industriale risultano inflazionati; di conseguenza, per la valutazione si utilizzerà la componente **risk free nominale**.

RISK-FREE RATE	
Rendimento netto BTP 10 anni	3,47%
<b>Risk free rate (nominale)</b>	<b>3,47%</b>

### **Risk premium**

Il premio di rischio, da aggiungere al *risk-free rate* per definire il tasso di rendimento normale atteso, deve tenere conto di elementi quali:

- il rischio generico di investimento in un'attività imprenditoriale (rischio di mercato);
- il profilo di rischio del settore specifico nel quale opera l'azienda oggetto della valutazione, rispetto ad altri settori economici;
- il profilo di rischio specifico della azienda o della iniziativa.

Il livello del rischio di mercato normalmente è stimato in base ad analisi di lungo termine sui rendimenti medi azionari rispetto a quelli in titoli di Stato. Nel caso specifico, è stato definito un livello di rischio di mercato generico pari al 4,26% (*Fonte: analisi Damodaran - maggio 2024*).

MARKET RISK PREMIUM	
Mature Market Risk premium	4,26%
<b>Market risk premium</b>	<b>4,26%</b>

Il profilo di "rischio di settore" è pari a 0,51 (*Europe - settore Education, fonte: analisi Damodaran - gennaio 2024*), riportato su base *levered* sulla base del rapporto Debito/Equity precedentemente indicato e di una aliquota fiscale pari al 24,7%; il beta risultante è pari a **0,62**.

BETA	
Beta unlevered di settore	0,51
Tax rate	24,7%
Debt Ratio (D/E)	29,01%
<b>Beta levered</b>	<b>0,62</b>

Come risultante dei parametri sopra descritti è stato determinato, attraverso l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il costo dell'equity come somma del *risk free rate* e del *market risk premium* moltiplicato per il Beta levered. Al valore risultante, sono stati sommati due coefficienti di rischio per tener conto delle caratteristiche dell'azienda e della specificità del progetto oggetto di valutazione.

Considerando le ridotte dimensioni dell'azienda rispetto ai comparable da cui sono stati estratti i tassi utilizzati (aziende quotate o di grandi dimensioni), si è aggiunto un coefficiente "small size risk" pari al 3,05% (fonte: analisti Kroll 2023).

Per tener conto dei particolari rischi intrinseci in un nuovo progetto (es. start-up o project financing) abbiamo aggiunto un coefficiente "company specific risk premium" pari all' 1,5%.

	Rischio aggiuntivo nullo o marginale Peso: 0	Rischio aggiuntivo significativo Peso: 0,2	
Qualità del management e solidità dei soci		x	
Quadro concorrenziale		x	
Fase di vita aziendale (start up vs. azienda consolidata)	x		
Capacità di penetrazione sulla clientela		x	
Potere contrattuale con fornitori		x	
Quadro autorizzativo/di regolamentazione	x		
Aumento costi materie prime		x	
Rischio di sostituzione del prodotto/servizio (obsolescenza tecnologica)		x	
Rischi ambientali		x	
<b>TOTALE</b>	<b>1,40</b>		
<b>TOTALE ARROTONDATO</b>	<b>1,50</b>		

Questo ultimo coefficiente, che si usa per tenere conto per altri rischi non sistematici non inclusi negli altri fattori del CAPM, nella prassi è compreso tra lo 0% e il 4% ed è calcolato in base al giudizio professionale del valutatore e nello specifico tiene conto di alcuni aspetti:

- Qualità del management e solidità dei soci;
- Quadro concorrenziale;
- Fase di vita aziendale (start up vs azienda consolidata);
- Capacità di penetrazione sulla clientela;
- Potere contrattuale con i fornitori;
- Quadro autorizzativo/ di regolamentazione
- Rischio di aumento costi materie prime;
- Rischio di proseguimento dell'attività;

- 
- Rischio di sostituzione del prodotto/servizio (obsolescenza tecnologica)
  - Rischi ambientali.

Il *Company specific risk* è condizionato in maniera significativa dalla fase del ciclo di vita nel quale si trova l'azienda o l'iniziativa oggetto della valutazione. Man mano, infatti, che l'iniziativa passa da uno stadio di studio o progetto iniziale, all'inizio della realizzazione degli investimenti, al loro completamento, all'avvio delle attività operative e, infine, al raggiungimento della fase a regime, la valutazione dei diversi parametri tende naturalmente verso una mitigazione del rischio.

Il costo del capitale proprio risultante è del **10,67%** come da Tabella che segue:

<b>COST OF EQUITY</b>	
Risk free rate	3,47%
Beta	0,62
Market risk premium	4,26%
Small size risk	3,05%
Company specific risk	1,50%
<b>Cost of equity</b>	<b>10,67%</b>

#### **Costo del debito**

Il costo del debito utilizzato ai fini del calcolo del WACC è pari al 4,75%, come somma tra il tasso IRS a 10 anni (al 31 maggio 2024) e uno spread di 187 bps. Secondo il report emesso da ABI nel mese di maggio 2024, “il differenziale (spread) fra il tasso medio sui prestiti e quello medio sulla raccolta a famiglie e società non finanziarie è risultato ad aprile 2024 pari a 187 punti base...”.

<b>COSTO DEL DEBITO</b>	
IRS 10Y (31-maggio-2024)	2,88%
Spread	1,87%
<b>Costo del debito</b>	<b>4,75%</b>

L'aliquota fiscale sui redditi di impresa (IRES) utilizzata ai fini del calcolo del tasso è pari al 24%.

Sulla base di questi dati si è proceduto a calcolare il WACC - costo medio ponderato del capitale: come evidenzia la Tabella che segue, risulta pari al **9,08%**:

<b>WACC</b>	
Cost of Equity	<b>10,67%</b>
Cost of Debt	<b>4,75%</b>
% su totale del capitale proprio	77,52%
% su totale del capitale di terzi	22,48%
Aliquota fiscale	24,00%
<b>WACC</b>	<b>9,08%</b>

---

#### iv) Definizione del valore residuo o valore finale

Nel metodo di valutazione finanziario assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o Terminal Value dell'azienda 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 valore "finale" del ramo d'azienda è stato in questo caso calcolato come rendita perpetua del flusso di cassa operativo prodotto dalla Società in 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 dei flussi di cassa operativi normalizzati (g).

Nell'ambito del metodo finanziario nella modalità del DCF, tale valore finale è stato poi attualizzato al WACC per riportarlo alla data di valutazione.

Il valore terminale del ramo d'azienda nell'anno 2028 è stato quindi stimato come rendita perpetua del FCFF medio ponderato degli ultimi anni di Piano (2025 – 2028), ipotizzando che il tasso di capitalizzazione sia pari al 7,08%, determinato dalla differenza fra il WACC utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa determinati sopra (9,08%) e un tasso di crescita g, ipotizzato pari al 2,00%, ovvero pari all'inflazione *target* della BCE. Nella tabella che segue si rappresenta il calcolo del TV 2028 applicando il metodo della rendita perpetua.

<b>Calcolo Terminal Value 2028 (rendita perpetua)</b>	
EBITDA medio ponderato 2025 - 2028	1.114.014
Imposte medie ponderate 2025 - 2028	- 282.270
<b>NOPAT 2025 - 2028 medio ponderato</b>	<b>831.744</b>
Delta CCN 2025 - 2028 medio ponderato	78.840
CAPEX 2025 - 2028 medie ponderate	- 46.443
<b>FCFF 2025 - 2028 medio ponderato</b>	<b>864.141</b>
WACC	9,08%
g	2,00%
(WACC - g)	7,08%
<b>TV 2028 (rendita perpetua)</b>	<b>12.198.106</b>

#### 10. Applicazione del metodo di valutazione individuato

La tabella di seguito evidenzia il calcolo dell'Enterprise Value della società, ottenuto attualizzando i flussi di cassa prospettici e il valore terminale, calcolato applicando il metodo della rendita perpetua, al tasso del WACC.

Periodo	0,58	1,58	2,58	3,58	4,00
EUR	01.06.2024 - 31.12.2024	01.01.2025 - 31.12.2025	01.01.2026 - 31.12.2026	01.01.2027 - 31.12.2027	01.01.2028 - 31.05.2028
Free Cash Flow Unlevered (FCFF)	214.844	720.445	1.126.993	941.576	392.323
WACC	9,08%				
FCFF attualizzato	204.219	627.786	900.263	689.512	277.074
<b>FCFF 2024 - 2028 attualizzati</b>	<b>2.698.854</b>				
Terminal Value 2028 (rendita perpetua)	12.198.106				
<b>Terminal Value 2028 attualizzato</b>	<b>8.932.619</b>				
<b>Enterprise Value al 31.06.2024</b>	<b>11.631.472</b>				

---

Si arriva alla definizione dell'Equity Value sommando algebricamente all'Enterprise Value la PFN al 31 maggio 2024 e sottraendo il Fondo TFR al 31 maggio 2024, come illustrato nella tabella seguente.

<b>Enterprise Value al 31.05.2024</b>	<b>11.631.472</b>
PFN al 31.05.2024	1.553.800
Fondo TFR al 31.05.2024	- 194.809
<b>Equity Value al 31.05.2024</b>	<b>12.990.464</b>
<b>Equity Value al 31.05.2024 arrotondato</b>	<b>13.000.000</b>

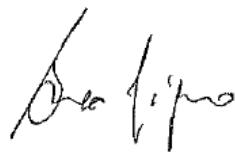
## 11. Conclusioni

Ai sensi e per gli effetti del disposto dell'art. 2343 ter c.c., il sottoscritto estimatore determina il valore del capitale economico del 100 % di Campus Editori S.r.l. alla data del 31 maggio 2024 in misura pari a complessivi € 12.990.464 (**euro dodici milioni novecento novanta mila quattrocento sessantaquattro**).

Sulla base di tali conclusioni, la partecipazione (28,42 %) detenuta da Marmora S.r.l. assume il valore di euro 3.691.889,74 arrotondabile a **€ 3.690.000 (euro tre milioni seicento novanta mila/00)**.

Ai sensi del suddetto art. 2343 ter c.c., tale perizia ha valore sino a 6 mesi dalla data di riferimento, e quindi fino al 27 novembre 2024.

Roma, 12 giugno 2024



Bruno Piperno  
Senior Partner  
BUSINESS VALUE

## 12. Allegati

A. Management Letter della Società datata 31 maggio 2024

RISERVATA

**CAMPUS**

31 maggio 2024

Spettabile  
Business Value S.r.l.  
Via di Panico, 54  
00186 Roma

Alla Cortese attenzione del  
Dottor Bruno Piperno

**Oggetto: Trasmissione di elementi ed informazioni relative al Piano Industriale 2024 – 2027 della Società Campus Editori S.r.l. e alla situazione contabile della Società**

Egregio Dottor Piperno,

si fornisce di seguito un elenco descrittivo di elementi e informazioni utili alla comprensione del Piano Industriale 2024 – 2027 che allegiamo alla presente *management letter*. Si descrivono di seguito sinteticamente le *assumptions* sottese alle previsioni di Conto Economico 2024 – 2027.

## **1. Previsioni economico-finanziarie 2024 – 2027**

Le previsioni economico-finanziarie 2024 – 2027 alla base del Piano, elaborate dal management in considerazione della prevedibile evoluzione del business, sono presentate di seguito.

<b>Campus Editori S.r.l.</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>Conto economico (EUR/000)</b>	<b>Consuntivo</b>	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	321	266	266	268	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.018	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	48	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	55	70	70	70	70
<b>Totale Ricavi</b>	<b>3.438</b>	<b>4.071</b>	<b>4.348</b>	<b>5.002</b>	<b>5.383</b>
YoY		18,4%	6,7%	15,1%	7,6%
Costi per acquisti	-	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.522)	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(361)	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(125)	(71)	(71)	(71)	(71)
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>(3.008)</b>	<b>(3.368)</b>	<b>(3.410)</b>	<b>(3.766)</b>	<b>(3.989)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>431</b>	<b>703</b>	<b>935</b>	<b>1.236</b>	<b>1.393</b>
<b>EBITDA margin</b>	<b>12,5%</b>	<b>17,3%</b>	<b>21,5%</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,9%</b>
Ammortamenti e svalutazioni	(30)	(74)	(88)	(70)	(80)

### Classeditori.

**Milano**  
Via Marco Burlgozzo, 5  
20122 Milano  
Tel. 02 582191  
Fax 02 58317376

Roma  
Via Santa Maria in Via, 12  
00187 Roma  
Tel. 06 6976081  
Fax 06 69920324

**Londra**  
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor  
London EC4V 5BY  
Tel. 0044/171/4361356  
Fax 0044/171/4361558

**New York**  
30 East 21st Street, Suite 28  
New York, NY 10010  
Tel. 001/212/4477900  
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl - Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 - 20122 Milano  
CCIAA di Milano REA n. 1288230 - Cap. Soc. 10.000,00 euro - C.F. e P.IVA 09406120155 - Tel. 0258219.1 - fax 0258317376  
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 249 bis del Codice Civile)  
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali - Via M. Burgozzo 5 - 20122 Milano - email: [info@class.it](mailto:info@class.it)

# CAMPUS

Campus Editori S.r.l.

Conto economico (EUR/000)	2023 Consuntivo	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
di cui ammortamenti materiali	(13)	(23)	(20)	(30)	(40)
di cui ammortamenti immateriali	(11)	(51)	(48)	(40)	(40)
di cui svalutazioni	(5)	-	-	-	-
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>401</b>	<b>629</b>	<b>867</b>	<b>1.166</b>	<b>1.313</b>
<i>EBIT margin</i>	11,7%	15,6%	19,9%	23,3%	24,4%
Proventi/(oneri) finanziari netti	8	(236)	(110)	(70)	(30)
<b>EBT</b>	<b>409</b>	<b>393</b>	<b>757</b>	<b>1.096</b>	<b>1.284</b>
<i>EBT margin</i>	11,9%	9,7%	17,4%	21,9%	23,8%
Imposte e Tasse	(131)	(130)	(221)	(314)	(366)
Utile Netto relativo a terzi	-	-	-	-	-
<b>UTILE NETTO</b>	<b>278</b>	<b>264</b>	<b>536</b>	<b>782</b>	<b>918</b>

## 1) Ricavi

L'espansione prevista nel periodo deriva principalmente dall'espansione del numero di eventi fisici del Salone dello Studente (da 13 nel 2023, ai 15 già programmati e comunicati per il 2024, fino ai 22 previsti per l'ultimo anno di piano), a cui aggiungere il contributo dei saloni digitali e di saloni "tematici" che saranno ripresi/avviati a partire dal 2024/2025, secondo il dettaglio che segue.

Ricavi Partecipazione Eventi	2024	2025	2026	2027
Saloni Fisici	15	16	20	22
Ricavo Medio	210	207	189	182
<b>Ricavi Saloni Fisici</b>	<b>3.156</b>	<b>3.309</b>	<b>3.771</b>	<b>4.007</b>
Saloni Digitali	2	2	2	2
Ricavo Medio	40	50	60	70
<b>Ricavi Saloni Digitali</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>120</b>	<b>140</b>
Salone Tematico	1	2	3	4
Ricavo Medio	399	250	225	200
<b>Ricavi Saloni Tematici</b>	<b>399</b>	<b>500</b>	<b>675</b>	<b>800</b>
Centri di Comando	40	40	40	40
Guide	30	30	30	30
Altro	30	30	30	30
<b>Altri Ricavi</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Totali Ricavi Partecipazione Eventi</b>	<b>3.735</b>	<b>4.009</b>	<b>4.666</b>	<b>5.047</b>

## 2) Costi

*Classeditori*

Milano	Roma	Londra	New York
Via Marco Burgozzo, 5 20122 Milano Tel. 02 582191 Fax 02 58217376	Via Santa Maria in Via, 12 00187 Roma Tel. 06 6576081 Fax 06 69920374	1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor London EC4V - 5BY Tel. 0044/171/4361396 Fax 0044/171/4361568	30 East 21st Street, Suite 2B New York, NY 10010 Tel. 001/212/4477900 Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano  
 C.C.I.A.A. di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219,1 – Fax 0258317376  
 Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. articolo 2497 bis del Codice Civile)  
 Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano – email: [dgap@class.it](mailto:dgap@class.it)

## CAMPUS

L'incremento del numero di eventi fisici che si svolgeranno negli anni di Piano determina conseguentemente un aumento dei costi, specialmente i costi per servizi e i costi per il personale, come di seguito esplicitati.

	2024	2025	2026	2027
<b>Saloni Fisici</b>				
Allestimento	(852)	(893)	(1.018)	(1.082)
Organizzazione Evento	(152)	(159)	(181)	(193)
Location+Extra	(502)	(526)	(599)	(637)
<b>Costi Saloni Fisici</b>	<b>(1.505)</b>	<b>(1.578)</b>	<b>(1.799)</b>	<b>(1.911)</b>
<b>Saloni Digitali</b>				
<b>Costi Saloni Digitali</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Saloni Tematici</b>				
<b>Costi Saloni Tematici</b>	<b>(339)</b>	<b>(250)</b>	<b>(338)</b>	<b>(400)</b>
<b>Altri costi per servizi</b>				
Consulenze	(102)	(104)	(106)	(108)
Rimborsi	(119)	(121)	(124)	(126)
Scuola	(31)	(31)	(32)	(32)
Adv e Comunicazione	(15)	(16)	(16)	(16)
Hosting	(20)	(21)	(21)	(22)
Altro	(15)	(16)	(16)	(16)
<b>Altri costi per servizi</b>	<b>(303)</b>	<b>(309)</b>	<b>(315)</b>	<b>(321)</b>
<b>Totali costi per servizi</b>	<b>(2.147)</b>	<b>(2.137)</b>	<b>(2.451)</b>	<b>(2.632)</b>
<b>Totali Costo del Personale</b>	<b>(381)</b>	<b>(433)</b>	<b>(475)</b>	<b>(517)</b>

Gli altri costi operativi si sostanziano negli emolumenti al CdA della Società Controllate e in imposte e spese societarie.

	2024	2025	2026	2027
<b>Altri costi operativi</b>				
Emolumenti CdA Controllante	0	0	0	0
Emolumenti CdA Controllato	(70)	(70)	(70)	(70)
Emolumenti Collegio Sindacale	0	0	0	0
Sanzioni	0	0	0	0
Imposte e spese societarie	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Totali Altri costi operativi</b>	<b>(70)</b>	<b>(71)</b>	<b>(71)</b>	<b>(71)</b>

### 3) Capex

#### Classeditori

Milano  
Via Marco Burgozzo, 5  
20122 Milano  
Tel. 02 58219 1  
Fax 02 58317976

Roma  
Via Santa Maria In Via, 12  
00187 Roma  
Tel. 06 697608 1  
Fax 06 60920374

London  
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor  
London EC4V - 5BY  
Tel. 0044/171/4361356  
Fax 0044/171/4361558

New York  
30 East 21st Street, Suite 2B  
New York, NY 10010  
Tel. 001/212/4477900  
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano  
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406320155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376  
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)  
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it



Nel 2024 sono previsti investimenti in immobilizzazioni immateriali per circa € 160.000, dovuti principalmente allo sviluppo della piattaforma di gestione e prenotazione degli eventi all'interno del Salone dello Studente.

Sono inoltre presenti in modo ricorrente circa € 50.000 ogni anno per materiali e arredi utilizzati all'interno delle attività dell'azienda sia in sede che presso le location dei saloni fisici sul territorio.

#### 4) Cash flow prospettico

Con riferimento ai periodi di piano, i flussi finanziari attesi dal management sono i seguenti:

*Classeditori*

Milano  
Via Marco Burgozzo, 5  
20122 Milano  
Tel. 02 58219 1  
Fax 02 58317376

Roma  
Via Santa Maria in Via, 12  
00187 Roma  
Tel. 06 692608 1  
Fax 06 69320374

Londra  
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor  
London EC4V - 5BY  
Tel. 0044/171/4361356  
Fax 0044/171/4351568

New York  
30 East 21st Street, Suite 2B  
New York, NY 10010  
Tel. 001/212/4477900  
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl - Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 - 20122 Milano  
CCIAA di Milano REA n. 1288230 - Cap. Soc. 10.000,00 euro - C.F. e P.IVA 09406120155 - Tel. 0358219.1 - Fax 0258317376  
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)  
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali - Via M. Burgozzo 5 - 20122 Milano - email: [gpo@class.it](mailto:gpo@class.it)

# CAMPUS

Campus Editori S.r.l.	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
<b>Cash flow (EUR '000)</b>				
<b>EBITDA</b>	<b>703</b>	<b>936</b>	<b>1.236</b>	<b>1.393</b>
Imposte	(130)	(221)	(314)	(366)
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
Rimborso	-	-	-	-
Crediti Commerciali	8	52	130	(77)
Altri Crediti	(0)	-	-	-
Debiti commerciali	143	(3)	96	55
Crediti per Imposte anticipate	16	-	-	-
Crediti tributari	(1)	-	-	-
Debiti tributari	41	8	21	(14)
Altri debiti	(201)	-	-	-
Variazioni capitale circolante netto	5	57	255	(36)
Della Fondi	20	23	25	27
Flussi di cassa generali dell'attività operativa	699	793	1.202	1.019
<i>Incrementi immobilizzazioni materiali</i>	<i>(50)</i>	<i>(50)</i>	<i>(50)</i>	<i>(50)</i>
<i>Incrementi netto immobilizzazioni immateriali</i>	<i>(160)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Incremento immobilizzazioni	(210)	(50)	(50)	(50)
Valutazioni	-	-	-	-
(Incremento) decremento nelle partecipazioni	-	-	-	-
Flussi di cassa generali dall'attività di investimento	(210)	(60)	(60)	(60)
Flussi di cassa operativi	389	743	1.162	969
Variazione debiti finanziari	(273)	(438)	(438)	(438)
Variazione crediti finanziari	(4.000)	-	-	-
Proventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
Aumento di capitale	0	-	-	-
Flussi di cassa generali dell'attività di finanziamento	(4.508)	(547)	(506)	(467)
<b>INCREMENTO (DECREMENTO) DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE</b>	<b>(4.119)</b>	<b>196</b>	<b>644</b>	<b>502</b>
<b>DISPONIBILITÀ LIQUIDE ALL'INIZIO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>2.089</b>	<b>(1.431)</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(580)</b>
<b>Pro Cash Flow</b>	<b>(4.119)</b>	<b>196</b>	<b>644</b>	<b>502</b>
<b>DISPONIBILITÀ LIQUIDE ALLA FINE DELL'ESERCIZIO</b>	<b>(1.431)</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(580)</b>	<b>(88)</b>

Con la presente si comunica che, relativamente alla situazione contabile della Società oggetto della valutazione (in allegato), alla data della presente dichiarazione non sono intervenute significative variazioni rispetto ai dati del 31 dicembre 2023 e, pertanto, le passività al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

Per quanto a nostra conoscenza, Vi confermiamo inoltre, le seguenti attestazioni:

- i) che non essendo intervenuta alcuna variazione significativa, le passività della Società al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

*Classeditori*

Milano	Roma	Londra	New York
Via Marco Burgozzo, 5 20122 Milano Tel. 02.58239.1 Fax 02.58317376	Via Santa Maria in Via, 12 00187 Roma Tel. 06.697608.1 Fax 06.69920374	1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor London EC4V - 5BY Tel. 0044/171/4361356 Fax 0044/171/4361568	30 East 23rd Street, Suite 2B New York, NY 10010 Tel. 001/212/4477900 Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano  
 CCIAA di Milano REA n. 128230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376  
 Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)  
 Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano – email: dpc@class.it



- ii) Le situazioni contabili al 31 dicembre 2023 riflettono accuratamente e compiutamente tutte le operazioni che si riferiscono alla Società. Allo stato attuale delle nostre conoscenze, tutte le operazioni poste in essere sono state compiute secondo corretti criteri di gestione, sono legittime, sia sotto l'aspetto formale sia sotto l'aspetto sostanziale, e inerenti all'attività sociale. Tutti i costi e oneri, i ricavi e proventi, gli incassi e gli esborsi, nonché gli impegni sono pienamente rappresentati in contabilità in modo veritiero e corretto e trovano adeguata documentazione di supporto emessa in conformità alla legislazione vigente. Non esistono attività, passività, costi o ricavi non riflessi in bilancio.
- iii) La documentazione messa a Sua disposizione ai fini dell'espletamento del Suo incarico è completa, autentica e attendibile e le informazioni ivi contenute sono corrette ed esatte.
- iv) A nostra conoscenza, non esistono ulteriori accordi, impegni, controdichiarazioni, *side letters*, intese, anche di natura verbale, né ulteriori operazioni o atti di gestione rispetto a quanto Vi è stato comunicato con riferimento alla Società oggetto di valutazione.
- v) Le assunzioni rilevanti da noi utilizzate per effettuare le stime sottostanti ai piani che Vi sono stati consegnati sono ragionevoli. Vi abbiamo fornito tutti gli elementi e le informazioni in nostro possesso utili ai fini delle valutazioni da noi effettuate.
- vi) Le stime delle evoluzioni economiche e finanziarie della Società, come da Piano economico-finanziario che è stato consegnato, rappresentano la nostra miglior stima di tali andamenti. Tutte le informazioni e gli elementi da noi utilizzati al fine delle analisi di tali stime Vi sono stati resi disponibili.
- vii) I Report che Vi sono stati trasmessi sono accurati per quanto riguarda i fatti ivi riportati e contengono tutte le informazioni relative alla portata del lavoro richiesto e non siamo a conoscenza di altri fatti o informazioni che sono stati omessi da tali Report, la cui omissione possa rendere fuorviante il quadro ivi descritto.

Campus Editori S.r.l.

L'Amministratore Delegato

Daniele Lucherini

*Classeditori*

Milano  
Via Marco Burgozzo, 5  
20122 Milano  
Tel. 02 58219 1  
Fax 02 58217376

Roma  
Via Santa Maria in Via, 12  
00187 Roma  
Tel. 06 697608 1  
Fax 06 69920374

Londra  
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor  
London EC4V - 5QY  
Tel. 0044/171/4361356  
Fax 0044/171/4361568

New York  
20 East 23 Street, Suite 2B  
New York, NY 10010  
Tel. 001/212/4477900  
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano  
C.C.M.A. di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258229.1 – Fax 0258317376  
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori SpA. (articolo 2497 bis del Codice Civile)  
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burgozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it

B. Piano Industriale 2024 – 2027

**Campus Editori S.r.l.**

<i>Conto economico (EUR'/000)</i>	<i>2024 Piano</i>	<i>2025 Piano</i>	<i>2026 Piano</i>	<i>2027 Piano</i>
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	266	266	266	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	70	70	70	70
<b>Totale Ricavi</b>	<b>4.071</b>	<b>4.345</b>	<b>5.002</b>	<b>5.383</b>
YoY	18,4%	6,7%	15,1%	7,6%
Costi per acquisti	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)
<b>Totale Costi Operativi</b>	<b>(3.368)</b>	<b>(3.410)</b>	<b>(3.766)</b>	<b>(3.989)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>703</b>	<b>935</b>	<b>1.236</b>	<b>1.393</b>
<i>EBITDA margin</i>	17,3%	21,5%	24,7%	25,9%
Ammortamenti e svalutazioni	(74)	(68)	(70)	(80)
di cui ammortamenti materiali	(23)	(20)	(30)	(40)
di cui ammortamenti immateriali	(51)	(48)	(40)	(40)
di cui svalutazioni	-	-	-	-
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>629</b>	<b>867</b>	<b>1.166</b>	<b>1.313</b>
<i>EBIT margin</i>	15,5%	19,9%	23,3%	24,4%
Proventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
<b>EBT</b>	<b>393</b>	<b>757</b>	<b>1.096</b>	<b>1.284</b>
<i>EBT margin</i>	9,7%	17,4%	21,9%	23,8%
Imposte e Tasse	(130)	(221)	(314)	(366)
Utile Netto relativo a terzi	-	-	-	-
<b>UTILE NETTO</b>	<b>264</b>	<b>536</b>	<b>782</b>	<b>918</b>

Campus Editori S.r.l.

<b>Stato Patrimoniale (EUR/000)</b>	<b>31/12/24 Piano</b>	<b>31/12/25 Piano</b>	<b>31/12/26 Piano</b>	<b>31/12/27 Piano</b>
Immobilizzazioni Immateriali	128	80	40	0
Immobilizzazioni Materiali	40	70	90	100
Partecipazioni	-	-	-	-
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>168</b>	<b>150</b>	<b>130</b>	<b>100</b>
Rimanenze	-	-	-	-
Crediti Commerciali	1.632	1.580	1.442	1.519
Altri Crediti	6	6	6	6
Debiti commerciali	(1.536)	(1.553)	(1.648)	(1.704)
Crediti per Imposte anticipate	-	-	-	-
Crediti tributari	105	105	105	105
Debiti tributari	(301)	(308)	(329)	(315)
Altri debiti	(261)	(261)	(261)	(261)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>(374)</b>	<b>(431)</b>	<b>(686)</b>	<b>(650)</b>
<b>Totale fondi</b>	<b>(265)</b>	<b>(288)</b>	<b>(313)</b>	<b>(341)</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>(471)</b>	<b>(569)</b>	<b>(869)</b>	<b>(890)</b>
Capitale sociale	10	10	10	10
Riserve	576	854	1.117	1.653
Soci c/versamenti	-	-	-	-
Utili (perdita) a nuovo	278	263	536	782
Utili (perdita) del periodo	263	536	782	918
<b>Totale patrimonio netto</b>	<b>1.127</b>	<b>1.663</b>	<b>2.445</b>	<b>3.363</b>
Debiti finanziari non correnti	2.627	2.190	1.752	-
Debiti finanziari correnti	438	438	438	1.752
Crediti Finanziari	(6.094)	(6.094)	(6.094)	(6.094)
Scoperto Cassa/(Disponibilità liquide)	1.431	1.235	591	89
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>(1.598)</b>	<b>(2.232)</b>	<b>(3.314)</b>	<b>(4.253)</b>
<b>Totale fonti</b>	<b>(471)</b>	<b>(569)</b>	<b>(869)</b>	<b>(890)</b>

**Campus Editori S.r.l.**

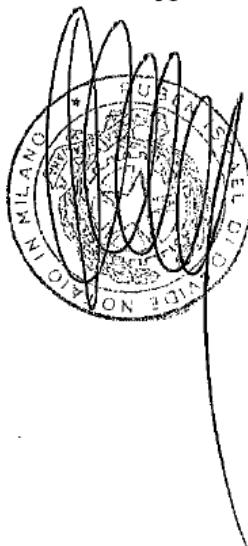
<b>Cash flow (EUR'000)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>	<b>Piano</b>
<b>EBI TDA</b>	<b>703</b>	<b>935</b>	<b>1.236</b>	<b>1.393</b>
Imposte	(130)	(221)	(314)	(366)
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
Rimanenze	-	-	-	-
Crediti Commerciali	8	52	138	(77)
Altri Crediti	(0)	-	-	-
Debiti commerciali	143	(3)	96	55
Crediti per Imposte anticipate	16	-	-	-
Crediti tributari	(1)	-	-	-
Debiti tributari	41	8	21	(14)
Altri debiti	(201)	-	-	-
Variazioni capitale circolante netto	5	57	255	(36)
Delta fondi	20	23	25	27
<b>Flussi di cassa generati dall'attività operativa</b>	<b>599</b>	<b>793</b>	<b>1.202</b>	<b>1.019</b>
Incrementi immobilizzazioni materiali	(50)	(50)	(50)	(50)
Incrementi nelle immobilizzazioni immateriali	(160)	-	-	-
Incremento immobilizzazioni	(210)	(50)	(50)	(50)
Svalutazioni	-	-	-	-
(Incremento) decremento nelle partecipazioni	-	-	-	-
<b>Flussi di cassa generati dall'attività di investimento</b>	<b>(210)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
<b>Flussi di cassa operativi</b>	<b>389</b>	<b>743</b>	<b>1.152</b>	<b>969</b>
Variazione debiti finanziari	(273)	(438)	(438)	(438)
Variazione crediti finanziari	(4.000)	-	-	-
Preventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
Aumento di capitale	0	-	-	-
<b>Flussi di cassa generati dall'attività di finanziamento</b>	<b>(4.508)</b>	<b>(547)</b>	<b>(508)</b>	<b>(467)</b>
<b>INCREMENTO (DECIMENTO) DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE</b>	<b>(4.119)</b>	<b>196</b>	<b>644</b>	<b>502</b>
<b>DISPONIBILITA' LIQUIDE ALL'INIZIO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>2.689</b>	<b>(1.431)</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(590)</b>
Free Cash Flow	(4.119)	196	644	502
<b>DISPONIBILITA' LIQUIDE ALLA FINE DELL'ESERCIZIO</b>	<b>(1.431)</b>	<b>(1.235)</b>	<b>(590)</b>	<b>(88)</b>

*Certificazione di conformità  
di documento cartaceo a documento informatico*  
(Art. 23 D.lgs. 7 marzo 2005, n. 82)

Certifico io sottoscritto **Ruben Israel**, notaio in Milano, iscritto al collegio notarile di Milano che la presente copia, redatta su supporto cartaceo in sedici fogli è conforme all'originale, firmato digitalmente dal dott. Bruno Piperno, nella sua qualità di revisore legale, la cui validità della firma è stata da me accertata ai sensi dell'art. 47-ter, comma 3, legge 89/1913 mediante il sistema di verificazione e-sign, ove risulta la vigenza (sino al giorno 17 novembre 2024 del certificato di detta firma), verificato con CRL n. 3575061 numero di serie 01 65 e4 2e, rilasciato da InfoCert S.p.A. e non revocato.

Copia formata ai sensi dell'art. 57--bis, co. 2 Legge 89/1913 per allegazione ad atto pubblico o scrittura privata da autenticare (e da registrare con MUI), redatto su supporto cartaceo.

Milano, 14 novembre 2024





**Nexia**  
**Audirevi**  
**Audit & Assurance**

ALLEGATO "D" AL Rep. n° 42640/19166

**Class Editori S.p.A.**

Attestazione della società di controllo sul prezzo di emissione delle azioni relative  
alla cessione del diritto di opzione al sensi dell'art. 2441  
dell'ord. regolatore delle società dell'art. 153, primo comma, D.Lgs. 58/98

## Relazione della società di revisione

sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto e sesto comma, del C.C., e dell'art. 158, primo comma, D. Lgs. 58/98

Al Consiglio di Amministrazione di  
Class Editori S.p.A.

### 1. Motivo ed oggetto dell'incarico

In relazione alla delega conferita dall'assemblea degli Azionisti del 2 maggio 2023 di Class Editori S.p.A. (nel seguito anche "Class Editori", la "Società" o l'"Emittente") al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 e 2420 ter del C.C. avente ad oggetto la facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto e sesto comma e 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (nel seguito anche "TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Class Editori la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione datata 30 settembre 2024 predisposta ai sensi dell'art. 2441, quarto e sesto comma, del C.C. (di seguito la "Relazione degli Amministratori" o la "Relazione"), che illustra e motiva la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione a servizio del conferimento descritto in narrativa.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, l'Operazione, come di seguito definita, si inserisce nell'ambito del processo di razionalizzazione e consolidamento delle attività dell'Emittente, finalizzato alla creazione di distinti poli di competenze specifiche, tra gli altri, nel settore dell'informazione finanziaria e della formazione, volto alla diversificazione della propria offerta commerciale nell'ambito del settore in cui l'azienda opera.

La proposta del Consiglio di Amministrazione di Class Editori (il "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori"), così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto l'emissione di complessive n. 46.229.522 nuove azioni di categoria A ("Nuove Azioni") prive di indicazione del valore nominale, ad un prezzo di emissione unitario di Euro 0,162 da offrirsi in sottoscrizione in via riservata a Marmora S.r.l, Paolo Panerai Editore S.r.l., Paolo Andrea Panerai in proprio, Nicoletta Costa Novaro in proprio, Gabriele Capolino in proprio, Pierluigi Magnaschi in proprio (di seguito i "Conferenti di MF"), azionisti di Milano Finanza Editori S.p.A e, separatamente da Marmora S.r.l. ("Marmora") quotista anche di Campus Editori S.r.l. ("Campus"), MF e Campus entrambe controllate di diritto ai sensi dell'art. 2359 del C.C. da Class Editori (i Conferenti MF e Campus sono collettivamente definiti anche "Conferenti"). L'aumento di capitale sarà effettuato a servizio del conferimento da parte dei Conferenti rispettivamente del 8,42% del capitale di MF e del 28,42% del capitale di Campus (l'"Operazione" o il "Conferimento"). Il Conferimento viene attuato secondo la procedura prevista dall'art.2343-ter, comma secondo, lettera (b) e 2343-quarter C.C. e, pertanto si basa sulla valutazione delle partecipazioni di MF e di Campus effettuata da due esperti indipendenti.

Più precisamente, il presente parere, che dapprima esamina i metodi seguiti dagli Amministratori per la redazione della proposta relativa all'emissione di numero 46.229.522 nuove azioni di categoria A ad un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 0,162 e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate, è costituito dalle considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Il suddetto aumento di capitale, in forza della delega conferita dall'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Class Editori tenutasi in data 2 maggio 2023, sarà deliberato nel corso del Consiglio di Amministrazione previsto per il prossimo 14 novembre 2024.

In riferimento all'Operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società nel corso della riunione del 30 settembre 2024 ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del C.C. e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il presente parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione (di seguito il "Parere").

Pertanto, con il presente lavoro diamo seguito a tale incarico e, quindi, esprimiamo il nostro parere in merito alla congruità logica delle determinazioni effettuate dagli Amministratori per l'identificazione del Prezzo di emissione delle già menzionate Nuove Azioni.

## 2. Sintesi dell'operazione

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, il proposto aumento di capitale riservato al servizio del Conferimento oggetto della relazione medesima si inserisce nel contesto di razionalizzazione e consolidamento delle attività dell'Emissente, finalizzato alla creazione di distinti poli di competenze specifiche, tra gli altri, nel settore dell'informazione finanziaria e della formazione, volto alla diversificazione della propria offerta commerciale nell'ambito del settore in cui l'azienda opera.

In tale contesto la progressiva acquisizione di partecipazioni di minoranza delle società già controllate e/o partecipate, così da ampliare e/o raggiungere il totale possesso da parte dell'Emissente, resta finalizzato a garantire l'ottimizzazione nella gestione operativa ed amministrativa delle controllate e ad agevolare eventuali accordi sinergici con soggetti terzi in un contesto di mercato sempre più caratterizzato da operazioni di aggregazione (commerciale e/o societaria) tra i vari operatori di settore.

I Conferenti conferiscono, ciascuno per quanto di propria competenza, le partecipazioni detenute in MF e Campus, ricevendo in contropartita azioni di Class Editori di nuova emissione.

Nello specifico l'Operazione prevede l'emissione di 46.229.522 nuove azioni di categoria A ad un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 0,162 da liberarsi mediante Conferimento del 8,42% del capitale di MF e del 28,42% del capitale di Campus. Sulla base dei valori attribuiti alle due società ed a Class Editori, quest'ultima emetterà n. 275.704 Nuove Azioni di Class Editori per ogni azione di MF e numero 8.018.8049 Nuove Azioni di Class Editori per ogni quota di Campus (il "Rapporto di Concambio").

L'Operazione descritta dagli Amministratori, pur sovrapponendosi in quanto a natura, requisiti, disciplina, motivazione e modalità attuative ad un aumento di capitale a pagamento ed essendo allo stesso del tutto assimilabile, non determina un incremento di capitale sociale stante l'imputazione dell'intero Conferimento a titolo di Sovraprezzo, in presenza di azioni senza indicazione del valore nominale. L'emissione delle Nuove Azioni a servizio del Conferimento determina, da una parte, l'aumento delle azioni in circolazione con conseguente diluizione dei restanti Soci e necessaria modifica dello Statuto, dall'altra, l'incremento della riserva sovrapprezzo, a cui l'intero prezzo di emissione viene imputato, e, di conseguenza comporta un rafforzamento della struttura patrimoniale della Società, pur rimanendo invariato il capitale sociale.

Il Conferimento viene attuato secondo la procedura prevista dagli art. 2343-ter, comma secondo, lettera (b) e 2343-quarter C.C., pertanto si basa sulla valutazione delle partecipazioni che ne sono l'oggetto, svolta su ciascuna delle società da due esperti indipendenti, individuati rispettivamente in Franco Rabitti dello Studio Rabitti & Partners per MF ed in Bruno Piperno, di Business Value per Campus (Rispettivamente "Rabitti" e "Piperno", o collettivamente gli "Esperti").

Lo strumento dell'acquisizione delle partecipazioni di interesse attraverso il Conferimento in aumento di capitale riservato, da liberarsi in natura consentirebbe all'Emissente di regolare questa operazione senza un esborso per cassa e senza incidere sulla posizione finanziaria netta dell'Emissente stessa, col conseguente beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la Società.

Alla luce delle motivazioni sottostanti alla decisione di procedere al Conferimento, come dettagliate dagli Amministratori nella Relazione, Il Consiglio di Amministrazione ritiene dunque che l'aumento di capitale a servizio del Conferimento sia nell'interesse sociale, per le ragioni sopra esposte.





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

Il presente Parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del C.C. e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto e sesto comma, del C.C., in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai fini del prospettato aumento di capitale.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'Operazione sopra definite, così come illustrate nella Relazione degli Amministratori, il presente Parere indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni (da liberarsi mediante Conferimento) e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate e le nostre considerazioni sull'adeguatezza nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare le metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli Amministratori.

### **4. Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Class Editori sull'aumento di capitale datata 30 settembre 2024, predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del C.C. e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale dell'adunanza da allibrare del Consiglio di Amministrazione del 30 settembre 2024 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- statuto vigente della Società, modificato a seguito dell'Assemblea straordinaria dei Soci di Class Editori S.p.A. del 2 maggio 2023 per le finalità di cui al presente lavoro;
- perizia stragiudiziale di stima della società Milano Finanza S.p.A. ai sensi degli articoli 2438 e seguenti del C.C. datata 7 giugno 2024 redatta da Rabitti;
- perizia stragiudiziale di stima della società Campus Editori S.r.l. ai sensi degli articoli 2443-ter, comma 2, lettera b) e del C.C. datata 12 giugno 2024 redatta da Piperno;
- bilancio di esercizio e consolidato di Class Editori al 31 dicembre 2023 da noi assoggettata a revisione contabile la cui relazione è stata emessa in data in data 8 aprile 2024;
- relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2024 del Gruppo Class Editori, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 30 settembre 2024;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Class Editori S.p.A. registrato nei sei e dodici mesi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri scambiati;
- documento informativo relativo ad operazione con parti correlate di maggiore rilevanza redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato relativo predisposto al fine di fornire agli azionisti ed al mercato un esauriente quadro informativo relativo all'Operazione;



- parere del Comitato Operazioni con Parti Correlate di Class Editori del 24 settembre 2024 relativo all'esame dell'Operazione con parti correlate del conferimento della complessiva partecipazione pari a 8,42% del capitale di Milano Finanza Editori S.p.A. ("MF") da parte di Marmorà S.r.l., Paolo Panerai Editore S.r.l., Paolo Andrea Panerai, Nicoletta Costa Novaro, Gabriele Capolino, Pierluigi Magnaschi ed ai conferimenti della partecipazione pari a 28,42% del capitale della Campus S.r.l. ("Campus") da parte di Marmorà S.r.l.
- comunicati stampa di Class Editori contenenti le informazioni previste dall'art. 114, comma quinto, del D. Lgs. 58/98;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 21 ottobre 2024 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Class Editori, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni sopra richiamate, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

##### **5. Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, del C.C., il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*.

Nel caso di specie gli Amministratori della Società, vista la peculiarità del contesto in esame, hanno considerato le seguenti metodologie ed elementi di riferimento:

- Il patrimonio netto rinveniente dal bilancio separato di Class Editori, alla data del 31 dicembre 2023, risulta pari a circa Euro 38,9 milioni, pertanto, le n. 276.524.556 azioni in circolazione hanno un valore patrimoniale implicito unitario pari ad Euro 0,1406.
- Il prezzo di mercato delle azioni Class Editori, che costituisce l'ulteriore elemento al quale fa riferimento l'art. 2441, sesto comma, del C.C., assume scarsa valenza nel caso di specie ai fini valutativi. Infatti, le metodologie valutative fondate sui prezzi di borsa, come noto, si basano sul presupposto che il valore attribuibile alla società oggetto di valutazione sia desumibile dal prezzo di quotazione delle azioni sul mercato borsistico. Tuttavia, la sussistenza di tale presupposto non può prescindere dalla considerazione della liquidità del titolo e da un'analisi della valutazione che i prezzi di borsa attribuiscono alla Società stessa. Con riferimento alla liquidità del titolo dell'Emittente, infatti, le analisi svolte evidenziano un volume di scambi molto contenuto in rapporto al numero totale delle azioni in circolazione (con scambi giornalieri medi negli ultimi 12 mesi pari a circa 392.000 azioni, corrispondenti allo 0,14% del capitale sociale), con un andamento del titolo influenzato dalle informazioni tempestivamente fornite al mercato. In tale contesto il prezzo medio ponderato del titolo registrato negli ultimi 6 mesi è stato pari ad 0,1005 euro/azione;



- Il Consiglio di Amministrazione ha determinato implicitamente il prezzo di emissione delle Nuove Azioni in Euro 0,162 sulla base di negoziazioni tra le parti che hanno preso a riferimento anche il valore utilizzato nell'ambito del più recente aumento di capitale a pagamento per complessivi Euro 17 milioni deliberato dalla Società ed interamente sottoscritto nel dicembre 2022; tale valutazione è stata ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione, in quanto superiore rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 euro/azione) e al valore del Patrimonio Netto per azione (pari a 0,1406 euro/azione).

In ragione di quanto precede, gli Amministratori della Società, ritengono che il prezzo di emissione di Euro 0,162, determinato sulla base delle negoziazioni con i Conferenti, è superiore di circa il 15% rispetto al valore del patrimonio netto per azione e del 61% rispetto al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi 6 mesi, soddisfi di per sé la ratio dell'art. 2441, sesto comma, del C.C., che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci. Infatti, l'effetto diluitivo che in parte gli attuali soci subirebbero quale conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione per effetto dell'aumento di capitale non comporterà, per gli stessi, alcuna perdita di valore delle azioni detenute ma, al contrario, la conservazione da parte dei Soci attuali di una frazione del capitale sociale che rappresenta la conservazione del valore delle loro partecipazioni e un potenziale incremento di valore delle stesse in prospettiva futura.

In conclusione, alla luce di tutti gli elementi valutativi precedentemente indicati, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che il prezzo di Euro 0,162 per azione costituisca un prezzo congruo ai fini dell'aumento di capitale al servizio del Conferimento con esclusione del diritto di opzione.

#### **6. Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione**

Nella Relazione non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente.

#### **7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione**

Sulla base delle risultanze riscontrate dall'applicazione delle metodologie e degli elementi considerati dagli Amministratori della Società, richiamate al precedente paragrafo 5, il prezzo di emissione delle nuove azioni Class Editori nell'ambito dell'aumento di capitale pari ad Euro 0,162, è stato determinato sulla base di valutazioni condivise con i Conferenti e che prevedono, tra l'altro, l'emissione di n. 46.229.522 azioni di Class Editori da liberare a fronte del conferimento rispettivamente dell'8,420% delle azioni di MF detenute dai Conferenti, pari a numero 85.122 e valorizzate in Euro 3.797.293 e del 28,42% delle quote di Campus detenute da Marmora, pari a numero 2.842 e valorizzate in Euro 3.691.890.

Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni Class Editori è pari a 0,162 euro/azione è stato definito dagli Amministratori sulla base di negoziazioni tra le parti, che hanno preso a riferimento anche il valore utilizzato nell'ambito del più recente aumento di capitale a pagamento deliberato dalla Società ed interamente sottoscritto nel dicembre 2022 per complessivi Euro 17 milioni. Tale valutazione è stata ritenuta dai Amministratori adeguata rispetto all'interesse degli attuali azionisti, anche ai fini del rafforzamento patrimoniale e della prosecuzione dell'operatività in una logica di ottimizzazione della gestione operativa ed amministrativa delle controllate.



Alla luce di tutti gli elementi valutativi precedentemente indicati, il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'aumento di capitale a servizio del Conferimento sia lo strumento più idoneo per consentire il processo di razionalizzazione e consolidamento delle attività dell'Emittente finalizzato alla creazione di distinti poli di competenze specifiche nel settore dell'informazione, volto alla diversificazione della propria offerta commerciale nell'ambito del settore in cui l'azienda opera.

Lo strumento dell'acquisizione delle partecipazioni di interesse attraverso il conferimento in aumento di capitale riservato da liberarsi in natura consentirebbe altresì all'Emittente di regolare questa Operazione senza un esborso per cassa e senza incidere sulla posizione finanziaria netta dell'Emittente, col conseguente beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la Società. Come evidenziato, infatti, a liberazione dell'aumento di capitale in natura, i soci Conferenti MF e Marmora conferiscono, ciascuno per quanto di propria competenza, le partecipazioni detenute in MF e Campus, ricevendo in contropartita solo azioni di Class Editori di nuova emissione.

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

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esaminato la documentazione e le informazioni elencate nel precedente paragrafo 4;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- riscontrato la completezza e la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori sottostanti il metodo valutativo e gli elementi considerati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- svolto una lettura critica delle perizie redatte dagli Esperti contenenti le valutazioni del capitale economico di MF e Campus utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Concambio;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data del 30 settembre 2024, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni, sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- analizzato la documentazione pubblicamente disponibile su Class Editori S.p.A. e sul titolo;
- analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa e dei volumi scambiati delle azioni di Class Editori in diversi orizzonti temporali, sino a dodici mesi precedenti la data del presente Parere;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- 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, nelle circostanze, l'adeguatezza, ragionevolezza e non arbitrarietà;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che il metodo di valutazione considerato dagli Amministratori fosse idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle Nuove Azioni;
- ricevuta formale attestazione dei legali rappresentanti dell'Emittente sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, 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 metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni**

La Relazione, predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame, descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del Conferimento.

Gli Amministratori tengono anche conto dell'articolato quadro delle intese intervenute tra i vari soggetti interessati dalle operazioni indicate nel precedente paragrafo 2, che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'Operazione. Ciò esclusivamente nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, che rappresentano i destinatari del presente Parere.

In primo luogo, si premette che i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione della Società rispondono, in termini generali, al disposto dell'art. 2441 sesto comma del C.C., che stabilisce, infatti, che il prezzo di emissione delle azioni nell'ambito di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 quinto comma del C.C., è da determinarsi *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*.

In dottrina, si è osservato che il "valore di mercato" delle azioni rappresenta un criterio di fissazione del prezzo di emissione autonomo rispetto a quello individuato dal sesto comma dell'art. 2441 del C.C. per le ipotesi tradizionali di esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto comma, primo periodo, e sesto comma dello stesso articolo e deve essere pertanto interpretato con un'appropriata flessibilità ed elasticità. In primo luogo, la "corrispondenza" richiesta dalla norma non pare implicare una necessaria "coincidenza" tra prezzo di emissione e valore di mercato. Appare in effetti possibile che sussista un margine di scostamento tra i due parametri, in ragione dell'andamento contingente dei corsi di borsa.

In aggiunta a tali considerazioni di carattere generale, tuttavia, è fondamentale tenere in considerazione i seguenti elementi connessi alle circostanze specifiche della Società e del Gruppo:

- l'aumento di capitale, riservato ai Conferenti, consente la possibilità all'Emittente di regolare l'acquisizione delle partecipazioni senza un esborso per cassa e senza incidere sulla posizione finanziaria netta dell'Emittente, con il conseguente beneficio economico-finanziario di rafforzare patrimonialmente la società, consentendole, con uno strumento rapido privo di esborso finanziario di ricostruire la dotazione patrimoniale idonea allo sviluppo delle strategie di crescita previste nel proprio Piano Industriale Finanziario;
- nella sostanza, quindi, il prezzo proposto dagli Amministratori, è stato definito sulla base di negoziazioni tra le parti in considerazione anche del valore utilizzato nell'ambito del più recente aumento di capitale a pagamento sottoscritto nel mese di dicembre 2022. Sulla scorta di tali considerazioni, il prezzo unitario dell'emissione delle Nuove Azioni non è pregiudizievole nei confronti degli attuali soci poiché, di fatto, include un premio隐含的 rispetto al valore espresso dal mercato dei capitali ed al valore di patrimonio netto.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente Parere.

Le procedure descritte nella presente relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un parere sulla congruità logica del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori della Società per determinare il prezzo di emissione delle Nuove Azioni e pertanto non hanno alcuna validità per finalità diverse, e non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità economica dell'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, né tanto meno sulle motivazioni di tipo industriale, finanziario e gestionale dell'operazione stessa espresse nella Relazione degli Amministratori.



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

Gli Amministratori riferiscono che l'aumento di capitale costituisce un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi dell'art. 6.1 e 6.2 della Procedura per le operazioni con Parti Correlate ("OPC"). Pertanto, il Consiglio di Amministrazione di Class Editori ha approvato la proposta di aumento di capitale previo motivato parere favorevole del Comitato Controllo e Rischi in funzione di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ("Comitato OPC") sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Non rientrano nell'oggetto del nostro incarico considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'aumento di capitale, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In merito alle difficoltà, ai limiti ed agli altri aspetti di rilievo riscontrati nello svolgimento del nostro lavoro, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche indipendenti a riguardo;
- non rientra tra gli scopi del presente Parere esprimere considerazioni circa la congruità del rapporto di Concambio né sull'adeguatezza, nonché sulla corretta applicazione, dei metodi impiegati dagli Esperti per la valutazione delle partecipazioni oggetto di Conferimento. Parlanti, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia delle delibere consiliari relative all'Operazione, non abbiamo effettuato analisi o valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità di effettuazione e le tempistiche di svolgimento dell'operazione di aumento di capitale;
- come evidenziato dagli Amministratori, l'aumento di capitale costituisce operazione esecutiva degli Accordi con i Conferenti finalizzato alla razionalizzazione ed al consolidamento dell'attività dell'Emitente, mediante la creazione di distinti poli di competenze specifiche, tra gli altri, nel settore dell'informazione finanziaria e della formazione, volto alla diversificazione della propria offerta commerciale nell'ambito del settore in cui l'azienda opera;
- nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, l'applicazione del criterio del valore del patrimonio netto e dell'andamento della quotazione del titolo, esplicitamente previsti dall'art. 2441 sesto comma del C.C., è stata ritenuta dagli Amministratori non applicabile al caso di specie in quanto: (i) stabilendo un prezzo di emissione delle azioni superiore del 15% al valore patrimoniale implicito delle n. 276.524.556 azioni esistenti alla data del 31 dicembre 2023 e pari ad Euro 0,146, la ratio dell'art. 2441 sesto comma (che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci) risulterebbe soddisfatta in quanto gli attuali azionisti non subiranno alcuna perdita di valore delle azioni ad oggi detenute ma al contrario si verificherà una conservazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione; (ii) il prezzo di borsa delle azioni Class Editori, che costituisce l'ulteriore elemento al quale fa riferimento l'art. 2441, sesto comma, del C.C., assume scarsa valenza nel caso di specie ai fini valutativi; in particolare, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di criterio principale, né ai fini di controllo, la metodologia delle quotazioni di borsa. In ragione di quanto esposto ed in considerazione delle peculiari caratteristiche dell'operazione di aumento di capitale, nel caso di specie, metodologie diverse da quella adottata sono state ritenute dagli Amministratori non applicabili nella fattispecie in oggetto. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. Le conclusioni illustrate in calce al presente Parere si fondano, pertanto, sulla validità del presupposto della non applicabilità di criteri diversi da quello di natura negoziale che si presentano coerenti con il prezzo di vendita unitario delle azioni già adottato dagli Amministratori nell'operazione di aumento di capitale a pagamento avvenuto a dicembre 2022;

- nel caso di specie, il prezzo di emissione delle Nuove Azioni, pari ad Euro 0,162, è stato determinato in base a negoziazioni con i Conferenti che hanno preso a riferimento anche il valore utilizzato nell'ambito del più recente aumento di capitale a pagamento per complessivi Euro 17 milioni deliberato dalla Società ed interamente sottoscritto nel dicembre 2022; tale valutazione è stata ritenuta adeguata rispetto agli interessi degli attuali azionisti che non potranno avvalersi del diritto di opzione, in quanto superiore e rispetto al prezzo medio ponderato registrato dal titolo negli ultimi sei mesi (pari a 0,1005 euro/azione) e al valore del Patrimonio Netto per azione (pari a 0,1406 euro/azione). Le negoziazioni condivise con i Conferenti si presentano superiori di circa il 61% rispetto al prezzo medio registrato dal titolo negli ultimi 6 mesi. Tale condizione soddisfa, di per sé, la ratio dell'art. 2441, sesto comma, del C.C., che è quella di verificare che l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione non sia effettuato a condizioni pregiudizievoli per gli attuali soci. Infatti, l'effetto diluitivo che i soci attuali subiscono in parte quale conseguenza dell'esclusione del diritto di opzione con riferimento all'aumento di capitale non comporterà, per gli stessi, alcuna perdita di valore delle azioni detenute ma, al contrario, la conservazione da parte dei soci attuali di una frazione del capitale sociale che rappresenterà un incremento del valore della loro partecipazione. Pertanto, le conclusioni esposte in calce al successivo paragrafo 11 devono essere lette ed interpretate in tale prospettiva.

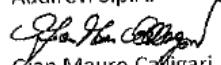
Infine, occorre evidenziare che gli Amministratori, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle Nuove Azioni, non hanno adottato metodologie di controllo di tipo analitico utilizzando dati economici e finanziari prospettici previsti da eventuali piani industriali approvati dagli Amministratori della Società, ma hanno utilizzato un criterio basato anche sulle negoziazioni con i Conferenti come sopra riportato. Le conclusioni esposte in calce alla presente soggiacciono ai limiti derivanti da tale scelta effettuata da parte degli Amministratori.

#### 11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto delle caratteristiche dell'Operazione della natura e della portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente Parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10 e tenuta in considerazione la *ratio* dell'art. 2441, sesto comma, del C.C., riteniamo che il metodo di valutazione adottato e gli elementi di riferimento considerati dagli Amministratori siano adeguati, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, e che gli stessi siano stati correttamente applicati dagli stessi ai fini della determinazione del prezzo di emissione unitario delle Nuove Azioni di Class Editori S.p.A. pari ad Euro 0,162.

Milano, 21 ottobre 2024

Audirevi S.p.A.

  
Gian Mauro Califari  
Socio

## **DENOMINAZIONE – OGGETTO - SEDE – DURATA**

### **Articolo 1 (denominazione della società)**

E’ costituita una società per azioni denominata:

**“CLASS EDITORI S.P.A.”**

### **Articolo 2 (oggetto sociale)**

La società ha per oggetto l’industria editoriale in genere.

Essa può compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari ritenute dall’Amministrazione necessarie od utili per il conseguimento dell’oggetto sociale; essa può pure prestare avalli, fidejussioni ed ogni altra garanzia, anche reale a favore di debiti assunti da terzi; può anche assumere, sia direttamente che indirettamente, interessenze e partecipazioni in altre società od imprese aventi oggetto analogo od affine o connesso al proprio.

Il tutto con esclusione dell’esercizio nei confronti del pubblico di qualunque attività dalla legge definita “attività finanziaria”.

### **Articolo 3 (sede)**

La società ha sede in Milano.

### **Articolo 4 (durata)**

La durata della società è fissata sino al 31 dicembre 2050.

Ai sensi dell’art. 2437, secondo comma, c.c., in caso di proroga del termine, i soci che non abbiano concorso all’approvazione della relativa deliberazione non avranno diritto di recedere.

## **CAPITALE**

### **Articolo 5 (capitale sociale)**

Il Capitale sociale è determinato in Euro 43.100.619,90, diviso in n. 276.524.556 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 276.504.556 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all’art.16.

Ciascuna azione di categoria B è convertibile, a semplice richiesta e a spese del titolare, in un’azione di categoria A.

Le azioni, a qualunque categoria appartengano, sono trasferibili nel rispetto delle condizioni di cui alla legge 5 agosto 1981 n. 416, sue modifiche e disposizioni connesse.

Nelle deliberazioni di aumento del capitale a pagamento, il diritto di opzione può essere escluso nella misura massima del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile.

In data 14 novembre 2024, il Consiglio di Amministrazione – in parziale esecuzione della delega di cui all’art. 6, comma 1 n. 1 (a) – ha deliberato di emettere n. 46.229.522 azioni di categoria A prive di valore nominale con sovrapprezzo di euro 7.489.182,61 e senza aumento del capitale che pertanto rimane immutato nella sua attuale misura di euro 43.100.619,90 suddiviso in numero 322.754.078 azioni prive di indicazione del valore nominale di cui n. 322.734.078 azioni di categoria A e n. 20.000 azioni di categoria B munite dei diritti di cui all’art.16; dette sottoscrizioni da attuarsi entro il 31 gennaio 2025 e con la previsione che le stesse rimarranno ferme nei limiti delle sottoscrizioni raccolte entro tale termine

### **Articolo 6 (delega agli amministratori)**

E’ attribuita agli Amministratori ai sensi degli articoli 2443 e 2420 ter 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 2 maggio 2023:

a. per un importo massimo di Euro 70 (settanta) milioni, mediante emissione di ora un massimo di n. 403.064.444 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 (centottantacinquemila) mediante emissione di massime n. 1.187.419 (unmilione centottantasettemila quattrocentodiciannove) azioni ordinarie di categoria A, da offrire/attribuire a dipendenti e collaboratori - questi ultimi da individuarsi a cura del Consiglio di Amministrazione tra i soggetti e/o collaboratori che siano legati da rapporti di agenzia o rappresentanza e di collaborazione coordinata e continuativa alla Società e/o sue controllate e collegate - a norma degli articoli 2441 e/o 2349 del Codice Civile e dell'art. 134 D.Lgs. 58/1998.

In caso di assegnazione gratuita di azioni il loro controvalore dovrà essere prelevato dalla Riserva già in precedenza costituita ed iscritta a bilancio per Euro 278.707,00 (duecentosettantottomila settecentosette/00); nel caso di assegnazione a pagamento delle azioni il Consiglio potrà stabilire un sovrapprezzo;

**c.** ai sensi dell'articolo 2420 ter C.C., la facoltà di emettere prestiti obbligazionari convertibili per un importo massimo complessivo di Euro 15 (quindici) 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. Più in generale definire modalità, termini e condizioni dell'emissione del prestito obbligazionario ed il suo regolamento.

### **Articolo 7 (categorie di azioni – versamenti sulle azioni)**

Il capitale può essere aumentato anche con emissione di azioni privilegiate od aventi diritti diversi da quelli delle precedenti azioni.

I versamenti sulle azioni sono richiesti dall'amministrazione nei termini e modi che reputa convenienti.

A carico dei soci in ritardo nei versamenti decorre l'interesse in ragione annua del 5%, fermo il disposto dell'art. 2344 del c.c..

Le azioni sono nominative e, se interamente liberate, possono essere convertite al portatore o viceversa, qualora non ostino divieti di legge.

Le azioni sono emesse in regime di dematerializzazione.

### **Articolo 8 (riduzione del capitale)**

L'assemblea può deliberare la riduzione del capitale, salvo il disposto degli artt. 2357 e 2413 c.c., anche mediante assegnazione a singoli soci o gruppi di soci di determinate attività sociali.

### **Articolo 9 (diritto di recesso)**

Il diritto di recesso spetta nei casi previsti dalle norme inderogabili ed è esercitato con le modalità di legge.

Il diritto di recesso non spetta per le delibere di proroga della durata della società e di introduzione, modificazione, rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni.

## **ASSEMBLEA**

### **Articolo 10 (rappresentanza – convocazione)**

L'assemblea rappresenta la universalità dei soci e le sue deliberazioni, prese in conformità alla legge ed al presente statuto, obbligano tutti i soci.

L'assemblea è ordinaria e straordinaria ai sensi di legge. Essa può essere convocata fuori della sede sociale, in Italia, fatto salvo quanto previsto all'art. 14 del presente Statuto.

Quando particolari esigenze lo richiedano l'assemblea ordinaria può venire convocata dall'amministrazione entro il termine, nei limiti ed alle condizioni previsti dall'art. 2364 comma 2 c.c..

### **Articolo 11 (diritto di voto)**

- 1) Ogni azione dà diritto ad un voto.
- 2) In deroga a quanto previsto dal comma precedente, ciascuna azione dà diritto a voto doppio ove siano soddisfatte entrambe le seguenti condizioni:
  - a) Il diritto di voto sia spettato al medesimo soggetto in forza di un diritto reale legittimante (piena proprietà con diritto di voto, nuda proprietà con diritto di voto o usufrutto con diritto di voto) per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi;
  - b) La ricorrenza del presupposto sub a) si attestata dall'iscrizione continuativa, per un periodo non inferiore a ventiquattro mesi, nell'elenco soci di cui al Libro Soci Stabili ("Libro") appositamente istituito, tenuto e aggiornato a cura della Società;
- 3) La Società iscrive nel Libro ciascun azionista che ne faccia richiesta per il tramite di un intermediario, come definito dall'Art. 1 del Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione, emanato congiuntamente da Banca d'Italia e Consob ("Provvedimento").
- 4) La richiesta può riguardare tutte o anche solo una parte delle azioni appartenenti all'azionista e salvo quanto previsto al comma 9, comporterà, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 143-quater del Regolamento Emittenti emanato da Consob, l'automatica iscrizione nell'apposita sezione dell'elenco di cui al Libro, al decorso del termine di ventiquattro mesi dall'iscrizione nel Libro stesso.
- 5) La richiesta deve essere trasmessa unitamente a una certificazione/comunicazione contenete le informazioni di cui all'art. 21 del Provvedimento avente clausola "sino a revoca".
- 6) La Società provvede alle iscrizioni e all'aggiornamento del Libro mensilmente, il primo giorno lavorativo del mese successivo a quello in cui le perviene la richiesta e la certificazione/comunicazione.
- 7) Ai fini dell'esercizio del voto maggiorato l'azionista dovrà richiedere, in occasione di ciascuna assemblea, l'emissione di una certificazione/comunicazione rilasciata ai sensi del Provvedimento, attestante altresì la durata di ininterrotta appartenenza delle azioni per le quali il diritto di voto è oggetto di maggiorazione.
- 8) Ferme restando le disposizioni normative in tema di trasferimento di partecipazioni di controllo in società ed enti titolari di azioni con voto maggiorato, l'intestazione o disintestazione fiduciaria non rilevano, purché non vi sia stata una modifica del fiduciante e ciò venga attestato dal fiduciario prima dell'inizio di ciascuna assemblea.
- 9) Colui cui spetta il diritto di voto maggiorato può in ogni tempo rinunciarvi irrevocabilmente, per tutte o solo alcune delle sue azioni; alla rinuncia consegue automaticamente la cancellazione dal Libro delle azioni per le quali il diritto di voto maggiorato è stato rinunciato. Resta fermo il diritto del medesimo azionista di richiedere nuovamente l'iscrizione nel Libro al fine di far decorrere un nuovo periodo continuativo per le azioni per le quali il diritto di voto maggiorato è stato rinunciato.
- 10) Il diritto di voto maggiorato è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni.
- 11) Il diritto di voto maggiorato si estende proporzionalmente alle azioni di nuova emissione in caso di aumento del capitale ai sensi dell'art. 2442 del Codice Civile.  
In caso di aumento di capitale sociale mediante nuovi conferimenti la maggiorazione del voto spetterà alle nuove azioni emesse in esercizio di diritti proporzionalmente spettanti e sino a concorrenza degli stessi.
- 12) Il Consiglio di Amministrazione può approvare un Regolamento per la disciplina di dettaglio relativa alla tenuta e conservazione del Libro.

### **Articolo 12 (formalità per la convocazione)**

Le convocazioni delle assemblee sono fatte con la pubblicazione dell'avviso contenente l'Ordine del Giorno nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana oppure su almeno uno dei seguenti

quotidiani: "MF – Milano Finanza" o "Italia Oggi" nei termini di legge; detto avviso dovrà in ogni caso esser altresì pubblicato sul sito Internet della società.

Nello stesso avviso può essere fissata per altro giorno la seconda adunanza, qualora la prima vada deserta.

Sono tuttavia valide le assemblee anche non convocate come sopra, qualora sia rappresentato l'intero capitale sociale e vi assistano la maggioranza dei componenti degli organi amministrativi e di controllo.

### **Articolo 13 (diritto d'intervento)**

La legittimazione all'intervento in assemblea, all'esercizio del diritto di voto e alla presentazione di proposte di deliberazione è attestata dalla comunicazione all'emittente prevista dalle disposizioni di legge e regolamentari pro tempore vigenti, effettuata dall'intermediario di cui agli artt. 80 e ss. D.Lgs. 58/1998, in conformità alle scritture contabile di quest'ultimo in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto.

La comunicazione di cui sopra è effettuata dall'intermediario sulla base delle evidenze relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione, fermo restando il diverso termine di ricezione della comunicazione da parte della Società fissato dalle disposizioni di legge e regolamentari pro tempore vigenti per il casi di presentazione di proposte di deliberazione; le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea.

### **Articolo 14 (rappresentanza nell'assemblea)**

Ogni socio che abbia diritto di intervento all'assemblea può farsi rappresentare per delega scritta da altra persona, socio o non socio, salve le limitazioni di legge; nella delega può esser indicato un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salvo la facoltà di indicare dei sostituti ovvero di indicare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari a valere sui quali sia stata effettuata la comunicazione prevista dall'art. 83-sexies D.Lgs. 58/1998. Il delegato può farsi sostituire da un soggetto di propria scelta, solo se la delega prevede espressamente tale facoltà e sempre fermi la facoltà del rappresentato di indicare uno o più sostituti ed il rispetto delle limitazioni di legge.

In deroga a quanto disposto al precedente comma, qualora il soggetto indicato come titolare delle azioni nella comunicazione di cui all'art. 83-sexies D.Lgs. 58/1998 agisca, anche mediante intestazioni fiduciarie, per conto di propri clienti, questi può indicare come rappresentante i soggetti per conto dei quali esso agisce ovvero uno o più terzi designati da tali soggetti.

Il rappresentante dovrà consegnare l'originale della delega o, in luogo dell'originale, consegnare o trasmettere una copia, anche su supporto informatico, della delega attestando sotto la propria responsabilità la conformità della delega all'originale e l'identità del delegante; il rappresentante dovrà conservare l'originale della delega e tener traccia delle istruzioni di voto eventualmente ricevute per un anno a decorrere dalla conclusione dei lavori assembleari.

La Società può designare per ciascuna assemblea un soggetto al quale i soci possono conferire, con le modalità e nei termini previsti dalla legge e dalle disposizioni regolamentari pro tempore vigenti, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto. Ove previsto e/o consentito dalla legge e/o dalle disposizioni regolamentari pro tempore vigenti, la Società potrà prevedere che l'intervento e l'esercizio del diritto di voto in assemblea da parte degli aventi diritto possa anche avvenire esclusivamente mediante conferimento di delega (o subdelega) di voto a tale soggetto, con le modalità previste dalle medesime leggi e/o disposizioni regolamentari.

Ai sensi dell'art. 135-novies comma 6 D.Lgs. 158/98, i soci possono far pervenire la propria delega alla società per posta elettronica inviata all'indirizzo che verrà indicato nell'avviso di convocazione. Ove si faccia ricorso alla facoltà di cui al precedente comma 4, la Società potrà prevedere che la partecipazione all'assemblea da parte dei soggetti legittimati possa avvenire anche o unicamente mediante mezzi di telecomunicazione che ne garantiscano l'identificazione senza necessità che si

trovino nello stesso luogo il Presidente, il Segretario e/o il Notaio, se previsto e/o consentito dalla legge e/o dalle disposizioni regolamentari pro tempore vigenti.

#### **Articolo 15 (Presidenza dell'Assemblea)**

L'assemblea è presieduta dal Presidente del Consiglio, in difetto di che l'assemblea elegge il proprio Presidente.

Spetta al Presidente dell'Assemblea verificare la regolarità della costituzione, accertare l'identità e la legittimazione dei presenti, regolare il suo svolgimento ed accettare i risultati delle votazioni.

#### **Articolo 16 (validità delle deliberazioni)**

Le deliberazioni dell'assemblea sono valide se prese con la presenza e le maggioranze stabilite dalla legge.

In deroga a quanto previsto dal comma precedente:

(a) su richiesta di azionisti titolari di azioni di categoria B che rappresentino più di metà delle azioni della categoria, la nomina degli amministratori viene effettuata con votazione per liste secondo le disposizioni che seguono:

- ogni azione ha diritto di votare una sola lista;
- gli Amministratori sono tratti per due terzi dalla lista che riporta il maggior numero di voti e per il rimanente terzo (calcolandosi tale quorum, in caso di quoziente frazionario superiore alla metà, con arrotondamento all'unità superiore) da quella diversa lista, presentata da azionisti titolari di azioni di categoria B, che abbia riportato, tra le liste presentate da azionisti della medesima categoria, il maggior numero di voti. All'interno di ogni lista gli eletti sono prescelti secondo l'ordine di elencazione;
- né al titolare delle azioni né al delegato è consentito esprimere voto divergente per parte delle azioni proprie o rappresentate a meno che si tratti di azioni di diverse categorie;

(b) le disposizioni degli articoli 16 e 24 possono essere modificate previa approvazione da parte dell'assemblea speciale dei titolari di azioni di categoria B.

#### **Articolo 17 (verbale delle deliberazioni dell'assemblea)**

Il Presidente dell'assemblea è assistito da un Segretario anche non socio nominato dall'assemblea e, se lo crede nel caso, da due scrutatori scelti tra gli azionisti o i Sindaci.

Le deliberazioni dell'assemblea sono constatate da verbale firmato dal Presidente, dal Segretario ed eventualmente dagli scrutatori.

Nei casi di legge ed inoltre quando il Presidente dell'assemblea lo ritenga opportuno, il verbale viene redatto da un Notaio.

### **AMMINISTRAZIONE**

#### **Articolo 18 (amministrazione della società)**

La società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da un numero di membri variabile da cinque a diciotto, secondo quanto deliberato dall'assemblea ordinaria.

### **CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

#### **Articolo 19 (nomina – durata)**

Gli Amministratori sono nominati dall'assemblea. Essi durano in carica fino a tre esercizi, sono rieleggibili e in caso di cessazione sono sostituiti ai sensi di legge.

Il Consiglio di Amministrazione è nominato dall'Assemblea sulla base di liste presentate dagli Azionisti nelle quali i candidati devono essere elencati mediante un numero progressivo e nelle quali, al fine di assicurare l'equilibrio dei generi all'interno del consiglio e sempre che la lista indichi non meno di tre nominativi, almeno un quinto dei candidati per il primo mandato successivo all'entrata in vigore della L. 120/2011 (Consiglio da nominarsi con l'approvazione del bilancio al 2012) ed un terzo dei candidati per i mandati successivi (il tutto con arrotondamento all'unità superiore in caso di numero non divisibile per il quoziente di cui sopra) deve appartenere al genere meno rappresentato e detti candidati devono esser posti in capo alla lista medesima dal secondo posto in avanti; le liste di candidati, sottoscritte dagli Azionisti che le presentano, devono essere depositate presso la sede della Società almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito Internet e con le altre modalità

previste dalla Consob con proprio regolamento almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea.

Hanno diritto di presentare le liste soltanto gli Azionisti che, da soli o insieme ad altri azionisti, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale o la diversa misura che venisse determinata a sensi di legge; la titolarità della quota minima di partecipazione è determinata avendo riguardo alle azioni che risultano registrate a favore del socio nel giorno in cui le liste sono depositate presso l'emittente; la relativa certificazione può essere prodotta anche successivamente al deposito purché entro il termine previsto per la pubblicazione delle liste da parte dell'emittente.

Rimangono salvi i diritti e le percentuali per poterli azionare degli azionisti titolari delle azioni di categoria B di cui all'art. 16 del presente Statuto da intendersi, senza alcun pregiudizio per i diritti loro spettanti e stante le sopravvenute modifiche legislative, nel senso che il meccanismo del voto di lista disciplinato dallo stesso articolo 16 del presente statuto coesiste con quello disciplinato dal presente articolo 19.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

Nessun Azionista può presentare o concorrere a presentare, neppure per interposta persona o società fiduciaria, più di una lista; gli Azionisti che siano assoggettati a comune controllo ai sensi dell'art. 2359 C.C. o quelli che partecipano ad uno stesso sindacato di voto possono presentare o concorrere a presentare una sola lista.

Ogni Azionista può votare una sola lista.

Ogni candidato può presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità.

Unitamente a ciascuna lista, entro il termine di cui sopra, sono depositate le dichiarazioni con le quali i singoli candidati accettano la candidatura e attestano sotto la propria responsabilità l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità previste dalla legge e l'esistenza dei requisiti eventualmente prescritti dalla legge e dai regolamenti per i membri del Consiglio di Amministrazione nonché un *curriculum vitae* riguardante le caratteristiche personali e professionali con l'indicazione degli incarichi di amministrazione e controllo ricoperti in altre società e dell'idoneità a qualificarsi come Amministratore indipendente a sensi di legge o di regolamento.

Eventuali incompletezze o irregolarità relative a singoli candidati comporteranno esclusivamente l'eliminazione del nominativo del candidato dalla lista che verrà messa in votazione.

Per poter conseguire la nomina dei candidati indicati, le liste presentate e messe in votazione devono ottenere una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta ai sensi del presente articolo per la presentazione delle liste stesse; in difetto, di tali liste non verrà tenuto conto.

All'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione (e sempre fatti salvi i diritti di cui all'art. 16) si procederà come segue:

a) dalla lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista, tanti consiglieri che rappresentino la totalità di quelli da eleggere meno uno;

b) dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti e che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti, è tratto il restante consigliere, nella persona del candidato elencato al primo posto di tale lista, che dovrà essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti dalla normativa vigente. Il difetto di tali requisiti determina la decadenza dalla carica.

Nel caso in cui sia stata presentata o ammessa al voto una sola lista, tutti i consiglieri sono tratti da tale lista.

Nel caso in cui non sia stata presentata alcuna lista oppure risulti eletto un numero di amministratori inferiore al numero determinato dall'assemblea, l'assemblea stessa dovrà essere riconvocata per la nomina dell'intero Consiglio di Amministrazione.

Qualora venga presentata, ai sensi dell'art. 16 del presente statuto, una lista degli azionisti titolari di azioni di categoria B all'elezione dei membri del Consiglio di Amministrazione, ferme restando tutte le regole sopra riportate per le azioni di categoria A si procederà come segue:

- a) dalla lista presentata dagli azionisti di categoria B sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista, 1/3 dei componenti il Consiglio di amministrazione;
- b) dalla lista, presentata dagli azionisti di categoria A, che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti sono tratti, in base all'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista, tanti consiglieri che rappresentino 2/3 di quelli da eleggere meno uno;
- c) dalla seconda lista che ha ottenuto in Assemblea il maggior numero di voti e che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato le prime due liste è tratto il restante consigliere, nella persona del candidato elencato al primo posto di tale lista, che dovrà essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti dalla normativa vigente. Il difetto di tali requisiti determina la decadenza dalla carica.

Qualora venga presentata una sola lista dagli Azionisti di categoria A vengono tratti, in base all'ordine progressivo, tanti consiglieri che rappresentino i 2/3 di quelli da eleggere; in questo caso, sempre al fine di assicurare l'equilibrio dei generi all'interno del consiglio e sempre che la lista indichi non meno di tre nominativi, i candidati appartenenti al genere meno rappresentato devono venir indicati nelle liste presentate dagli azionisti titolari di azioni di categoria A.

#### **Articolo 20 (sostituzione)**

Qualora per dimissioni o per altre cause venga a mancare la maggioranza degli amministratori nominati dall'Assemblea, cessa l'intero Consiglio di Amministrazione e gli amministratori rimasti in carica dovranno convocare d'urgenza l'Assemblea per la nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione; negli altri casi si procederà alla loro sostituzione a' sensi art. 2386 c.c. nominando un nuovo consigliere sempre assicurando il rispetto dei generi.

Sino a contraria deliberazione dell'assemblea gli amministratori non sono vincolati dal divieto di cui all'art. 2390 c.c.

#### **Articolo 21 (cariche – comitato esecutivo)**

Il consiglio elegge fra i suoi membri un Presidente, può eleggere anche sino a tre Vice Presidenti che sostituiscono il Presidente, nei casi di assenza od impedimento, nonché un segretario anche estraneo. Il Consiglio può nominare tra i suoi membri uno o più Amministratori delegati od un Comitato esecutivo o conferire speciali incarichi a singoli amministratori, fissandone le attribuzioni e retribuzioni a norma di legge, nonché le eventuali cauzioni

#### **Articolo 22 (riunioni)**

Il consiglio si raduna sia nella sede della società sia altrove in Italia o in altri Paesi europei, tutte le volte che il Presidente lo giudichi necessario, o quando ne sia fatta domanda scritta da almeno due dei suoi membri.

Inoltre il Consiglio si riunisce, con periodicità almeno trimestrale, al fine di riferire al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate nonché di interessi sulle operazioni nelle quali gli amministratori abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, o che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento.

E' ammessa la possibilità che le adunanze del consiglio si tengano per teleconferenza o videoconferenza, a condizione che tutti i partecipanti possano essere identificati e sia loro consentito seguire la discussione e intervenire in tempo reale alla trattazione degli argomenti affrontati, senza necessità che si trovino nello stesso luogo il Presidente, il Segretario e/o il Notaio; verificandosi questi requisiti, il Consiglio di Amministrazione si considera tenuto nel luogo in cui si trova il Presidente della riunione.

#### **Articolo 23 (convocazione)**

Il Consiglio viene convocato dal Presidente con lettera, posta elettronica o qualsiasi altro mezzo di cui sia comprovabile il ricevimento da spedirsi almeno cinque giorni prima dell'adunanza a ciascun Amministratore e Sindaco effettivo; nei casi di urgenza con posta elettronica o qualsiasi altro mezzo di cui sia comprovabile il ricevimento, da spedirsi almeno due giorni prima.

#### **Articolo 24 (validità delle deliberazioni)**

Le deliberazioni del Consiglio relative a:

- (a) nomina dei direttori;
- (b) nomina dei responsabili delle gestioni editoriali

qualora per la nomina dei Consiglieri sia avvenuta con il sistema del voto di lista (di cui all'art. 16), sono assunte con il voto favorevole di almeno quattro quinti dei consiglieri in carica, calcolandosi tale quorum, in caso di quoziente frazionario superiore alla metà, con arrotondamento all'unità superiore.

Per la cooptazione dei Consiglieri occorre il voto favorevole di oltre i quattro quinti dei Consiglieri rimasti in carica.

In ogni altro caso il Consiglio si riunisce validamente con la presenza della maggioranza dei membri in carica e delibera a maggioranza assoluta dei presenti.

Delle deliberazioni del Consiglio si fa constare con verbale firmato dal Presidente e dal segretario della seduta.

#### **Articolo 25 (compensi)**

Ai membri del Consiglio spetta il rimborso delle spese sostenute per ragione del loro ufficio.

L'assemblea può inoltre assegnare al Consiglio una indennità annuale.

#### **Articolo 26 (poteri)**

Il Consiglio di Amministrazione è investito di tutti i poteri per la gestione della Società.

Oltre alle attribuzioni non delegabili a norma di legge sono riservate alla esclusiva competenza del Consiglio:

- la valutazione, sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati, dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della Società;
- l'esame dei piani strategici, industriali e finanziari della Società.

Il Consiglio ha quindi, tra le altre, la facoltà di acquistare, vendere e permutare immobili, conferirli in altre società costituite o costituende, assumere partecipazioni od interessenzi per gli effetti di cui all'art. 2 del presente statuto, acconsentire iscrizioni, cancellazioni ed annotamenti ipotecari, rinunciare ad ipoteche legali, ed esonerare i Conservatori dei Registri Immobiliari da responsabilità, transigere e compromettere in arbitri anche amichevoli compositori nei casi non vietati dalla legge, autorizzare e compiere qualsiasi operazione presso gli Uffici del Debito Pubblico, della Cassa Depositi e Prestiti e presso ogni altro ufficio pubblico e privato.

Il Consiglio di Amministrazione è inoltre competente ad assumere le deliberazioni concernenti:

- la fusione, nei casi previsti dagli artt. 2505 e 2505-bis, c.c., secondo le modalità e i termini ivi descritti e la scissione ai sensi dell'art. 2506 ter c.c.;
- l'istituzione e la soppressione di sedi secondarie;
- la indicazione di quali tra gli amministratori hanno la rappresentanza della Società;
- la riduzione del capitale sociale in caso di recesso del socio;
- gli adeguamenti dello Statuto a disposizioni normative;
- il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale.

### **FIRMA E RAPPRESENTANZA SOCIALE**

#### **Articolo 27 (rappresentanza)**

Al Presidente, al od ai Vice Presidenti se nominati, è attribuita con firma libera la rappresentanza della società di fronte ai terzi ed in giudizio, con facoltà pertanto di promuovere azioni ed istanze giudiziarie ed amministrative per ogni grado di giurisdizione ed anche per giudizi di revocazione e cassazione e di nominare all'uopo avvocati e procuratori alle liti.

Al o agli Amministratori Delegati, in quanto nominati, è attribuita la rappresentanza della società per l'esecuzione di tutti gli atti previsti nella delega e per l'esecuzione di tutte le deliberazioni del Consiglio, ogni qualvolta non siasi deliberato diversamente.

La rappresentanza della società di fronte ai terzi ed in giudizio spetta inoltre a quelle persone cui il Consiglio avrà delegato la firma sociale con le modalità che il Consiglio stesso determinerà all'atto della nomina.

Il Presidente, il od i Vice Presidenti e lo o gli Amministratori Delegati, in quanto nominati, avranno inoltre la facoltà di nominare procuratori speciali per determinati atti o categorie di atti nell'ambito dei poteri ad essi conferiti.

#### **Articolo 28 (Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili societari)**

Il Consiglio di Amministrazione nomina e revoca il Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, previo parere del Collegio Sindacale.

Il Dirigente nominato dovrà avere maturato una esperienza complessiva di almeno un triennio ininterrotto in compiti direttivi nei settori di amministrazione - finanza - controllo presso enti pubblici o presso primarie società del settore industriale, commerciale o finanziario.

### **COLLEGIO SINDACALE**

#### **Articolo 29 (collegio sindacale)**

Il collegio Sindacale è composto da tre sindaci effettivi e due supplenti, rieleggibili. Le attribuzioni, doveri e durata sono quelli stabiliti dalla legge.

Non possono essere nominati sindaci e se eletti decadono dall'incarico coloro che si trovino in situazioni di incompatibilità previste dalla legge ovvero siano privi dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dalla legge e/o dalla normativa secondaria di attuazione. Non possono essere nominati sindaci altresì coloro che ricoprono la carica di sindaco effettivo in più di cinque società italiane quotate sui mercati regolamentati italiani, od in quel minor numero di società quotate sui mercati regolamentati italiani determinato a' sensi di legge o, comunque, che superino i limiti al cumulo degli incarichi determinati a' sensi di legge.

Con riferimento ai requisiti di professionalità dei Sindaci si applicano le disposizioni contenute nell'art. 1 D.M. 30 marzo 2000 n. 162 e successive modificazioni ed integrazioni.

In particolare, ai sensi dell'art. 1, lett b) e c) del citato decreto, i Sindaci che non sono in possesso del requisito dell'iscrizione nel Registro dei Revisori Contabili, con esperienza triennale nel controllo legale dei conti, sono scelti tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva non inferiore ad un triennio:

- i) in attività di amministrazione e di controllo ovvero compiti direttivi presso società di capitali che abbiano un capitale sociale non inferiore a due milioni di euro;
- ii) in attività professionali o di insegnamento universitario di ruolo in materie giuridiche, quali diritto commerciale – societario, in materie economico finanziarie e tecnico scientifiche, nei settori industriali, editoriali e della comunicazione
- iii) nello svolgimento di funzioni dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni operanti nei settori creditizio, finanziario, assicurativo, delle telecomunicazioni e della stampa.

Nel caso in cui le azioni della società o parte di esse siano quotate presso la Borsa italiana, il Collegio Sindacale viene nominato sulla base di liste presentate dai soci secondo le procedure di seguito specificate al fine di assicurare alla minoranza la nomina di un sindaco effettivo e di un sindaco supplente.

A tal fine vengono presentate liste composte di due sezioni: l'una per la nomina dei sindaci effettivi e l'altra per la nomina dei sindaci supplenti.

Le liste devono contenere l'indicazione di un numero minimo di candidati pari a quelli da eleggere, elencati mediante un numero progressivo e al fine di assicurare l'equilibrio dei generi all'interno del collegio nelle liste presentate uno dei candidati a sindaco effettivo deve appartenere al genere meno rappresentato ed esser posto al primo o al secondo posto della lista medesima.

Ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità.

Hanno diritto a presentare le liste soltanto gli Azionisti che, da soli o insieme ad altri azionisti, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale o la diversa misura che venisse determinata a sensi di legge e normativa attuativa, con onere di comprovare la titolarità del numero di azioni richiesto alla data di deposito della lista presso la sede della Società.

Le liste devono essere corredate:

- a) dalle informazioni relative all'identità dei soci che hanno presentato le liste, con l'indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta e di una certificazione dalla quale risulti la

titolarità di tale partecipazione;

b) da una dichiarazione dei soci diversi da quelli che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, attestante l'assenza di rapporti di collegamento previsti dall'articolo 144-*quinquies* con questi ultimi;

c) da un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati, nonché di una dichiarazione dei medesimi candidati attestante il possesso dei requisiti previsti dalla legge e della loro accettazione della candidatura.

Ogni azionista può concorrere, anche per interposta persona o tramite società fiduciaria, a presentare una sola lista: in caso di violazione non si tiene conto dell'appoggio dato dallo stesso relativamente ad alcuna delle liste. Lo stesso limite è da intendersi per soci appartenenti al medesimo gruppo o aderenti ad un patto parasociale aventi ad oggetto azioni dell'emittente.

Le liste, sottoscritte da coloro che le presentano, dovranno essere depositate presso la sede legale della società almeno venticinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea in prima convocazione e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito Internet e con le altre modalità previste dalla Consob con proprio regolamento almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea.

Nel caso in cui alla data di scadenza del termine di cui sopra sia stata depositata una sola lista, ovvero soltanto liste presentate da soci che risultino collegati tra loro, la soglia di cui al comma ottavo del presente articolo sarà ridotta alla metà con le modalità di presentazione previste dalle normative vigenti alla data della delibera di convocazione dell'assemblea.

La lista per la presentazione della quale non siano state osservate tutte le previsioni di cui sopra è considerata come non presentata.

Ogni aente diritto al voto potrà votare una sola lista.

Risulteranno eletti sindaci effettivi i primi due candidati della lista che avranno ottenuto il maggior numero di voti e sindaco supplente il candidato della lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti.

Indi, risulterà eletto sindaco effettivo il candidato indicato al primo posto nella lista che ha ottenuto il maggior numero di voti tra le liste presentate e votate da parte di soci che non siano collegati ai soci di riferimento ai sensi dell'art. 148, c.2 del TUF; risulterà altresì eletto sindaco supplente il candidato alla relativa carica indicato al primo posto nella stessa lista.

In caso di parità di voti fra due o più liste risulteranno eletti sindaci i candidati più anziani fino a concorrenza dei posti da assegnare. Il Presidente del Collegio sindacale è nominato dall'assemblea tra i Sindaci eletti dalla minoranza.

Di seguito, l'assemblea delibererà i compensi dei membri del Collegio Sindacale.

In caso di morte, di rinunzia, di decadenza o comunque di cessazione dall'incarico di un sindaco effettivo, subentra il supplente appartenente alla medesima lista del sindaco sostituito.

L'assemblea che dovrà provvedere alla nomina dei sindaci effettivi e supplenti necessari per l'integrazione del collegio ai sensi dell'art. 2401 c.c. dovrà scegliere tra i nominativi della lista alla quale apparteneva il sindaco cessato dall'incarico e comunque nel rispetto del principio di necessaria rappresentanza delle minoranze e dei generi.

Le riunioni del Collegio Sindacale sono validamente costituite anche quando tenute a mezzo di teleconferenza o videoconferenza, a condizione che tutti i partecipanti possano essere reciprocamente identificati da tutti gli intervenuti, che sia loro consentito di seguire la discussione e di intervenire in tempo reale nella trattazione degli argomenti discussi, che sia loro consentito lo scambio di documenti relativi a tali argomenti e che di tutto quanto sopra venga dato atto nel relativo verbale. Verificandosi tali presupposti, la riunione del Collegio si considera tenuta nel luogo di convocazione del Collegio, ove deve essere presente almeno un sindaco.

## BILANCIO ED UTILI

### Articolo 30 (esercizio sociale)

Gli esercizi sociali si chiudono al 31 dicembre di ogni anno.

Alla fine di ogni esercizio il Consiglio procede alla formazione del bilancio sociale con il conto economico a norma di legge.

**Articolo 31 (destinazione degli utili - acconti dividendo)**

Gli utili netti, dopo prelevata una somma non inferiore al cinque per cento per la riserva legale, fino al limite di legge, vengono attribuiti alle azioni, salvo che l'assemblea, su proposta del Consiglio, deliberi degli speciali prelevamenti a favore di riserve straordinarie o per altra destinazione, oppure disponga di mandarli in tutto od in parte ai successivi esercizi.

Il Consiglio di Amministrazione potrà deliberare la distribuzione di acconti sui dividendi alle condizioni previste dall'art. 2433 bis c.c.

**Articolo 32 (dividendi)**

Il pagamento dei dividendi è effettuato presso le casse designate dall'amministrazione stessa.

**Articolo 33 (dividendi – prescrizione)**

I dividendi non riscossi entro il quinquennio dal giorno in cui divennero esigibili vanno prescritti a favore della società.

**SCIOLIMENTO**

**Articolo 34 (liquidazione)**

Addivenendosi in qualunque tempo e per qualsiasi causa allo scioglimento della società, l'assemblea stabilisce le modalità della liquidazione e nomina uno o più liquidatori determinandone i poteri.

F.to Ruben Israel

MUI: Copia su supporto informatico conforme all'originale  
documento su supporto cartaceo, ai sensi art. 23 D.Lgs. 7  
marzo 2005 n. 82 che si trasmette ad uso Registro Imprese.  
Imposta di bollo assolta in modo virtuale ai sensi del De-  
creto in data 22 febbraio 2007 mediante M.U.I..