

Relazione di stima del valore economico  
alla data del 30 giugno 2008 della  
società fallita “FARE srl”

## **1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata**

In data 5 luglio 2008, la dott.ssa Bianchi, curatore fallimentare della società FARE srl, con sede in Napoli, via Corso iscritta al registro delle imprese di Napoli è stata autorizzata dal comitato dei creditori della menzionata società a nominare il sottoscritto Dott. Rossi per la stima del valore dell'azienda, ai fini della determinazione di un eventuale prezzo di cessione o di affitto.

La presente valutazione ha, perciò, come oggetto la determinazione del capitale economico dell'azienda della società FARE srl (da ora in avanti per semplicità la "società") e del "congruo" canone d'affitto dell'azienda medesima.

Occorre premettere che, in considerazione della richiesta, l'oggetto di valutazione della presente relazione è rappresentato dall'azienda, intesa essenzialmente come complesso organizzato di beni, e non dalla società fallita.

Nonostante, quindi, la società sia sottoposta a fallimento, la presente relazione stima il valore azienda ipotizzata in funzionamento nel presumibile futuro, in virtù anche della decisione assunta di accordo tra il curatore fallimentare e il pertinente tribunale di Napoli in data 5 luglio di autorizzare l'esercizio provvisorio della società fallita ai sensi dell'art. 104 della Legge fallimentare.

La valutazione dell'azienda prescinde da esprimere giudizi concernenti la gestione della società ed è volta, perciò, a stabilire esclusivamente il capitale economico dell'azienda, non esprimendo valutazioni né considerando, ai nostri fini, le condizioni e le eventuali decisioni concernenti la gestione finanziaria.

Si assume, inoltre, che non vi siano sostanziali mutamenti di direzione e gestione, in considerazione dell'attuale esercizio provvisorio dell'azienda.

La valutazione dell'azienda è stata calcolata con riferimento alla data del 30 giugno 2008, sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie espone nella presente relazione e con le precisazioni e le avvertenze riepilogate di seguito.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati forniti dalla curatela.

L'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere.

Nonostante, quindi, siano state adottate le necessarie precauzioni per effettuare un'attenta valutazione dei documenti, informazioni e dati in possesso e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non si risponde della veridicità, completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, dati e informazioni.

Resta ferma, perciò, la responsabilità della società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi inesattezza che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Le condizioni dell'incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione del rapporto di valutazione.

Questo documento si propone di mostrare ed applicare le metodologie più idonee per il calcolo del valore economico dell'azienda della società fallita, date le informazioni forniteci dalla Società e ricavabili da documenti ufficiali, senza fornire anche una validazione di tali informazioni.

La documentazione esaminata ai fini dell'espletamento dell'incarico, presentata dalla curatela e siglata dagli amministratori della società, è la seguente:

- Bilancio d'esercizio della FARE Srl al 31.12.2005;
- Bilancio d'esercizio della FARE Srl al 31.12.2006;
- Bilancio d'esercizio della FARE Srl al 31.12.2007;
- Situazione patrimoniale intermedia della FARE Srl al 30.06.2008;

Sono stati, inoltre, considerati ai fini della presente relazione:

- Verbale (n.19/08 Reg. Fall.) del Tribunale civile di Napoli – Sezione fallimentare. Il fallimento - Il FARE Srl dell'1.07.2008;
- Verbale di inventario del Tribunale civile di Napoli – Sezione fallimentare del 05.07.2008

Il presente documento è soggetto ad utilizzo da parte della curatela conferente l'incarico con riferimento esclusivo alle finalità esposte al precedente paragrafo e

pertanto non potrà essere riprodotto o comunque messo a disposizione di terzi senza un preventivo consenso scritto.

## **2. Breve presentazione dell'azienda**

La società ha per oggetto la realizzazione e gestione di impianti per l'editoria, per la redazione di testate editoriali quotidiane e periodiche, stampa per l'editoria commerciale e pubblicitaria e servizi collegati.

L'azienda svolge la propria attività prevalentemente nel settore della stampa quotidiana. Più specificamente, si rileva che è presente nel territorio a partire dal 1998, data da cui ha prodotto ininterrottamente sino ai giorni del fallimento il quotidiano "La Città".

In data 29 giugno 2008 il menzionato Tribunale di Napoli ha dichiarato fallita la società "FARE srl". Nella medesima data, il giudice delegato, su proposta della curatela e dopo aver sentito il comitato dei creditori, ha autorizzato ai sensi dell'art. 104 della legge fallimentare la continuazione temporanea dell'esercizio dell'azienda della società fallita.

È opportuno rilevare che in prossimità della dichiarazione di fallimento, i dipendenti e i collaboratori della testata hanno presentato in blocco le proprie dimissioni.

Con specifico riferimento alla posizione della testata nel mercato dei quotidiani della provincia di Napoli, si evidenzia che i principali concorrenti de "La Città" sono rinvenibili nel "Il quotidiano" e "La Stampa".

Sulla base delle informazioni raccolte, le vendite giornaliere dei menzionati quotidiani sono approssimativamente le seguenti:

<i>Quotidiano</i>	<i>Vendite giornaliere</i>
Il quotidiano	2.200
La Stampa	2.000
La Città	1.600

Se ne evince che alla data della dichiarazione del fallimento, la testata possedeva in linea di massima poco meno del 30% del mercato dei quotidiani della provincia di Napoli.

Per quanto concerne la generale condizione del mercato, si deve rilevare che il settore dell'editoria è caratterizzato in Italia, come nelle altre principali economie occidentali, da una situazione di assestamento del numero di copie vendite per abitante, dovuta ad una serie di fattori sociali ed economici, quali la frammentazione dei media tradizionali, la crescente diffusione di internet e dei giornali gratuiti.

Le principali fonti di reddito sono identificabili nella vendita dei quotidiani e negli introiti attribuibili alla pubblicità.

### **3. Scelta della metodologia di valutazione dell'azienda**

La scelta del metodo di valutazione è articolata su un insieme di variabili. In considerazione del fatto che non esiste un metodo valido in assoluto, la scelta della o delle metodologie da utilizzare è basata sui postulati di:

- razionalità, intesa come applicazione di formule procedurali logiche, chiare e convincenti e, per tale motivo, condivisibili e riconosciute come valide dalla dottrina;
- obiettività; intesa come previsione di un processo valutativo articolato su dati affidabili, credibili e controllabili, prescindendo da finalità diverse da quella di determinare il capitale economico. Un metodo teoricamente corretto che sia fondato su una base di dati inattendibili inficia la qualità dell'intero processo;
- equità, intesa come dovere deontologico che comporta il non considerare gli interessi di parte nel corso del lavoro. Il principio impone di essere imparziali, intellettualmente onesti, disinteressati e liberi da conflitti di interesse;
- stabilità; intesa come limitazione massima degli elementi che abbiano natura di straordinarietà e siano non ricorrenti.

Per scegliere con cognizione di causa il metodo di valutazione più appropriato è, poi, necessario considerare la finalità con cui viene condotta tale valutazione, la determinazione dell'oggetto della valutazione, la qualità e la quantità delle informazioni a disposizione; nonché la situazione particolare del complesso aziendale oggetto di valutazione.

In questo contesto, è necessario, anzitutto, specificare cosa debba intendersi per "azienda", ossia quale sia l'oggetto della valutazione, in considerazione della specificità del settore in cui opera l'azienda in parola e delle condizioni giuridiche in cui questa è chiamata ad operare. A seconda dell'approccio utilizzato, infatti, potrebbero aversi risultati anche significativamente difforni.

In un'ottica aziendalistica, l'azienda è solitamente concepita come “un istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione la produzione, o il procacciamento e il consumo della ricchezza”<sup>1</sup>.

Ai nostri fini, sia per il binomio azienda-impresa che per l'assenza di finalismi extra-economici, è opportuno affidarsi alla nozione di azienda di natura giuridica, in base alla quale l'azienda è definita come “il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa” (codice civile, art. 2555).

L'azienda rappresenta, in sintesi, lo strumento dell'imprenditore per l'attività d'impresa ed è costituita dal complesso organico degli elementi finalizzati al perseguimento dell'attività in un'ottica di produzione di un reddito.

Condizione per l'esistenza di un'azienda è l'organizzazione dei beni impiegati nel processo produttivo.

In tale ambito, attribuendo un'interpretazione restrittiva a tale accezione, si assume che l'azienda coincida con l'unità produttiva, ossia con gli elementi che rendono possibile la produzione del quotidiano “La Città”.

Tra tali elementi assume un ruolo significativo il valore della testata, alla cui determinazione quantitativa dedicheremo parte delle successive considerazioni.

Con riferimento ai dati e alle informazioni in possesso per determinare il valore economico dell'azienda, si precisa quanto segue.

Le informazioni disponibili sono quelle descritte nel capitolo 1. È il caso di rammentare che, oltre ai bilanci d'esercizio 2005-2007, si dispone della situazione intermedia della società al 31.07.2008, opportunamente siglata dagli amministratori della stessa, nonché di altre informazioni economico-finanziarie desumibili dai verbali del Tribunale civile di Napoli utili ad esprimere un giudizio in merito alla situazione patrimoniale attuale e alle prospettive economiche di breve/medio termine dell'azienda, quali il fatturato normalizzato e il valore del patrimonio aziendale.

---

<sup>1</sup> Si veda: G. Zappa, *La produzione nell'economia delle imprese*, Milano, Giuffrè, 1956, p. 37.

Ciò detto, appare evidente che, trattandosi di un'azienda posseduta da una società oggi sottoposta a procedura fallimentare, ipotizzare una valutazione basata su metodi che si fondino su flussi economici o finanziari futuri in mancanza di dati prospettici attendibili porterebbe ad una misurazione estremamente discrezionale e fuorviante.

Anche il metodo dei multipli, oggi assai utilizzato, ci pare in relazione alla valutazione del valore complessivo dell'azienda di impossibile applicazione, considerata la pressoché assoluta mancanza di situazioni comparabili a noi note, che rendano possibile una applicazione del metodo che abbia la benché minima razionalità di processo.

Appare perciò più corretto procedere ad una valutazione di carattere patrimoniale complesso, che tenga conto non solo del valore dei beni materiali a disposizione della azienda, ma anche dei valori immateriali in dotazione alla azienda, e quindi, principalmente, del marchio di testata giornalistica "La Città", noto ed ormai consolidato nel territorio di Napoli e provincia.

La stima dell'azienda determinata con l'applicazione del metodo patrimoniale complesso deriva dall'applicazione del seguente algoritmo:

$$W = K' + \text{Val. imm}$$

laddove:

W = valore economico dell'azienda determinato con il metodo patrimoniale complesso

K' = valore del patrimonio netto rettificato

Val. imm = valore dei beni immateriali

#### **4. Il patrimonio netto rettificato**

In base alle assunzioni e considerazioni precedentemente effettuate, il patrimonio netto aziendale è costituito da quegli elementi dell'attivo patrimoniale che appaiono strumentali alla produzione della testata.

Non sono considerati gli aspetti connessi alla gestione finanziaria quali crediti e debiti (commerciali e finanziari) nonché gli elementi rappresentativi del patrimonio netto, identificati nella fattispecie in oggetto da un deficit patrimoniale.

Il patrimonio aziendale è, perciò, ai nostri fini identificabile con i beni riportati nel verbale di inventario del Tribunale civile di Napoli del 5 luglio 2008.

L'amministratore ha stimato il complesso di tali beni in €18.000.

Si ritiene di non dover includere, a fini prudenziali, altri beni nel patrimonio aziendale.

## **5. Valutazione economica della testata**

### *5.1 Scelta del metodo di valutazione della testata*

L'azienda risulta, come detto, proprietaria della testata "La Città" ed è, per questo, opportuno, considerare, in virtù anche del fatto che la società è stata dichiarata fallita, quale sia la correlazione tra dati contabili e il valore economico dell'azienda.

La determinazione dei valori immateriali può essere finalizzata all'iscrizione in bilancio o alla sua valutazione ai fini di cessione.

Il "valore economico" dell'azienda della società fallita si sostanzia principalmente nella determinazione quantitativa della testata giornalistica "La Città", di cui la società è editore e dell'attività ad essa correlata.

Si assume che il valore dei beni immateriali coincida prudenzialmente con il valore della testata medesima.

Il nostro sforzo di valutazione deve quindi concentrarsi sulla misurazione del valore del bene immateriale rappresentato dalla citata testata che non emerge dalla lettura dei dati contabili e di bilancio.

Non è superfluo preliminarmente verificarne la procedibilità. La dottrina aziendale è concorde nel ritenere che un bene immateriale sia meritevole di stima autonoma quando:

- sia (o sia stato) oggetto di significativo flusso di investimenti, ovvero abbia comportato (o comporti allo stato) il sostenimento, a carico dell'azienda, di sforzi economici al fine di acquisire, creare e sviluppare l'intangibile valutando;
- sia all'origine di benefici economici differenziali, ovvero se (o deve) essere in grado di garantire un flusso differenziale economico positivo all'azienda rispetto all'ipotesi in cui l'impresa non si avvalga di tale risorsa;
- sia trasferibile, almeno in senso lato.

Nel caso di specie, risulta di tutta evidenza che la testata in parola incontra tutte le caratteristiche richieste dalla dottrina ai fini della stima del valore economico degli intangibile in questione.

Più puntualmente, la testata:

- è da considerarsi un centro di costo in relazione agli sforzi economici sostenuti per la registrazione e lo sviluppo del marchio in questione;
- può essere ancora all'origine di produrre benefici economici differenziali, operando da oramai un decennio nel territorio;
- è trasferibile.

Considerato, perciò, che appare possibile stimare in via autonoma la testata in questione, è necessario individuare il metodo più idoneo a rappresentare in maniera attendibile il valore economico della stessa.

La valutazione delle testate può essere assimilata per le motivazioni precedentemente esposte, seppur con eventuali accorgimenti, alla valutazione dei marchi; ne consegue che l'analisi riportata ha preso in esame le principali tipologie valutative utilizzate nel caso di trasferimento d'azienda e riconducibili alle seguenti metodologie:

- metodi basati sui flussi
- metodi basati sui costi
- metodi empirici

I *metodi basati sui flussi* possono distinguersi in metodi basati sui flussi reddituali e metodi basati sui flussi finanziari.

I primi sono articolati sui flussi di reddito imputabili e quantifica il valore dell'azienda in funzione della capacità dell'azienda di produrre reddito per mezzo dell'utilizzo del patrimonio intellettuale della testata.

I secondi fanno riferimento alla capacità prospettica dell'azienda di generare flussi di cassa in entrata.

Il suo utilizzo trova ragione di essere nella valutazione delle aziende che non hanno nel patrimonio la loro fonte di reddito.

In formula, avremmo:

$$T_f = F_1 (1+i)^{-1} + F_2 (1+i)^{-2} + \dots + F_n (1+i)^{-n}$$

laddove:

$T_f$  = valore economico della testata editoriale determinato con i metodi basati sui flussi

$F$  = flussi finanziari o reddituali differenziali attesi attribuibili alla testata

$i$  = tasso di sconto

L'applicazione dei metodi in parola è limitata dalla mancanza di elementi capaci di stimare in modo analitico i flussi futuri, non essendo presente un business plan che possa quantificare attendibilmente flussi in entrata e in uscita. Le condizioni attuali dell'azienda, inoltre, non appaiono adeguate ad esprimere compiutamente l'attuale valore delle sinergie espresse dall'unità produttiva aziendale.

I *metodi basati sui costi* assumono molteplici configurazioni; in generale è possibile distinguere i seguenti criteri:

- *metodo basato sul costo storico* (eventualmente rivalutato) che stima il valor del bene immateriale con la somma di tutti gli oneri effettivamente sostenuti per la realizzazione del bene oggetto di stima;
- *metodo basato sul costo di sostituzione o riproduzione* del bene, in base al quale il valore è pari alla somma degli oneri che sarebbe necessario sostenere alla data della valutazione per avere un bene immateriale equivalente a quello da valutare;

- *metodo basato sul costo della perdita*, che considera, ai fini del calcolo del valore economico del bene immateriale da stimare, il danno economico che l'azienda subirebbe nel caso fosse costretta a perderlo.

I metodi basati sui costi sembrano inapplicabili a causa della mancanza di dati adeguati concernenti i costi sostenuti dall'azienda e non appaiono appropriati a fornire una base ragionevole di stima per determinare la redditività futura.

I *metodi empirici* trovano fondamento nei dati espressi dalle transazioni di mercato per beni omogenei a quello oggetto della valutazione, e pertanto ad esso comparabili. Tali metodi si sostanziano nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza economica (di solito il reddito netto, il reddito operativo o il margine operativo lordo) ritenuta significativa ed in grado di esprimere il valore del bene immateriale.

In via generale e, funzionalmente all'incarico affidatoci, si può rilevare che nessuna delle modalità sopra esposte soddisfa integralmente i postulati precedentemente richiamati, tanto che non vi è un metodo che può essere in senso assoluto preferito ad un altro per la valutazione dell'azienda in questione.

In questo contesto, l'applicazione di un metodo economico-reddituale delle royalties appare il criterio che meglio riesce a fornire una valutazione delle potenzialità dell'azienda, prendendo in considerazione la collocazione dell'azienda nel mercato di riferimento (editoria) nonché le condizioni specifiche in cui la stessa è chiamata ad operare.

Il modello è solitamente espresso dal seguente algoritmo:

$$T_r = \sum_{t=1}^n \frac{F_t \times r}{(1+i)^t}$$

laddove:

- $T_r$  = valore economico della testata editoriale determinato con il metodo delle royalties  
 $F$  = valore normalizzato delle vendite attese  
 $r$  = percentuale delle vendite attribuibile alla testata  
 $n$  = vita utile della testata  
 $i$  = tasso di attualizzazione

Nella considerazione che il metodo delle royalties risulta in questo caso applicato ad un'azienda (avente per propria natura un orizzonte temporale indefinito) anziché a un singolo bene intangibile a cui solitamente è correlato un tempo di utilizzo definito (si pensi alle licenze, i brevetti, ecc.), appare conveniente applicare la seguente formula:

$$T_r = \frac{F_t \times r}{i}$$

Al fine di verificare il risultato ottenuto con l'applicazione del metodo economico-reddituale delle royalties sopra illustrato, è stato poi determinato il valore dell'azienda per mezzo di un metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi in uso nella pratica per la stima del valore dell'azienda operanti nell'editoria, rappresentato dal seguente algoritmo:

$$T_c = aF + b_1P_1 + b_2P_2 - cR$$

Laddove:

$T_c$  = valore economico della testata editoriale determinato con il metodo dei coefficienti moltiplicativi

$F$  = fatturato medio annuo per la vendita del giornale

$P_1$  = fatturato annuo medio per la pubblicità locale

$P_2$  = fatturato annuo medio per la pubblicità nazionale

$R$  = livello medio delle perdite operative annuali

$a$  = parametro pari solitamente a 1

$b_1$  = parametro tendenzialmente oscillante da 2 a 3

$b_2$  = parametro tendenzialmente oscillante da 1 a 2

$c$  = parametro tendenzialmente oscillante da 3 a 5

## *5.2 Stima del valore economico della testata con il metodo economico-reddituale delle royalties*

L'operazione in questione è appunto finalizzata a stimare il capitale economico dell'azienda, ai fini della sua possibilità di poter continuare a svolgere un'attività economica produttiva.

Tanto premesso, si è ritenuto opportuno adottare, in prima istanza, ai fini della stima del valore economico dell'azienda, il metodo economico-reddituale delle royalties.

La stima del valore dell'azienda con il metodo economico-reddituale delle royalties richiede, come si è detto, l'applicazione del seguente algoritmo:

$$T_r = \frac{F_t \times r}{i}$$

### *Valore normalizzato delle vendite attese*

Per quanto concerne il valore normalizzato delle vendite attese si è fatto riferimento a quanto prodotto nel prospetto economico incluso nel verbale 25/08 del Tribunale civile di Napoli – Sezione Fallimentare che fissa nel numero di 1.600 copie giornaliere le vendite aggiornate a tale data del quotidiano. Tale tiratura produce un fatturato pari a €768.000 annui.

Ai fini prudenziali, si è ritenuto opportuno mantenere tale riferimento quale base per la determinazione quantitativa del valore della testata.

### *Percentuale delle vendite attribuibile alla testata*

Con riferimento alle royalties, sono stati presi in considerazione gli studi di specialisti riguardanti le *royalty rates* nel campo dell'editoria. In mancanza di un adeguato range di transazioni, in considerazione anche della ristrettezza delle

operazioni sul mercato, è stato richiesto uno studio alla Royalty Source organization, leader mondiale nel settore <sup>2</sup>.

Il range delle stime prodotte nel mercato del publishing, derivante da tale analisi ha evidenziato un'oscillazione che normalmente varia tra il 2% e il 7,5% a seconda del contesto di riferimento; in alcuni casi di forza del marchio della testata le royalties tendono ad essere anche molto superiori.

Ai fini prudenziali, si è ritenuto ragionevole utilizzare un *royalty rate* inferiore alla media aritmetica di tale oscillazione. Al royalty rate è stato, perciò, attribuito un tasso pari al 4%.

#### *Tasso di attualizzazione*

Il tasso di attualizzazione ( $i$ ) è stato calcolato per mezzo della seguente formula:

$$i = i_1 + i_2$$

laddove:

$i$  = tasso di attualizzazione

$i_1$  = risk free rate, rappresenta il rendimento da investimenti privi di rischi;

$i_2$  = premio per il rischio, rappresenta il rendimento medio originato da investimenti nel mercato;

Il saggio *risk free* ( $i_1$ ) è stato determinato, come da prassi, in base ai rendimenti netti dei titoli di Stato a medio/lungo termine per gli ultimi due esercizi noti, che nel nostro caso coincidono con i tassi dei periodi 2006 e 2007. I rendimenti netti nominali dei titoli di Stato sono stati calcolati moltiplicando il rendimento nominale lordo degli stessi per un coefficiente dato dalla differenza tra uno e l'aliquota d'imposta sugli interessi derivanti dai titoli di Stato (12,5%);  
in formula:

---

<sup>2</sup> Si veda: [www.royaltysource.com](http://www.royaltysource.com).

$$i_n = \text{RNL} (1-t)$$

laddove:

$i_n$  = saggio di interesse nominale netto (d'imposta);

RNL = saggio di interesse nominale lordo (d'imposta);

t = aliquota d'imposta sugli interessi derivanti dai titoli di Stato (12,5%).

Il tasso  $i$  viene, quindi, determinato nel modo illustrato nella seguente tabella:

Anno	Rendimento lordo <sup>3</sup>	Rendimento netto
2006	4,41%	3,86%
2007	3,95%	3,46%
Media	4,37%	3,66%

Il premio per il rischio ( $i_2$ ) è stato calcolato con la tecnica del Capital Asset Pricing Model (CAPM). In termini di rischiosità, tale tecnica postula che il rischio totale di un'impresa è scindibile in una componente specifica e in una componente di origine macroeconomica non diversificabile (rischio sistematico); in formula, avremmo il seguente algoritmo:

$$i_2 = \beta (r - i_1)$$

laddove

$i_2$  = premio per il rischio, rappresenta il rendimento medio originato da investimenti nel mercato

$\beta$  = valore del rischio sistematico, fatto pari al rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore).

<sup>3</sup> Il rendimento lordo è determinato sulla base del tasso medio di interesse dei titoli decennali del Tesoro. Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del tesoro (<http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Debito-Pub>).

$r$  = rendimento medio del mercato

$i_1$  = rendimento degli investimenti privi di rischio

$(r - i_1)$  = premio medio di mercato

Il premio per il rischio è stato individuato in via indiretta, approssimando i valori di  $\beta$  sulla base di valori coerenti con la prassi professionale internazionale accreditata (fonte: Stern – Scuola di management della New York University, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar~>) e il premio medio di mercato sui più recenti dati di mercato azionari.

In particolare, il valore di  $\beta$  è stato approssimato alla media dei valori di  $\beta$  rilevati sulle società italiane operanti nel settore *Publishing – Newspapers*, pari a 0,96.

Il premio per il rischio di mercato è stato fissato nella misura di 1,94%, valore determinato sulla base della differenza tra il valore del rendimento del mercato azionario italiano (fonte: Standard&Poor's) pari a 5,6% e il risk free rate precedentemente calcolato.

Ne consegue che il premio per il rischio ( $i_2$ ) risulta essere pari a

$$i_2 = 0,96 * 1,94\% = 1,86\%$$

Il tasso di attualizzazione viene determinato, in definitiva, nel modo che segue:

$$i = 3,65\% + 1,86\% = 5,51\%$$

Ne deriva che il valore complessivo dell'azienda determinata con il metodo economico-reddituale delle royalties è pari a:

$$\frac{\text{€}768.000 \times 4\%}{5,51\%} = \text{€}557.530$$

Il valore della testata determinato con il metodo economico-reddituale delle royalties è approssimato per difetto a €557.000.

### 5.3 Stima del valore economico della testata della FARE Srl con il metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi

Il presente metodo di valutazione appartiene alla famiglia dei multipli empirici; il criterio utilizzato ha trovato, tuttavia, ampia diffusione e riconoscimento presso la dottrina e la prassi professionale <sup>4</sup>.

Come evidenziato precedentemente, la stima si articola sul seguente algoritmo:

$$T_c = aF + b_1P_1 + b_2P_2 - cR$$

Il fatturato medio normalizzato dell'azienda derivante dalle vendite del giornale è pari a €576.000. Il correlato parametro è - come previsto dalla formula - pari a 1.

Il fatturato medio annuo per la pubblicità locale è pari a €192.000.

La testata ha, come illustrato nel capitolo, una diffusione esclusivamente locale. Non è stata considerata, perciò, la pubblicità nazionale.

Il parametro applicato al fatturato derivante dalla pubblicità locale è determinato in misura prudenziale quale minor valore riportato nella formula, ossia è pari a 2.

Le perdite operative annuali ammontano allo stato attuale a €110.400. Si ritiene ragionevole utilizzare un parametro pari a 3,5.

Ne deriva che il valore della testata determinato con il metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi è pari a:

$$T_c = €576.000 + 2 \times €192.000 - 3,5 \times €110.400 = €573.600$$

Il valore della testata determinato con il metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi è approssimato per difetto a €573.000.

---

<sup>4</sup> Si veda: I. Romagnoli, La valutazione della Press Gratuite S. A. in: G. Zanda (a cura di), "Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende", Torino, Giappichelli, 1990, pp. 315-317; L. Guatri-M. Bini, La valutazione delle aziende, Milano, Egea, 2007, pp. 144-145; D. Balducci, La valutazione dell'azienda, Milano, FAG, 2008, pp. 621-625.

#### *5.4 Determinazione del valore economico della testata*

L'applicazione della metodologia del metodo economico-reddituale delle royalties ha condotto alla determinazione del seguente valore della testata:

$$T_r = €557.000$$

Ai fini di giudicare la correttezza della stima, si è ritenuto opportuno confrontare il valore così determinato con quello risultante dall'applicazione del metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi. Tale metodologia ha condotto alla seguente valutazione:

$$T_c = €573.000$$

In conclusione, il valore economico della testata è pari a **€ 565.000**, pari alla media tra il valore economico determinato con il metodo economico-reddituale delle royalties (€557.000) e il valore economico determinato mediante l'applicazione metodo di valutazione empirico dei coefficienti moltiplicativi (€573.000).

## **6. Determinazione del valore economico dell'azienda**

In conclusione, perciò, in base a quanto sopra determinato, il valore economico dell'azienda risulta pari a:

$$\mathbf{W = K' + Val. imm = €18.000 + €565.000 = € 583.000}$$

## **7. Determinazione del congruo canone di affitto**

La pattuizione del canone di affitto di azienda tra un potenziale concedente e un potenziale affittuario scaturisce dalla sintetica considerazione degli apporti e dei rischi a carico delle parti.

La determinazione del canone del contratto di affitto, anche nella situazione di procedura fallimentare in cui verte la società, deve essenzialmente partire dalla determinazione del valore economico dell'azienda, o meglio, il "congruo" canone d'affitto è considerabile come funzione del valore economico dell'azienda affittata.

A tale proposito, è opportuno, preliminarmente alla ricerca della più appropriata metodologia di determinazione del valore del canone, effettuare alcune considerazioni e premesse.

Il valore stimato identifica il canone che appare alla data a cui si riferisce questa relazione ragionevolmente congruo.

Non è detto che il valore teorico del canone coincida con quello del prezzo, poiché quest'ultimo può essere basato su condizioni soggettive e discrezionali che non possono essere considerate in questa relazione, ma che normalmente incidono nella determinazione del prezzo. In particolare, si deve rilevare che la congruità del valore del canone, essendo determinata in condizioni "astratte", prescinde dall'esprimere giudizi sull'affittuario. Tali considerazioni solitamente hanno un certo peso sulla quantificazione del canone dell'affitto dell'azienda.

Per quanto concerne la determinazione del canone, si rileva, inoltre, che non sembra adeguato pensare di rapportare il canone di affitto al rendimento della società nel corso dell'ultimo esercizio (o degli ultimi esercizi), in ragione del fatto che tali risultati sono riferiti alla società e non all'azienda (così come determinata nel capitolo 3).

Si deve, poi rilevare che la finalità dell'eventuale affitto d'azienda consta principalmente nelle condizioni dell'azienda nella conservazione del complesso aziendale e mira a salvaguardare contestualmente i diritti dei terzi creditori.

Ciò premesso, il valore del canone dovrebbe essere il risultato della seguente espressione:

$$C_w = R \times W$$

laddove

$C_w$  = congruo canone di affitto

R = coefficiente moltiplicativo

W = valore economico dell'azienda

### *Il coefficiente moltiplicativo*

Per determinare il coefficiente "R", l'analisi ha preso in esame le principali tipologie valutative utilizzate dalla dottrina economico aziendale; in generale, al coefficiente è stato attribuito uno dei seguenti significati:

- tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'impresa in affitto; in base a tale approccio, l'affitto rappresenta il flusso di reddito adeguato derivante dall'investimento nell'azienda;
- somma del rendimento lordo d'imposta degli investimenti risk-free più una percentuale quantificabile tra il 10% e il 20% del premium risk per salvaguardare eventualmente il rischio del proprietario;
- tasso rappresentativo del finanziamento garantito dall'azienda affittata;
- tasso di potenziale rendimento atteso.

Non è opportuno utilizzare il tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'azienda in affitto, poiché le finalità del metodo appaiono volte a massimizzare, senza intaccare l'economicità della gestione, l'investimento effettuato, anziché a salvaguardare il capitale aziendale. Tale prospettiva è di natura speculativa e parte da una prospettiva di tutela degli interessi del proprietario che è estranea allo scopo dell'operazione.

Non sembra opportuno individuare nel coefficiente moltiplicativo una somma del rendimento lordo d'imposta più un percentuale del premium risk, in virtù del fatto che tale metodologia appare estremamente discrezionale e non considera la realtà e le condizioni dell'azienda oggetto di contratto di affitto.

Non appare appropriato neanche utilizzare quale coefficiente il tasso rappresentativo del finanziamento garantito dall'azienda. Tale criterio risulta rigoroso, ma prevede un'analisi delle condizioni dell'affittuario, al fine di stimare il rischio del "prestito". L'analisi è, al contrario, volta – come detto in precedenza - a individuare un canone teorico, indipendentemente dalle condizioni dell'affittuario. Il criterio che assume, perciò, maggior validità nel nostro contesto identifica il congruo canone nella adeguata remunerazione del potenziale rendimento atteso, in quanto stima il valore teorico del canone sulla base delle condizioni del settore e dell'attività sino ad oggi maturata.

A questo fine, sembra coerente con i nostri propositi identificare il coefficiente moltiplicativo con la sommatoria dei tassi attribuibili al royalty rate (rr), la possibilità di operare nel mercato (pm), il patrimonio intellettuale (ic), il capitale relazionale esterno e il capitale sociale (rc), ossia in formula:

$$C_w = rr + pm + ic + rc$$

#### *Royalry rate*

Il royalty rate è già stato individuato nel capitolo 5.3 con riferimento alla determinazione del capitale economico dell'azienda.

Tale tasso approssima la percentuale di proventi che un franchisee paga al possessore del marchio per l'utilizzo della denominazione.

Nel settore dell'editoria, il range delle royalty rates oscilla come detto tra il 2,5% e il 7,5%, anche se in alcuni casi il tasso può risultare molto superiore. Ai fini prudenziali, si è ritenuto opportuno utilizzare un *royalty rate* pari al 4%.

#### *Possibilità di operare nel mercato*

Il mercato delle testate giornalistiche della provincia di Napoli è, come illustrato nel capitolo 2, piuttosto limitato. La possibilità di poter operare sul mercato, partendo da una quota considerevole del mercato locale con un "nome" già collaudato nel mercato, fornisce sicuramente un valore aggiunto. A tale possibilità è attribuibile un punteggio pari al 3%

### *Patrimonio intellettuale (intellectual capital)*

L'affittuario solitamente non prende in affitto solamente la denominazione, bensì anche l'insieme di conoscenze e competenze che coloro che hanno prestato servizio nel corso degli anni per la testata hanno maturato, nonché il complesso di relazione costruito nel corso del periodo di attività. Tali caratteristiche sono solitamente considerate nella determinazione del congruo canone. Nel nostro caso, in considerazione del fatto che il personale si è dimesso, nonostante non sia da escludere in linea teorica un coinvolgimento futuro dei precedenti dipendenti e collaboratori, non è ragionevole considerare l'esistenza di un patrimonio intellettuale.

### *Capitale relazionale esterno (relational capital)*

Il capitale relazionale esterno è rappresentato dal valore delle risorse collegate alle relazioni esterne dell'azienda (rapporti con la clientela, il servizio di distribuzione, le agenzie pubblicitarie). A tali elementi è attribuibile un tasso pari al 1,5%.

In conclusione il coefficiente moltiplicativo risulta pari a:

$$C_w = rr + pm + ic + rc = 4\% + 3\% + 0\% + 1,5\% = 8,5\%$$

### *Il valore economico dell'azienda*

Il valore economico dell'azienda è stato precedentemente quantificato ai fini della valutazione del capitale economico dell'azienda in €583.000

### *Congruo canone di affitto*

Ne deriva che il valore del congruo canone di affitto annuo risulta pari a:

$$C_w = R \times W = 8,5\% \times €583.000 = €49.555$$

Il congruo canone di affitto è approssimabile per difetto a €49.500.

## **8. Conclusioni**

In data 8 agosto, la curatela del fallimento della società FARE Srl è stata autorizzata dal comitato dei creditori della menzionata società a nominarmi perito stimatore del valore dell'azienda ai fini della determinazione di un eventuale prezzo di cessione o di affitto.

Identificata, quindi, l'azienda con l'unità produttiva, ossia con gli elementi che rendono possibile la produzione del quotidiano "La Città", si è proceduto a stimare il valore dell'azienda.

Dopo una breve disamina delle finalità della valutazione, delle informazioni a disposizione, delle caratteristiche dell'azienda valutanda e nei limiti del presente incarico, si è prescelto per la stima il metodo patrimoniale complesso.

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla determinazione del seguente valore complessivo dell'azienda:

**W = €583.000**

Si è proceduto, quindi, a determinare il congruo canone di affitto d'azienda.

Coerentemente con le finalità dell'operazione dell'affitto d'azienda nell'esercizio provvisorio, il canone dell'affitto d'azienda è stato determinato sulla base del capitale economico dell'azienda e del potenziale rendimento in virtù del settore di riferimento e del patrimoniale intellettuale dell'azienda costruito con l'attività effettuata nel corso degli anni.

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla determinazione del seguente valore di congruo canone d'affitto annuo d'azienda:

**Cw = €49.500**

Ritenendo con la presente relazione di aver adempiuto all'incarico affidatomi e rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione in

merito a quanto esposto, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.