MONDADORI

Integrazione al Documento informativo relativo ad operazione di maggiore rilevanza con parti correlate già pubblicato in data 21 novembre 2013

ai sensi dell'articolo 5 del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" adottato dalla Consob con delibera n. 17721 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010

Conferimento dalla società controllata Mondadori Pubblicità S.p.A. a Mediamond S.p.A. del ramo di azienda commerciale relativo alle attività di raccolta pubblicitaria su testate periodiche ed emittenti radiofoniche

23 dicembre 2013

Il presente documento integrativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., sul sito internet della società (www.mondadori.it – sezione Governance) nonché sul sito internet di Borsa Italiana S.p.A. (www.borsaitaliana.it)

MONDADORI

Indice

PREMESSA *1*

1. **Integrazione paragrafo 2.4. "Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari."** **2**

   a. **Relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie prese in considerazione ai fini del giudizio di indipendenza relativo agli esperti incaricati di redigere la relazione di stima, con particolare riferimento al rapporto professionale ritenuto irrilevante ai fini del rilascio di tale giudizio di indipendenza.** 2

   b. **Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione, precisandone anche l'importo individuato.** 3

   c. **Motivazioni in base alle quali, a fronte di un range compreso tra euro 450.000,00 e 1.100.000,00 ritenuto congruo dal Prof. Amaduzzi nella relazione resa al Comitato Parti Correlate di A.M.E. ai fini della definizione del valore di cessione del ramo di azienda, le società A.M.E. e Mondadori Pubblicità abbiano individuato come valore di cessione l'importo di euro 450.000,00.** 4

2. **Con riferimento alla garanzia rilasciata da Mondadori Pubblicità che "al termine del quinto anno dalla data di efficacia dell'Operazione, l'EBIT cumulato del Ramo di Azienda conferito sia positivo", considerato anche che il Comitato Parti Correlate di A.M.E. nel proprio parere ha precisato di aver "esaminato le modalità di applicazione di detta garanzia, la cui portata risulta mitigata e circoscritta in virtù della previsione sia di una "soglia dimensionale di applicaibilità" (franchigia), sia dell'esistenza di una clausola di salvaguardia che ne limita le condizioni di applicazione in funzione dell'andamento del mercato", maggiori informazioni circa l'importo della franchigia medesima e le procedure di aggiustamento annuale del valore dell'EBIT al verificarsi di determinate condizioni.** **4**

3. **Relazione di stima predisposta dagli esperti indipendenti prof.ri Andrea Amaduzzi e Paolo Iovenitti, su incarico del consiglio di amministrazione di Mondadori Pubblicità, ai fini della determinazione del valore economico del Ramo di Azienda oggetto di cessione.** **6**

4. **Relazione redatta dal prof. Andrea Amaduzzi su incarico del Comitato Parti Correlate di A.M.E.** **6**

5. **Integrazione paragrafo 2.5. "Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili".** **6**

PREMESSA

Il presente documento (il "Documento Integrativo") integra il Documento Informativo (il "Documento Informativo") pubblicato da Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. ("Arnoldo Mondadori Editore" o la "Società"), in data 21 novembre 2013, ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, e avente ad oggetto il conferimento dalla società controllata Mondadori Pubblicità S.p.A. a Mediamond S.p.A. del ramo di azienda commerciale relativo alle attività di raccolta pubblicitaria su testate periodiche ed emittenti radiofoniche.

Il Documento Integrativo viene pubblicato su richiesta della Consob formulata in data 18 dicembre 2013, ai fini di fornire ulteriori dettagli in relazione all'Operazione.

Per una completa descrizione dell'Operazione si rimanda al Documento Informativo ed ai suoi allegati. I termini non altrimenti definiti nel presente Documento Integrativo avranno il significato agli stessi attribuito nelle definizioni contenute nel Documento Informativo.

1. **Integrazione paragrafo 2.4. "Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari."**

   a. **Relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie prese in considerazione ai fini del giudizio di indipendenza relativo agli esperti incaricati di redigere la relazione di stima, con particolare riferimento al rapporto professionale ritenuto irrilevante ai fini del rilascio di tale giudizio di indipendenza.**

Come indicato nel Documento Informativo, la determinazione, ai fini dell'esecuzione del conferimento, del valore economico del Ramo di Azienda è stata definita sulla base di una relazione di stima predisposta congiuntamente dagli esperti indipendenti prof. Andrea Amaduzzi, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca, e prof. Paolo Iovenitti, Professore Associato di Finanza Aziendale presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, anche in relazione alle disposizioni dell'art. 2343, comma 2, lettera b) cod. civ.

Gli esperti sono stati designati dal consiglio di amministrazione della società conferente Mondadori Pubblicità S.p.A., a seguito di valutazione dei requisiti di professionalità e di indipendenza.

Ai fini del giudizio di indipendenza degli esperti Prof. Amaduzzi e Prof. Iovenitti è stata verificata l'insussistenza attuale o pregressa, con la sola eccezione del rapporto professionale di seguito specificato, di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli esperti e i soggetti indicati nel documento Informativo Pubblicato in data 21 novembre 2013. Si precisa che le relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie prese in considerazione sono rappresentate da rapporti professionali, intesi quali rapporti di lavoro autonomo o subordinato o rapporti continuativi di consulenza o di prestazione d'opera retribuita ovvero altri rapporti in genere, incluso l'assunzione di cariche sociali, di natura patrimoniale o professionale.

Con riferimento al rapporto professionale ritenuto irrilevante ai fini del giudizio di indipendenza, in considerazione della dimensione economica dello stesso posta in correlazione con la dimensione economica conosciuta dell'esperto interessato, si precisa:

al Prof. Amaduzzi è stato conferito da Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., in data 18 marzo 2013, l'incarico di esprimere "un'opinione indipendente sulla ragionevolezza e sulla adeguatezza delle scelte metodologiche assunte nonché sulle modalità applicative seguite per l'applicazione delle disposizioni del principio contabile IAS 36 Impairment of Assets ("IAS 36"), alla data di riferimento del 31 dicembre 2012". Tale incarico è stato completato con relazione emessa in data 26 marzo 2013.

La valutazione di irrilevanza del suddetto incarico ai fini del giudizio di indipendenza è riferibile a:

l'oggetto dell'incarico, che presuppone e già a suo tempo ha previsto un'autonoma valutazione sulla terzietà e indipendenza del soggetto incaricato;

l'importo riconosciuto per lo svolgimento dell'incarico che, sia in valore assoluto sia in valore relativo, se posto in correlazione con la dimensione economica conosciuta dell'esperto interessato, non si ritiene possa pregiudicare la valutazione di indipendenza dell'esperto medesimo.

b. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione, precisandone anche l'importo individuato.

Il corrispettivo dell'Operazione, inteso come importo dell'aumento di capitale della società conferitaria Mediamond S.p.A. a fronte del conferimento del Ramo di Azienda da parte di Mondadori Pubblicità S.p.A., è stato determinato e individuato in euro 450.000,00.

Tale importo è definito in conformità al valore del capitale economico del Ramo di Azienda determinato sulla base della relazione di stima predisposta dagli esperti indipendenti Prof. Andrea Amaduzzi e prof. Paolo Iovenitti quale richiamata nel Documento Informativo.

Si rileva inoltre, anche in relazione alle disposizioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile in materia di conferimenti di beni in natura, che come attestato dagli esperti indipendenti in sede di conclusioni della relazione di stima, il valore attribuibile al Ramo di Azienda non è inferiore all'importo di euro 450.000,00 come sopra individuato ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale della conferitaria.

c. **Motivazioni in base alle quali, a fronte di un range compreso tra euro 450.000,00 e 1.100.000,00 ritenuto congruo dal Prof. Amaduzzi nella relazione resa al Comitato Parti Correlate di A.M.E. ai fini della definizione del valore di cessione del ramo di azienda, le società A.M.E. e Mondadori Pubblicità abbiano individuato come valore di cessione l'importo di euro 450.000,00.**

L'individuazione, come "valore di cessione", dell'importo di euro 450.000,00 è stata assunta tenuto conto delle modalità di trasferimento del Ramo di Azienda, avvenute tramite conferimento in natura, e conseguentemente delle relative previsioni normative finalizzate alla tutela degli interessi delle parti coinvolte nell'Operazione e dei terzi in termini anche di effettività del capitale sociale.

In particolare a fronte di un range compreso tra euro 450.000,000 ed euro 1.100.000,00 ritenuto congruo dal Prof. Amaduzzi nella relazione resa al Comitato Parti Correlate della Società, è stato individuato ai fini della determinazione del capitale sociale di Mediamond S.p.A. a fronte del conferimento del Ramo di Azienda, l'importo minimo del range sopra richiamato, quale scelta maggiormente cautelativa in termini di effettività del capitale sociale da emettersi a fronte del conferimento.

2. **Con riferimento alla garanzia rilasciata da Mondadori Pubblicità che "al termine del quinto anno dalla data di efficacia dell'Operazione, l'EBIT cumulato del Ramo di Azienda conferito sia positivo", considerato anche che il Comitato Parti Correlate di A.M.E. nel proprio parere ha precisato di aver "esaminato le modalità di applicazione di detta garanzia, la cui portata risulta mitigata e circoscritta in virtù della previsione sia di una "soglia dimensionale di applicaibilità" (franchigia), sia dell'esistenza di una clausola di salvaguardia che ne limita le condizioni di applicazione in funzione dell'andamento del mercato", maggiori informazioni circa l'importo della franchigia medesima e le procedure di aggiustamento annuale del valore dell'EBIT al verificarsi di determinate condizioni.**

Come indicato nel Documento Informativo, gli accordi relativi all'Operazione prevedono il rilascio da parte di Mondadori Pubblicità S.p.A. della garanzia che, al termine del quinto anno dalla data di efficacia dell'Operazione, l'EBIT cumulato del Ramo di Azienda conferito sia positivo, con conseguente onere di indennizzo del 50% dell'eventuale EBIT cumulato negativo (cosiddetta "Garanzia di Break Even").

Le modalità di applicazione di detta garanzia ne mitigano e limitano la portata per effetto sia della previsione di una soglia dimensionale di applicabilità (franchigia), sia dell'esistenza di una clausola di salvaguardia che ne limita l'applicazione nell'ipotesi in cui, per ciascuno dei cinque anni di riferimento della garanzia, l'andamento del Ramo di Azienda, in termini di variazione percentuale del fatturato generato rispetto all'anno precedente, risulti peggiore rispetto alla corrispondente variazione del mercato di riferimento (dati Nielsen).

In termini più specifici:

Mondadori Pubblicità garantisce che, al termine del quinto anno dalla data di efficacia dell'Operazione, e quindi al 31 dicembre 2018, l'EBIT Rettificato Cumulato del Ramo di Azienda a tale data sarà positivo (la "Garanzia di Break Even").

La Garanzia di Break Even sarà peraltro applicabile, e pertanto Mondadori Pubblicità sarà tenuta a corrispondere l'indennizzo, soltanto nel caso in cui al termine del quinto anno dalla data di efficacia l'EBIT Rettificato Cumulato sia negativo per un importo superiore ad una franchigia determinata in euro 500.000,00. In tale ipotesi l'ammontare di indennizzo sarà pari all'EBIT Rettificato Cumulato al termine del quinto anno meno l'importo della franchigia sopra indicato.

Per "EBIT Rettificato" si intende l'EBIT del Ramo di Azienda + eventuali Aggiustamenti Under Performance Testate (come di seguito definiti) + eventuali Aggiustamenti Under Performance Radio (come di seguito definiti).

Per "EBIT Rettificato Cumulato" si intende l'EBIT Rettificato di ciascun anno di durata della Garanzia di Break Even cumulato, anno per anno, con l'anno precedente, e definitivamente calcolato alla fine del quinto anno dalla data di efficacia dell'Operazione. Ai fini del calcolo dell'EBIT Rettificato Cumulato concorrerà soltanto una somma pari al 50% dell'EBIT positivo.

Aggiustamento Under Performance Testate/Radio

Ai fini dell'accertamento dell'eventuale violazione della Garanzia di Break Even, l'EBIT di ciascun anno di riferimento sarà rettificato in aumento qualora la variazione percentuale del Fatturato Lordo raccolto da Mediamond S.p.A. relativamente alle testate periodiche/emittenti radiofoniche di quell'anno rispetto all'anno precedente sia peggiore rispetto alla corrispondente variazione percentuale anno per anno del fatturato lordo Periodici/Radio di Mercato Nielsen Netto (restando inteso che detti fatturati e le relative variazioni dovranno essere valutati a perimetro omogeneo).

3. **Relazione di stima predisposta dagli esperti indipendenti prof.ri Andrea Amaduzzi e Paolo Iovenitti, su incarico del consiglio di amministrazione di Mondadori Pubblicità, ai fini della determinazione del valore economico del Ramo di Azienda oggetto di cessione.**

In allegato si pubblica integralmente la relazione di stima predisposta dagli esperti indipendente prof.ri Andrea Amaduzzi e Paolo Iovenitti, con la sola omissione, per ragioni di riservatezza commerciale, dei dettagli relativi al Piano 2014-2016 del Ramo di Azienda (Allegato A).

4. **Relazione redatta dal prof. Andrea Amaduzzi su incarico del Comitato Parti Correlate di A.M.E..**

In allegato si pubblica integralmente la relazione redatta dal Prof. Andrea Amaduzzi su incarico del Comitato Parti Correlate della Società (Allegato B).

5. **Integrazione paragrafo 2.5. "Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili".**

L'operazione comporterà il conferimento con data di efficacia 1 gennaio 2014 del Ramo d'Azienda commerciale relativo alla raccolta pubblicitaria di Mondadori Pubblicità in Mediamond. La valutazione da parte dei periti indipendenti del Ramo d'Azienda si è basata sulla seguente situazione patrimoniale di riferimento al 1 luglio 2013:

Stato Patrimoniale di Riferimento Ramo d'azienda attività commerciale Mondadori Pubblicità alla data del 1 luglio 2013 (al netto dell'avviamento di € 2.170.000 quale determinato dalla Relazione di Stima degli esperti indipendenti)

	importi in KEuro
ATTIVO	
Attività immateriali (software)	**11**
Immobili, Impianti e macchinari	**29**
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	**40**
Altre attività correnti	**3**
Crediti commerciali	**76.653**
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	**76.656**
TOTALE ATTIVO	**76.696**
PASSIVO	
Fondi rischi	**1.000**
TFR	**629**
Fondo Indennità suppletiva di clientela agenti	**666**
Altre passività correnti	**589**
Debiti commerciali	**69.332**
Totale passività correnti	**72.216**
TOTALE PASSIVO	**72.216**
Capitale Investito Operativo	**4.480**
Posizione Finanziaria Netta	(6.200)
Sbilancio	**(1.720)**

Impatti dell'Operazione sul bilancio consolidato del Gruppo Mondadori

A livello patrimoniale, con riferimento alle poste indicate, tenuto conto che non subiscono variazioni i criteri di iscrizioni di Mondadori Pubblicità (consolidata integralmente) e di Mediamond (iscritta secondo il metodo del patrimonio netto) residueranno nel bilancio consolidato del Gruppo Mondadori, dal 1 gennaio 2014, le sole poste relative:

(i) ai crediti relativi alla quota editore delle società consolidate da AME verso Mediamond (*ex Mondadori Pubblicità*), pari a € 50,4 m. nella situazione patrimoniale del 1 luglio 2013;

(ii) ai crediti per altre prestazioni di servizio nei confronti di Mediamond (*ex Mondadori Pubblicità*) per €1,6 m.

(iii) ai debiti per altre prestazioni di servizio fornite da Mediamond (*ex Mondadori Pubblicità*), pari a € 2,5 m. nella situazione patrimoniale del 1 luglio 2013.

A livello di conto economico consolidato del Gruppo Mondadori, sarà iscritta una plusvalenza di € 1.085.000 pari al 50% dell'avviamento determinato dalla Relazione di Stima degli esperti indipendenti.

Nella pagina seguente si rappresentano, per completezza gli effetti patrimoniali del conferimento attraverso una rielaborazione pro-forma dei dati di Stato Patrimoniale consolidato al 30 giugno 2013.

Importi in KEuro

	consolidato al 30/06/2013 pubblicato	effetti da conferimento	consolidato al 30/06/2013 pro-forma	
ATTIVITA' IMMATERIALI	739.831	-11	739.820	
INVESTIMENTI IMMOBILIARI	3.231		3.231	
IMMOBILI, IMPIANTI E MACCHINARI	45.900	-29	45.871	
PARTECIPAZIONI	59.520	450	59.970	1
ATTIVITA FINANZIARIE NON CORRENTI	2.871		2.871	
ATTIVITA' PER IMPOSTE ANTICIPATE	47.054		47.054	
ALTRE ATTIVITA' NON CORRENTI	2.780		2.780	
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	**901.187**	**410**	**901.597**	
CREDITI TRIBUTARI	90.709		90.709	
ALTRE ATTIVITA' CORRENTI	102.834	-3	102.831	
RIMANENZE	129.263		129.263	
CREDITI COMMERCIALI	316.669	-22.190	294.479	2
ALTRE ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	24.382		24.382	
CASSA ED ALTRE DISPONIBILITA' LIQUIDE EQUIVALENTI	81.814		81.814	
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	**745.671**	**-22.193**	**723.478**	
TOTALE ATTIVO	**1.646.858**	**-21.783**	**1.625.075**	
Capitale sociale	64.079		64.079	
Riserva sovrapprezzo azioni	170.625		170.625	
Azioni proprie	-73.497		-73.497	
Altre riserve e risultati portati a nuovo	245.011	1.085	246.096	1
Utile (perdita) dell'esercizio	-27.149	1.085	-26.064	1
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	**379.069**	**2.170**	**381.239**	
Capitale e riserve di terzi	31.049		31.049	
TOTALE PATRIMONIO NETTO	**410.118**	**2.170**	**412.288**	
FONDI	57.340	-1.000	56.340	
INDENNITA' DI FINE RAPPORTO	50.185	-1.295	48.890	
PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	417.582		417.582	
PASSIVITA' PER IMPOSTE DIFFERITE	90.543		90.543	
ALTRE PASSIVITA' NON CORRENTI			0	
TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	**615.650**	**-2.295**	**613.355**	
DEBITI PER IMPOSTE SUL REDDITO	7.540		7.540	
ALTRE PASSIVITA' CORRENTI	219.399	-589	218.810	
DEBITI COMMERCIALI	335.407	-14.869	320.538	3
DEBITI VS BANCHE ED ALTRE PASSIVITA' FINANZIARIE	58.744	-6.200	52.544	
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	**621.090**	**-21.658**	**599.432**	
TOTALE PASSIVO	**1.646.858**	**-21.783**	**1.625.075**	

[1] il capitale sociale di Mediamond si incrementa di complessivi 900 Keuro di cui 450 Keuro a fronte del conferimento del ramo d'azienda e 450 Keuro a fronte del versamento dell'aumento di capitale riservato a Publitalia '80. Pertanto la partecipazione di Mediamond nel consolidato di Gruppo si incrementa del 50% di tale importo complessivo.
Il conferimento, sul patrimonio netto di Gruppo, determina un incremento di 2.170 K euro, per metà rappresentato dalla plusvalenza realizzata, ed iscritta nel conto economico; per metà rappresentata dalla quota di pertinenza del Gruppo del maggior valore attribuito al ramo d'azienda nella Relazione di stima redatta da esperti indipendenti.

[2] I crediti commerciali diminuiscono poiché a seguito del conferimento il ramo d'azienda viene deconsolidato. Pertanto, i saldi del Gruppo non comprendono il margine realizzato dalla concessionaria in riferimento all'attività di raccolta della pubblicità per le società del Gruppo e i crediti derivanti dalla medesima attività svolta per editori terzi.

[3] I debiti commerciali diminuiscono principalmente perché i saldi del Gruppo non comprendono il debito verso editori terzi a fronte della quota editore fatturata alla concessionaria da questi ultimi.

ARNOLDO MONDADORI EDITORE S.P.A.

L'Amministratore Delegato

(Ernesto Mauri)

Allegati:
Allegato A
Allegato B

STIMA PERITALE DEL VALORE DEL RAMO D'AZIENDA "COMMERCIALE" DI MONDADORI PUBBLICITA' SPA, ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 1° LUGLIO 2013

Prof. Andrea Amaduzzi
Via Manzoni, 42
20121 Milano

Prof. Paolo Iovenitti
Via Melegari, 2
20121 Milano

INDICE

1. PREMESSA 1
2. LA PROSPETTATA OPERAZIONE DI CONFERIMENTO 2
   2.1. L'operazione di conferimento 2
   2.2. Descrizione dell'oggetto del conferimento 3
   2.3. Il Piano 2014-2016 del Ramo d'azienda oggetto di conferimento 11
   2.4. Requisiti soggettivi dei Periti incaricati della valutazione 14
   2.5. Data di riferimento della valutazione 15
   2.6. Documentazione di riferimento della valutazione 15
   2.7. Limiti dell'incarico 16
3. OGGETTO DELLA STIMA: IL VALORE DI CAPITALE ECONOMICO 19
   3.1. Inquadramento dell'operazione di conferimento sotto il profilo valutativo 23
   3.2. I metodi utilizzabili 25
   3.3. Note metodologiche: a) i metodi misti patrimoniali reddituali; la versione "Classica" 28
   3.4. Note metodologiche: b) i metodi misti patrimoniali reddituali; la versione "Finanziaria" 34
   3.5. Note metodologiche (Segue): Il metodo reddituale 36
   3.6. Note metodologiche (Segue). Il metodo dei multipli di mercato per la valutazione delle aziende: concetti generali 40
   3.7. La fattispecie rilevante ai presenti fini: condizioni applicative 46
   3.8. Le scelte di metodo adottate nella valutazione: riepilogo 49
4. L'APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE 53
   4.1. La determinazione del "Capitale Investito Operativo" (I) 53
   4.2 La determinazione del valore di avviamento 56
   4.3. Il valore del capitale economico sulla base del criterio misto patrimoniale-reddituale 66
5. L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE 67
6. L'APPLICAZIONE DEL METODO DEI MOLTIPLICATORI DESUNTI DA SOCIETÀ QUOTATE COMPARABILI 69
7. CONCLUSIONI 74

1. PREMESSA

Il Prof. Andrea Amaduzzi e il Prof. Paolo Maurizio Iovenitti (di seguito, i "Periti") hanno ricevuto da Mondadori Pubblicità S.p.a. (la "Società") l'incarico congiunto di effettuare la valutazione del ramo d'azienda denominato "Commerciale" ("Ramo d'azienda"): in particolare, l'incarico richiede la determinazione del valore del ramo aziendale in ipotesi di conferimento, alla data di riferimento del 1° Luglio 2013.

Infatti, come sarà più analiticamente illustrato in seguito, Mondadori Pubblicità S.p.a. ("Mondadori Pubblicità") sta esaminando il progetto strategico di trasferire (mediante conferimento) alla propria partecipata Mediamond S.p.a. ("Mediamond") il ramo d'azienda "Commerciale" allo scopo di cogliere specifici obiettivi industriali.

In relazione al contenuto e ai citati limiti finalistici dell'incarico valutativo i Periti hanno proceduto, in stretta coerenza con i principi e le metodologie valutative in materia di conferimento, a:

- descrivere i beni (costituenti il Ramo d'azienda) da conferire;
- indicare i criteri di valutazione adottati;
- attestare il valore minimo assegnato ai beni costituenti il Ramo d'azienda, alla data di riferimento della stima.

In relazione a quanto precede e allo specifico ristretto ambito finalistico e normativo in cui è richiesta ed elaborata la presente perizia, gli scriventi dichiarano che essa ha l'esclusivo scopo di fornire il valore dei beni (costituenti il Ramo d'azienda): conseguentemente nessun valore totale o parziale dei beni da conferire potrà essere utilizzato in altra sede per differenti finalità.

2. LA PROSPETTATA OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

2.1. L'operazione di conferimento

La Società Mondadori Pubblicità S.p.a., iscritta al R.E.A. Milano al n. 1240698 Cod. Fiscale e P. Iva 08696660151, con sede in Milano, Via Bianca di Savoia n. 12, ha per oggetto "*a) la progettazione, la realizzazione, la distribuzione, la concessione, la sub concessione e la rappresentanza di mezzi, supporti, veicoli ed articoli pubblicitari; b) la edizione di riviste e di altri mezzi di comunicazione, nonché la produzione e la vendita di mezzi stampa, esclusa la pubblicazione di quotidiani.* …" (art. 4 Statuto).
La Società, attualmente con unico socio, è stata costituita in data 12.02.1987 con atto del Notaio Francesco Cavallone, n. 69559/5325 di rep. con la denominazione "Araminta S.p.a.".
In data 14 maggio 1987 la società ha variato la propria denominazione sociale in "G.P.E S.p.a." e in data 16 ottobre 1989 in "Mondadori Pubblicità S.p.a.".
Attualmente la Società svolge la funzione di Concessionaria di Pubblicità del Gruppo Arnoldo Mondadori Editore ("AME").
In particolare gestisce la vendita dello spazio pubblicitario per testate ed emittenti radiofoniche nazionali del Gruppo "AME" e di importanti editori terzi.
Grazie al suo portafoglio ricco e articolato, che spazia dai maschili ai familiari, dai femminili agli specializzati, la concessionaria vanta il maggior numero di *magazine* leader in diffusione e in lettorato. La Società è presente nel mercato radiofonico con R101, radio di proprietà del Gruppo "AME", Radio KissKiss, Radio Italia Solo Musica Italiana e, dal 2013, Radio Subasio, tutte nelle prime posizioni tra i *network* commerciali e in costante crescita di gradimento da parte del pubblico.
Nel mese di luglio 2009, da una joint venture (50-50%) tra "Mondadori Pubblicità" e "Publitalia '80", concessionaria del Gruppo Mediaset, è nata "Mediamond", dedicata alla raccolta della pubblicità on-line sui siti web del Gruppo "AME", di RTI (società del gruppo Mediaset) e di editori terzi attualmente in concessione a Mondadori Pubblicità o Digitalia '80 ([1]).

---

[1]) Come risulta dal vigente Statuto di Mediamond Spa all'art. 2, primo comma, "*La società ha per oggetto l'esercizio dell'attività di concessionaria di pubblicità, sia in proprio che per conto terzi, attraverso l'acquisto, la vendita e la distribuzione di spazi banner, di spazi pubblicitari e promozionali su siti web, su reti telematiche e supporti digitali in genere e loro evoluzioni tecnologiche*".

In tale contesto, nell'ambito di un progetto di ristrutturazione e di riorganizzazione di "Mondadori Pubblicità", il Gruppo AME intende conferire il ramo d'azienda Commerciale di "Mondadori Pubblicità" in "Mediamond".
In tal modo il Gruppo intende e ritiene di poter ottimizzare la propria offerta e presenza commerciale riuscendo ad offrire ai propri clienti un'offerta di spazi pubblicitari più ampia e completa dell'attuale, che potrà spaziare dai periodici, ai siti internet e al digitale, alla radio.
La concentrazione dell'attività di Concessionaria in capo a Mediamond S.p.a. ha quindi finalità riorganizzativo-industriale.
In "Mondadori Pubblicità", a seguito del prospettato conferimento, residuerà il cd. ramo "*operations*", che svolgerà esclusivamente attività di *back office* di tipo principalmente amministrativo (caricamento contratti, gestione agenti, impaginazione e marketing), per le partecipazioni detenute e, in particolare, per la stessa "Mediamond".
A tal fine è previsto che venga stipulato un contratto di *service* tra "Mondadori Pubblicità" e "Mediamond" per lo svolgimento di tali attività.
La prospettata operazione di conferimento del "ramo d'azienda" in capo a "Mediamond" comporterà un aumento di capitale sociale, più eventuale sovrapprezzo ([2]).
Tale operazione sarà seguita dal contestuale/equivalente conferimento di liquidità (in misura pari al valore economico del conferimento) da parte dell'altro socio di "Mediamond", cioè "Publitalia '80 Spa", allo scopo di mantenere la pariteticità nella quota di partecipazione detenuta nella società e quindi nella *governance* aziendale.

2.2. Descrizione dell'oggetto del conferimento

Come anticipato, l'oggetto del progettato conferimento per il quale viene in questa sede determinato il corrispondente valore consiste nel ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a.: esso viene di seguito esaminato sotto i connessi profili aziendalistico/civilistico/tributario, contabile e gestionale.

---

[2]) A fronte del conferimento, la Società conferitaria Mediamond S.p.a. procederà all'aumento del capitale sociale emettendo nuove azioni destinate alla Società conferente Mondadori Pubblicità Spa, coerentemente con l'art. 5, secondo comma, del suo vigente Statuto che recita: "Il capitale sociale potrà essere aumentato, in conformità alle norme di legge, anche mediante conferimenti di beni in natura o di crediti"

Innanzi tutto, sotto il profilo aziendalistico, civilistico e tributario il citato Ramo d'azienda "Commerciale" presenta tutte le caratteristiche/ condizioni richieste dall'Economia Aziendale, dal Diritto Commerciale e dal Diritto Tributario per l'identificazione di un "ramo d'azienda": esso si configura pertanto come un insieme coordinato di beni (materiali e immateriali), di personale e di relazioni contrattuali funzionalmente e reciprocamente collegato in modo da costituire un complesso produttivo unitario.
Il Ramo d'azienda in esame è caratterizzato da autonomia organizzativa; i dipendenti afferenti il Ramo d'azienda sono gerarchicamente organizzati e possiedono un *know how* specialistico nel settore di competenza.
In generale, ai fini dell'identificazione di un "ramo d'azienda" non è necessario che esso sia rilevato nell'ambito di una sezione contabile autonoma nella società conferente, ma occorre che il complesso di beni organizzati abbia l'attitudine a realizzare la finalità economica alla quale è preordinato, coerentemente con il disposto dell'art. 2555 c.c.: l'analisi condotta per il Ramo d'azienda oggetto del conferimento e quindi della presente valutazione evidenzia appunto queste caratteristiche.
Sotto il profilo contabile e con specifico riguardo all'elencazione tassativa contenuta nell'art. 2424 c.c., il Ramo d'azienda "Commerciale" in esame risulta formato dalle seguenti attività e passività patrimoniali alla data di riferimento del 1° Luglio 2013:

Stato Patrimoniale Ramo d'azienda attività commerciale Mondadori Pubblicità	
	01-lug-13
	In Euro
ATTIVO	
Attività immateriali (software)	11.201
Immobili, Impianti e macchinari	29.765
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	**40.966**
Altre attività correnti	2.700
Crediti commerciali	76.653.362
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	**76.656.062**
TOTALE ATTIVO	**76.697.028**
PASSIVO	
Fondi rischi	(1.000.000)
Indennità di fine rapporto:	
TFR	(629.440)
Fondo Indennità suppletiva di clientela agenti	(666.525)

Altre passività correnti	(589.462)
Debiti commerciali	(69.331.513)
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	**(72.216.940)**
TOTALE PASSIVO	**(72.216.940)**
Capitale investito operativo (Attività - Passività)	**4.480.088**
Posizione Finanziaria Netta	(6.200.000)
Sbilancio	**(1.719.912)**

Fonte: "Mondadori Pubblicità"

In merito si osserva che, nonostante il ridotto numero di poste contabili che formano la situazione patrimoniale del Ramo d'azienda in esame, esso presenta nella sua completezza la nozione di "ramo d'azienda", come preteso dalle vigenti indicazioni normative di matrice civilistica e tributaria. Oltre alle attività/passività patrimoniali elencate, formano il Ramo d'azienda "Commerciale" anche i seguenti rapporti contrattuali (in merito ai quali è stata accertata l'assenza di un vincolo alla loro trasferibilità):

- contratti attivi:

CONTRATTI DI CONCESSIONE PUBBLICITARIA DI MONDADORI PUBBLICITA' (al 1/7/2013)

Editore	Testate	Mezzo	Note
Ame	tutte le testate	periodica + web	incluso i siti web in sub-concessione a Mediamond
Gruner und Yahr / Mondadori	Focus Focus junior Focus extra Focus Pico Focus Wild Geo	periodica + web	incluso i siti web in sub-concessione a Mediamond
Aci / Mondadori	Panorama auto Evo Automobil club	periodica	
Edizioni San Paolo	Famiglia Cristiana	periodica	editore non inserito nel ramo

	Credere Vivere in Armonia Benessere Fare in famiglia		
Il foglio quotidiano	Il foglio	quotidiani	
Monradio	R101	Radio	incluso i siti web in sub-concessione a Mediamond
Radio Italia	Radio Italia	Radio	
Radio Kiss Kiss	Radio Kiss Kiss	Radio	
Mondadori Direct	Librerie Mondadori Video Wall	librerie	

- contratti di lavoro con i Dipendenti.

MONDADORI PUBBLICITA'
DETTAGLIO INDIVIDUALE TFR IAS E CIVILISTICO al 1 luglio 2013

COMMERCIALE	226	Somma di TRF civilistico	21.489,1
		Somma di TFR IAS 19	20.398,5
	7978	Somma di TRF civilistico	27.418,0
		Somma di TFR IAS 19	27.418,0
	304	Somma di TRF civilistico	50.124,4
		Somma di TFR IAS 19	47.757,1
	356	Somma di TRF civilistico	26.408,8
		Somma di TFR IAS 19	25.286,4
	18785	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	7018	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18725	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18734	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	8208	Somma di TRF civilistico	4.807,5
		Somma di TFR IAS 19	4.586,1
	279	Somma di TRF civilistico	10.863,8
		Somma di TFR IAS 19	10.385,0
	276	Somma di TRF civilistico	29.549,5
		Somma di TFR IAS 19	28.000,1
	18797	Somma di TRF civilistico	11.572,6
		Somma di TFR IAS 19	11.226,1

18661	Somma di TRF civilistico	57.581,8
	Somma di TFR IAS 19	55.074,9
18678	Somma di TRF civilistico	4.119,5
	Somma di TFR IAS 19	3.949,2
291	Somma di TRF civilistico	40.292,2
	Somma di TFR IAS 19	38.388,7
254	Somma di TRF civilistico	95.886,6
	Somma di TFR IAS 19	93.920,0
18677	Somma di TRF civilistico	146,9
	Somma di TFR IAS 19	140,3
18782	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
6541	Somma di TRF civilistico	14.231,2
	Somma di TFR IAS 19	13.604,6
232	Somma di TRF civilistico	25.947,3
	Somma di TFR IAS 19	24.627,6
18710	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18781	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18808	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
282	Somma di TRF civilistico	3.986,9
	Somma di TFR IAS 19	3.809,0
18813	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
290	Somma di TRF civilistico	6.252,9
	Somma di TFR IAS 19	5.953,6
18686	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18715	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18687	Somma di TRF civilistico	16.565,3
	Somma di TFR IAS 19	15.773,0
243	Somma di TRF civilistico	61.038,0
	Somma di TFR IAS 19	58.373,9
18726	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18713	Somma di TRF civilistico	0,0
	Somma di TFR IAS 19	0,0
364	Somma di TRF civilistico	22.464,8
	Somma di TFR IAS 19	21.320,7
18799	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-
18800	Somma di TRF civilistico	-
	Somma di TFR IAS 19	-

	18822	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	8084	Somma di TRF civilistico	7.329,9
		Somma di TFR IAS 19	7.018,7
	18806	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18836	Somma di TRF civilistico	2.692,9
		Somma di TFR IAS 19	2.571,7
	18793	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	8056	Somma di TRF civilistico	10.413,7
		Somma di TFR IAS 19	9.951,9
	18718	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18704	Somma di TRF civilistico	56.027,9
		Somma di TFR IAS 19	53.488,2
	18815	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18814	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	277	Somma di TRF civilistico	48.332,1
		Somma di TFR IAS 19	46.416,6
	18702	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
	18719	Somma di TRF civilistico	-
		Somma di TFR IAS 19	-
COMMERCIALE Somma di TRF civilistico			655.543,4
COMMERCIALE Somma di TFR IAS 19			629.440,0

TOTALE NOMI 48

E' da notare come nel ramo d'azienda inoltre sia ricompresa una posta finanziaria, significativa, inerente il Ramo d'azienda "Commerciale" e, quindi, correlata al fabbisogno finanziario dello stesso e alla sua capacità di indebitamento. Tale posta trae origine da un autonomo conto corrente "*intercompany*" di natura finanziaria, come detto, considerato dal management della Società esclusivamente inerente il Ramo d'azienda.

Dalla congiunta e coordinata considerazione delle componenti patrimoniali (attive e passive) e contrattuali sopra elencate, afferenti il Ramo d'azienda in esame, si evince incontrovertibilmente la sua natura di "ramo d'azienda" nei consolidati significati civilistico e tributario. Al proposito si rammenta la nozione di azienda e di ramo d'azienda indicata dal Codice Civile [l'art. 2555

dispone che "*l'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*", mentre l'art. 2112 precisa che "*per trasferimento d'azienda (si intende) qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economica organizzata, con o senza scopo di lucro, preesistente al trasferimento e che conserva nel trasferimento la propria identità a prescindere dalla tipologia negoziale o dal provvedimento sulla base del quale il trasferimento è attuato*". Tale disposizione (che si applica altresì "*al trasferimento di parte dell'azienda, intesa come articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento*" cui fa riferimento anche la normativa tributaria) ha alla base valutazioni economico-aziendalistiche con particolare riguardo alla ricorrenza dell'elemento organizzativo (insieme "organizzato" di beni e rapporti) e produttivo (idoneità dell'insieme organizzato a produrre un reddito): questi aspetti sono riscontrabili nella fattispecie in esame come emerge da un'analisi fattuale delle componenti aziendali e delle professionalità economico-aziendalistiche del Ramo d'azienda stesso.
Sotto il profilo gestionale, infine, come peraltro emerge dalla sopra riportata situazione patrimoniale di riferimento, il Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a. è articolabile come segue:

Stato Patrimoniale Ramo d'azienda attività commerciale Mondadori Pubblicità	
01-lug-13	
	In Euro
TOTALE ATTIVO	**76.697.028**
TOTALE PASSIVO	**(72.216.940)**
Capitale investito operativo (Attività - Passività)	**4.480.088**
Posizione Finanziaria Netta	(6.200.000)
Sbilancio	**(1.719.912)**

Fonte: "Mondadori Pubblicità"

Le poste patrimoniali in particolare, sono logicamente riclassificabili in poste aventi natura operativa e poste aventi natura finanziaria.

Le poste aventi natura operativa concorreranno alla formazione del capitale investito aziendale.
E' da notare come il valore economico di tale capitale investito potrà non essere allineato al suo valore contabile.
Alla formazione del primo infatti concorrono elementi di natura intangibile che unitariamente intesi concorrono a loro volta alla formazione del cd. valore di avviamento.
Tali valori sono identificabili, nel caso in esame, in particolare nell'organizzazione commerciale del Ramo d'azienda e nell'esistenza di un "portafoglio di contratti" ampio e, in modo sufficientemente ragionevole, stabile nel tempo.
Tali aspetti dovranno essere opportunamente tenuti conto ai fini di valutazione.

Da ultimo, con specifico riguardo all'elencazione e alle singole attività/passività patrimoniali sopra indicate che formano il Ramo d'azienda in esame gli scriventi, preliminarmente alla valutazione di cui sono stati incaricati, hanno effettuato un esame (conclusosi con esito positivo) inteso a verificare la presenza per ciascuna di esse dei richiesti requisiti di:

- contabilizzabilità: riguarda la conferibilità delle attività/passività patrimoniali solo se preventivamente contabilizzate presso la società conferente alla data di riferimento della stima (trasferite nella situazione patrimoniale di conferimento) e la coerenza delle singole poste con il vigente quadro contabile di riferimento (Principi Contabili, nazionali e internazionali, norme civilistiche, norme fiscali, norme speciali, ecc.);
- valutabilità: si riferisce ad un aspetto specificamente introdotto dalla Riforma del Diritto societario (D. lg. 17 gennaio 2003, n. 6) dove, secondo la forma giuridica della società conferitaria, è stabilito che "*non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi*" (Spa) e "*possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*" (Srl);
- espropriabilità: si tratta di un aspetto strettamente connesso con la logica garantista che caratterizza l'operazione di conferimento sotto il profilo civilistico. Esso si esplicita nel senso che non è conferibile ciò che non è espropriabile. Considerato che a fronte del conferimento la società conferitaria procederà all'emissione di nuove quote (nella misura massima del valore peritato di conferimento) che svolgeranno per i suoi creditori la funzione di garanzia dei rispettivi crediti, essi potranno

rivalersi nei confronti della società debitrice solo espropriando le sue attività: ma se queste ultime difettano sul piano dell'espropriabilità, la garanzia viene meno;

- inerenza: si tratta di un ulteriore aspetto decisivo per la fattibilità stessa dell'operazione di conferimento sul piano gestionale e fiscale. Esso va inteso nel senso di rilevare fra i singoli componenti del ramo d'azienda e il ramo nel suo complesso uno stretto nesso di causalità e di strumentalità.

omissis

omissis

omissis

2.4. Requisiti soggettivi dei Periti incaricati della valutazione

Come sarà più approfonditamente argomentato nel successivo § 3.7), considerata la probabile realizzazione del conferimento basato sulla presente valutazione, ne derivano gli specifici requisiti soggettivi richiesti ai Periti incaricati della stima. Essi riguardano:

a) l'esperienza: requisito implicito nella previsione di affidare la valutazione per conferimento ad un "esperto". In merito e con specifico riguardo alle qualità soggettive dei due Periti incaricati si dichiara che:
   - il Prof. Andrea Amaduzzi è Professore Ordinario di Economia Aziendale, presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca. Docente nel corso di "Analisi strategica e valutazione finanziaria d'azienda", ha pubblicato diversi studi sulle valutazioni d'azienda e ha svolto attività di consulenza in materia, sia per committenti privati, sia nell'ambito di contenziosi tributari e civili, sia per il Tribunale;
   - il Prof. Paolo Maurizio Iovenitti è Professore Associato di Management presso l'Università Luigi Bocconi di Milano. Docente nei corsi di "Analisi strategiche e valutazioni finanziarie", "Finanza strategica" e "Issuing and listing in the primary market", ha pubblicato numerosi studi in materia di valutazione d'azienda e di operazioni di finanza straordinaria, temi sui quali svolge l'attività di consulenza professionale per Gruppi industriali e finanziari, italiani ed esteri;

b) la "adeguata e comprovata professionalità". In merito e con specifico riguardo alle qualità soggettive dei due Periti incaricati si dichiara che:
   - il Prof. Andrea Amaduzzi è iscritto nel Registro dei Revisori Contabili istituito ai sensi del D. Lgs. 27 gennaio 1992, n. 88 e formato con Decreto del Ministro di Grazia e Giustizia il 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 21 aprile 1995, n. 31-bis e successive integrazioni ed è iscritto, dal 1996, all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano.
   - il Prof. Paolo Maurizio Iovenitti è iscritto nel Registro dei Revisori Contabili istituito ai sensi del D. Lgs. 27 gennaio 1992, n. 88 e formato con Decreto del Ministro di Grazia e Giustizia il 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 21 aprile 1995, n. 31-bis e successive integrazioni ed è iscritto, dal 1972, all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano. Inoltre è iscritto negli elenchi dei Consulenti Tecnici e dei Periti presso il Tribunale di Milano;

c) l'indipendenza "*da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima*". In merito e con specifico riguardo alle qualità soggettive dei due Periti incaricati si dichiara che:
   - il Prof. Andrea Amaduzzi è indipendente dalla società e dai soci che esercitano il controllo sulla Società conferente ("Mondadori Pubblicità S.p.a.");
   - il Prof. Paolo Maurizio Iovenitti è indipendente dalla società e dai soci che esercitano il controllo sulla Società conferente ("Mondadori Pubblicità S.p.a.").

2.5. Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione è il 1° luglio 2013, data della situazione patrimoniale del Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a. consegnata agli scriventi Periti.

2.6. Documentazione di riferimento della valutazione

Per lo svolgimento dell'incarico valutativo è stata fornita ai Periti la seguente documentazione contabile e informativa:

- Statuto sociale vigente di Mondadori Pubblicità S.p.a.;
- Bilancio di Mondadori Pubblicità S.p.a. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012;
- Situazione al 31 marzo 2013 e al 30 giugno 2013 di Mondadori Pubblicità S.p.a.;
- Situazione al 1° Luglio 2013 del Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a.;
- Dettagli analitici delle attività e passività patrimoniali costituenti il Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a., riferiti al 1° Luglio 2013;
- Business Plan 2014-2016 del Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a., con relative note esplicative;
- Elenco dei contratti in corso con Mondadori Pubblicità S.p.a., efferenti il Ramo d'azienda "Commerciale" al 1° Luglio 2013 e perfezionati entro luglio 2013;

- Statuto sociale vigente di Mediamond S.p.a.;
- Bilancio di Mediamond S.p.a. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012;
- Situazione al 31 marzo 2013 e al 30 giugno 2013 di Mediamond S.p.a.;
- Business Plan 2013-2015 di Mediamond S.p.a..

Gli scriventi Periti hanno altresì:
- acquisito documentazione informativa e statistica sul settore della pubblicità (di fonte "Pwc" e "Nielsen") e in particolare sui segmenti della pubblicità relativa alla "carta stampata" (*Consumer Magazine*) e alle "radio" rilevanti ai fini valutativi del Ramo d'azienda in esame;
- consultato il contenuto dei siti web www.mondadori.it www.mondadoripubblicità.com www.mediamond.it e www.publitalia.it per le parti rilevanti ai fini della presente perizia;
- incontrato alcuni rappresentanti del management della Società conferente e della controllante della Società conferitaria allo scopo di porre specifici quesiti in merito a singole poste contabili di natura patrimoniale e reddituale inerenti al Ramo d'azienda da conferire e valutare e alla sua problematica gestionale;
- raccolto ed esaminato i più recenti e qualificati contributi scientifici e professionali in materia di valutazione d'azienda con particolare riguardo alle stime per conferimento.

2.7. Limiti dell'incarico

L'incarico affidato ai Periti ("Incarico"), e i risultati conseguiti dal suo svolgimento, sono sottoposti, oltre ai limiti precedentemente evidenziati, alle seguenti limitazioni.
I documenti e le informazioni utilizzati ai fini dello svolgimento dell'incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra coerentemente con il mandato ricevuto. Nel corso dell'analisi e nella preparazione dei commenti e conclusioni, abbiamo assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e ragionevolezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura che ci sono state fornite, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità della Direzione della Società. I documenti e le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e

coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Non sono state svolte, in particolare, procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio della Società conferente, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nella situazione patrimoniale di riferimento, essendo la "Società" regolarmente assoggettata a revisione contabile.
Le analisi svolte sono state formulate sulla base del materiale raccolto e messo a disposizione dalla Direzione di "Mondadori Pubblicità". Non si è proceduto a riscontri o verifiche di tipo contabile, nel presupposto della correttezza, completezza ed accuratezza dei dati forniti, se non entro i limiti indicati dalla natura dell'incarico conferito.
Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella relazione è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella relazione è, o potrà essere, ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della Società.

La stima del valore del "Ramo d'azienda" è stata effettuata anche considerando dei dati di natura previsionale stimati in relazione all'evoluzione economico-finanziaria per il periodo 2014-2016 (di seguito «dati di piano»), contenuti nel Piano 2014-2016 (di seguito il «Piano»), predisposti dal management della Società e presuppone il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie della Società. La presente relazione non include esplicite od implicite dichiarazioni né garanzie circa il raggiungimento dei risultati futuri.
Eventi attualmente non prevedibili relativi alle assunzioni di tale "Piano" potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La nostra stima è pertanto valida alla data della presente relazione.

Si evidenzia che aggiornamenti o revisioni alle assunzioni e alle proiezioni, successivi alla data di riferimento della valutazione, potrebbero influenzare anche significativamente le stime di valore di seguito riportate. Qualsiasi valutazione della Società effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero quindi risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime del presente incarico. Non si assume alcuna responsabilità per possibili cambiamenti nelle condizioni di mercato e nessun obbligo di

aggiornamento dei contenuti della relazione al fine di riflettere gli eventi e le nuove condizioni intervenute dopo la data di emissione della stessa.

Il contenuto della relazione va interpretato come stima di un ramo d'azienda, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'incarico ricevuto.
Resta inteso che la presente relazione non potrà in nessun caso essere utilizzata, in tutto o in parte, per finalità differenti da quelle specificate dal suddetto incarico.
Essa inoltre non potrà in nessun caso essere resa disponibile o trasmessa a terzi, in tutto o in parte, per qualsiasi ragione, senza il nostro consenso scritto.
Non è inoltre consentito in ogni caso riprodurre, fare riferimento o citare la presente relazione senza il nostro preventivo consenso scritto.

Coerentemente all'incarico ricevuto, e sulla base di quanto precede, la presente stima costituisce un parere indipendente circa il valore del "Ramo d'azienda" per le finalità meglio precisate.
Restano quindi nella piena autonomia e responsabilità della Direzione aziendale della Società conferente, o di qualsiasi altro soggetto dovesse fare riferimento alla presente stima, qualsiasi scelta derivante dai risultati in essa riportati.

3. OGGETTO DELLA STIMA: IL VALORE DI CAPITALE ECONOMICO

Un aspetto preliminare, che deve precedere qualsiasi stima del valore di capitale di un'azienda, è di precisare e chiarire quale sia la definizione di "valore" cui si fa riferimento (livello di valore della stima).

A tale scopo, è oramai ampiamente condiviso, da tutti coloro che si occupano a vario titolo di valutazione dell'azienda, che è utile e necessario distinguere le seguenti definizioni di "valore" ([3]):

a) valore soggettivo, inteso come il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione per una specifica parte. Tale definizione fa riferimento a un concetto di valore potenziale determinabile solo sulla base delle aspettative e delle considerazioni di un determinato soggetto. Esso quindi ha significato solo relativamente a quel "soggetto" e quindi non ha mai una validità generale;

b) valore generale, inteso come il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni. Tale figura del valore del capitale è concetto ben noto sia nella realtà europea sia in quella statunitense. Nella realtà italiana esso è definibile come "valore di capitale economico", mentre in quella statunitense esso è definito come "intrinsic value" o "fair market value" inteso come "*the price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts*" ([4]).

c) il prezzo, infine, che inevitabilmente riflette fenomeni di carattere contingente, in relazione alle condizioni espresse, in un determinato momento, in un determinato mercato, dal vario comporsi della domanda e dell'offerta e dalle motivazioni di specifiche parti interessate all'acquisizione.

---

[3]) Si veda: Commissione Università Bocconi di Milano, Assirevi, Borsa Valori di Milano CNDC, "Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie", EGEA, Milano, 1989, pag. 3.

[4]) Si veda Internal Revenue Code: IRS, Revenue Ruling 59-60, § 2.02 ; del medesimo tenore: American Society of Appraisers, Business Valuation Standards, 2002: "*Fair Market Value - the price, expressed in terms of cash equivalents, at which property would change hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arm's length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts*".

Quando non altrimenti specificato, oggetto della stima è il "valore generale". In tal caso, l'esperto deve fare riferimento alle condizioni in essere della gestione dell'azienda e trascurare l'effetto di eventuali interventi attuabili da specifici acquirenti ([5]).
In particolare tale definizione di valore è la sola utilizzabile qualora si voglia determinare un valore "congruo", "equo" e ragionevole, alla data di riferimento, per il capitale di un'azienda.

Quindi, la presente relazione di stima non può che avere come oggetto la determinazione del capitale economico del "Ramo d'azienda", nel senso inteso dalla dottrina prevalente nel nostro Paese e secondo i principi di generale accettazione.
Come detto, inoltre, il concetto di capitale economico fa riferimento al "valore generale" dell'impresa, inteso come quel valore che in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, tralasciando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni ([6]).
Il concetto di capitale economico corrisponde quindi ad una misura di valore del capitale dell'impresa, intesa come investimento unitario, condotta cercando di soddisfare e combinare al meglio le seguenti caratteristiche:

- di razionalità, nel senso che essa deve derivare da un processo logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile; ciò significa la traduzione in una formula valutativa dotata di tali caratteristiche;
- di dimostrabilità, nel senso che dev'essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati controllabili;
- di neutralità, nel senso di escludere scelte meramente soggettive e arbitrarietà immotivate;
- in qualche caso, di stabilità, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

Tale definizione di capitale economico influenza d'altra parte le metodologie utilizzabili nella sua determinazione.

---

[5]) Si veda: Commissione Università Bocconi di Milano, Assirevi, Borsa Valori di Milano CNDC, "Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie", EGEA, Milano, 1989, pag. 3.

[6]) A tal proposito si veda: Commissione Università Bocconi di Milano, Assirevi, Borsa Valori di Milano CNDC, "Principi e metodi nella valutazione di aziende e partecipazioni societarie", Egea, Milano, 1989.

Il metodo reddituale, ad esempio, solo se utilizzato facendo riferimento a flussi attesi di cui sia facilmente ed agevolmente dimostrabile la raggiungibilità risulta utilizzabile nella stima del valore di capitale economico.
Nella sua applicazione e' quindi necessario fare riferimento ad una capacità reddituale già acquisita o di probabile raggiungimento nel breve termine, escludendo attese ed ipotesi remote e insicure di evoluzione di tale capacità nel medio lungo termine.
Questa distinzione consente di contrapporre ad un concetto di valore odierno del capitale economico (identificato con W) il suo valore potenziale (identificato con $\bar{W}$), legato ad obiettivi il cui raggiungimento è solo possibile.
I metodi cosiddetti finanziari, ad esempio, in quanto basati su stime, ipotesi e proiezioni difficilmente dimostrabili, generalmente portano a quantificare valori potenziali. Medesimo discorso può essere condotto per i metodi reddituali quando facciano riferimento a stime di flussi a lungo termine (R previsto anno per anno fino all'n° anno, con n molto elevato; R/i con R proiettato a lungo termine e per nulla legato all'attualità, ecc.).
E' appena il caso di dire che tra valori di capitale economico e valori potenziali possono intercorrere sostanziali differenze.
Per quanto riguarda il metodo patrimoniale, così come ben evidenziato dalla dottrina europea, italiana e tedesca in particolare, preso in se stesso, non può mai considerarsi una soluzione razionale del problema di valutazione di un'impresa. Esso infatti prescinde dalla considerazione della capacità dell'impresa di produrre flussi di reddito cui il valore di capitale economico è indissolubilmente legato.
Per quanto riguarda invece i metodi misti, patrimoniali-reddituali, essi sono utilizzabili nella determinazione del valore di capitale economico solo sotto determinate condizioni.
Come noto, infatti, i suddetti metodi sono la sintesi di valori stock (patrimoniali) e di valori flusso (reddituali) che possono essere utilizzati solo a condizione che la componente reddituale sia quantificata in modo da rendere irrilevanti le incongruenze e i limiti impliciti nella stima patrimoniale.
I valori patrimoniali, in altri termini, quando si voglia determinare il valore di capitale economico, devono essere considerati esclusivamente come un punto di partenza (si parla infatti oramai di "informazione patrimoniale"), che deve essere in ogni caso sottoposta a una "verifica reddituale". Il valore

di capitale economico, infatti, trova giustificazione in rapporto alla capacità di reddito dell'impresa rispetto alla quale i valori patrimoniali risultano, per certi versi, subordinati.
Tale verifica può confermare i valori espressi dalla stima patrimoniale ma può anche rettificarli pesantemente soprattutto quando l'impresa dimostri una capacità reddituale superiore (o inferiore) alla norma, destinata a durare per lunghi periodi di tempo.
Sulla base di tali considerazioni, oramai acquisite sia da un punto di vista teorico che operativo, deriva la tendenza degli ultimi anni, sia nei Paesi europei che nella realtà statunitense, al progressivo ampliamento del periodo di tempo della correzione reddituale che può considerare periodi ben superiori al decennio (15 – 25 anni).

3.1. Inquadramento dell'operazione di conferimento sotto il profilo valutativo

La disciplina dell'operazione di conferimento si è notevolmente evoluta negli ultimi anni sotto lo specifico profilo valutativo, se si considera che la generica norma contenuta nell'art. 2343 c.c. dell'edizione del 2003 relativa ad un'unica tipologia/modalità di valutazione è oggi integrata da altre quattro norme inerenti ad altrettante tipologie/modalità di valutazione. Si tratta di:

1) il conferimento avente per oggetto "beni in natura o crediti", disciplinato sotto il profilo valutativo dall'art. 2343 c.c. se la società conferitaria ha la forma giuridica di società per azioni e dall'art. 2465 c.c. se la società conferitaria ha la forma giuridica di società a responsabilità limitata. La valutazione – sotto forma di relazione giurata – deve essere effettuata da "*un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, 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 e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti*" nel caso di conferimento a una S.p.a., mentre nel caso di conferimento a una S.r.l. la valutazione – sotto forma di relazione giurata – deve essere effettuata da "un revisore legale" o da "una società di revisione" "iscritti nell'apposito registro";
2) il conferimento di "valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario", disciplinato sotto il profilo valutativo dall'art. 2343 ter, primo comma, c.c.. La relazione giurata non è richiesta se il valore attribuito a ciò che è conferito "*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*";
3) il conferimento di "beni in natura o crediti" disciplinato sotto il profilo valutativo dall'art. 2343 ter, secondo comma, lettera a) c.c.. La relazione giurata non è richiesta se il valore attribuito a ciò che è conferito "*è pari o inferiore 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 in oggetto del conferimento*";
4) il conferimento di "beni in natura o crediti" disciplinato sotto il profilo valutativo dall'art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) c.c.. La

relazione giurata non è richiesta se il valore attribuito a ciò che è conferito "*è pari o inferiore 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*".

In merito allo specifico oggetto del conferimento (e, perciò, della connessa valutazione) si osserva che, anche se la citata normativa [ai punti 1), 3) e 4)] si riferisce letteralmente al conferimento di "beni in natura", è generalmente accettato che possano formare oggetto di conferimento/ valutazione anche le aziende o i rami d'azienda.

Quando un'azienda/ramo aziendale presso la società conferente è costituita/o da uno stretto coordinamento strutturale e funzionale dei suoi componenti, o quando è basata/o su modelli organizzativi di tipo divisionale, è riconducibile a un complesso coordinato di beni, materiali e immateriali, finalizzati a produrre un risultato economico, come richiesto dall'art. 2555 c.c. .

Ne consegue che l'azienda/ramo aziendale, non solo può essere oggetto di conferimento da una società a un'altra, ma la sua valutazione non si discosta dai principi che presiedono alle stime del valore aziendale nel suo complesso.

3.2. I metodi utilizzabili

Oltre alle osservazioni di carattere generale, precedentemente richiamate, i metodi utilizzabili nella stima del valore di capitale economico trovano, nella presente stima, l'ulteriore vincolo del dettato dell'art. 2343 ter Cod. Civ.
La varietà delle metodologie di stima (escludendo le semplici regole empiriche), infatti, può essere ricondotta a quattro fondamentali approcci:

- l'approccio patrimoniale;
- l'approccio basato sui flussi di risultato;
- l'approccio di mercato (o delle transazioni simili).
- l'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali.

L'approccio patrimoniale

L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.
Elemento distintivo fondamentale, nell'ambito della famiglia dei metodi patrimoniali, è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, vale a dire l'insieme di *intangibles* riferibili al marketing e alle relazioni con la clientela, alle tecnologie, alle risorse umane.
In particolare si distinguono nell'ambito dell'approccio patrimoniale:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali;
- i metodi patrimoniali complessi, che comportano la valorizzazione specifica dei beni immateriali. All'interno di questa categoria di metodi si suole distinguere tra i c.d. metodi analitici, nell'ambito dei quali la valutazione dei beni immateriali viene condotta per il tramite di criteri analitici di stima, e i c.d. metodi empirici, nell'ambito dei quali la valorizzazione dei beni immateriali avviene sulla base di parametri dedotti dai comportamenti negoziali degli operatori.

L'approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio basato sui flussi di risultato presuppone il convincimento che un'azienda vale per i "frutti", cioè i risultati economici, che è in grado di generare. Esso quindi afferma l'esistenza di un nesso causale tra risultati economici aziendali e valore d'impresa.
In particolare, i metodi di valutazione riconducibili all'approccio basato sui flussi di risultato raffigurano il valore del capitale d'azienda in funzione del

flusso di risultati futuri che ci si attende di poter da essa ritrarre. Il loro funzionamento si può descrivere come un'operazione di "conversione" di un flusso di risultati incerti cogliibili lungo un determinato orizzonte temporale nel valore certo a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tale flusso nel futuro.
I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono di tre caratteristiche distintive:

- si incentrano sulla identificazione di "figure" di risultato economico idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
- si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/ capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;
- richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione / sconto.

I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono in massima misura dell'attributo della "razionalità" poiché rispettano i principi generali delle valutazioni economiche, i quali stabiliscono che il valore di qualsiasi attività reale e finanziaria è funzione:

- della dimensione dei flussi di risultato attesi;
- della distribuzione nel tempo dei flussi attesi;
- del valore d'uso dei mezzi finanziari, espresso dal rendimento offerto da impieghi alternativi a parità di rischio.

Appartengono all'approccio basato sui flussi di risultato due principali famiglie di metodi:

1. i metodi finanziari, i quali individuano nei flussi di cassa liquidi e prelevabili la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore;
2. i metodi reddituali, i quali individuano nel reddito la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore.

<u>L'approccio di mercato</u>
L'approccio di mercato concepisce il valore del capitale dell'impresa in funzione dei <u>prezzi</u>, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. multipli, ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale

delle imprese scelte come riferimento (c.d. *guidelines companies*) al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.
Appartengono all'approccio di mercato due principali metodi:

- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo delle transazioni simili o comparabili.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali stima il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- e il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (o negativo), *Goodwill* (o *Badwill*), pari al valore attuale del flusso di sovra-redditi (sotto-redditi) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali dunque si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del management di ritrarne saggi di remunerazione superiori al "normale".

3.3. Note metodologiche: a) i metodi misti patrimoniali reddituali; la versione "Classica"

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è stato per lungo tempo considerato come un metodo tipicamente europeo di determinazione del capitale economico; esso veniva usualmente denominato come metodo UEC, per ricordarne la formulazione e la raccomandazione espressa fin dal 1961 in un lavoro dell'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers .

Tale identificazione tuttavia non appare del tutto corretta; metodologie concettualmente affini risultano note anche nella realtà statunitense già dagli anni 20' ([7]), e in quella giapponese.

Nell'esperienza italiana, il mondo professionale e larga parte di quello accademico hanno da lungo tempo considerato il metodo in esame tra i più utilmente applicabili e razionali ([8]).

Nella realtà statunitense, nel corso degli ultimi anni, la diffusione e la riscoperta dei metodi di valutazione basati sul concetto di profitto economico (quali *l'Economic Value Adde*d, EVA™), identificati anche come versione finanziaria dei metodi misti patrimoniali reddituali, hanno riportato ad attualità l'utilizzo del metodo.

° ° °

Alla base del metodo misto patrimoniale – reddituale vi è l'idea che, nella stima del valore di capitale economico, solo al crescere della redditività aziendale sia possibile, successivamente, considerare:

- le plusvalenze patrimoniali, da cui *K;*
- i beni immateriali (BI), da cui *K'*; ed infine
- il Goodwill.

Il concetto è ben espresso dal Grafico 1) ([9]).

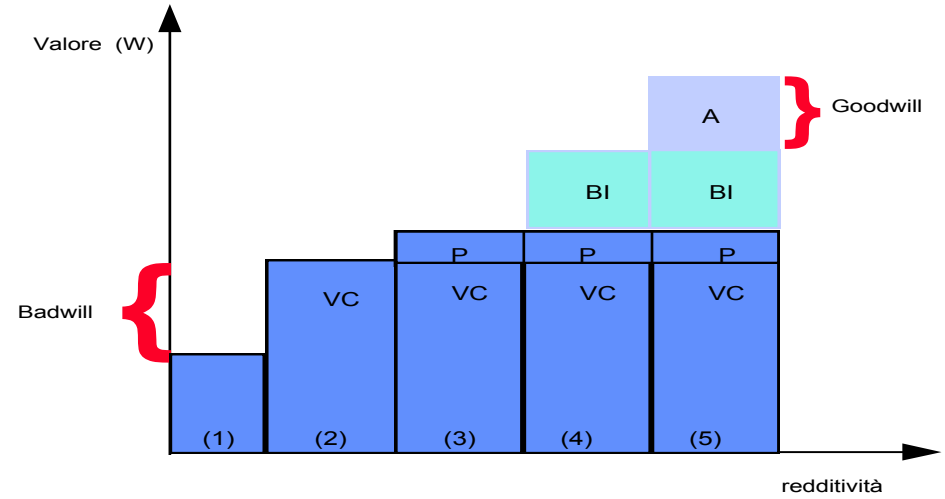
---

[7]) Risulta infatti che un metodo concettualmente affine, denominato Excess Earning Method, sia stato presentato fin dal 1920 dal Dipartimento del Tesoro USA. Cfr. Fishman ed altri, *Guide to Business Valuation* (Forth Worth, 1992), pag. 720.

[8]) Sull'applicabilità al caso italiano si veda: J. Viel, O. Bredt, M. Renard, "La valutazione delle aziende", Nuova edizione italiana a cura di Paolo M. Iovenitti, EtasLibri Milano, 1991.

[9]) Si veda L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano,1998, pag. 243.

Grafico 1



VC = valore di capitale netto (valore di libro)
P = plusvalenze su beni materiali
BI = valore di beni immateriali specifici
A = valore di avviamento

Fonte: L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, 1998, pag. 243.

In situazioni di bassa redditività le plusvalenze patrimoniali e gli Intangibles (P, BI) non entrano a comporre il valore (situazione 2), che si limita al puro capitale netto contabile (C), oppure si riduce al di sotto di tale grandezza in una misura corrispondente al Badwill (situazione 1).
Al crescere della redditività, invece, è via via possibile attribuire un valore autonomo alle plusvalenze patrimoniali (situazione 3), ai beni immateriali (situazione 4) e all'avviamento (situazione 5).

° ° °

Nella versione classica, il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *Goodwill* è espresso dalla seguente formula:

$$W = K + a_{n\neg i'} \cdot (R - i''K)$$

dove:
W = valore di capitale economico;
K = capitale netto rettificato (che può essere sostituito, in talune categorie di aziende ed in date situazioni, dal capitale netto comprensivo dei

valori attribuiti ai beni immateriali, cioè dal valore K') ([10]);

R = reddito netto medio normale atteso per il futuro;

n = numero definito e limitato di anni;

i" = tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato;

i' = tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito.

Vediamo come vengono definiti i parametri considerati.

I) Il valore del capitale netto rettificato (*K* o *K'*) è il risultato della stima patrimoniale, vale a dire della stima da parte dell'esperto del valore reale del patrimonio netto dell'azienda, ottenuto sostituendo ai dati contabili i valori correnti dei vari elementi attivi e passivi, in un'ottica di normale prosecuzione dell'attività aziendale.
Nel caso di applicazione del metodo patrimoniale semplice, non comprensivo del valore dei beni immateriali, la formula è la seguente:

$$K = P.N. + (P_1 + P_2 + \ldots\ldots - M_1 - M_2 - \ldots.) \times (1 - t)$$

dove:

P.N. = patrimonio netto contabile alla data di riferimento (comprensivo dell'utile di periodo e al netto di eventuali dividendi);

P_i = plusvalenza sul bene i-esimo;

M_i = minusvalenza sul valore i-esimo;

t = aliquota d'imposta % degli oneri fiscali potenziali. ([11])

Nel caso di applicazione del metodo patrimoniale complesso, comprensivo del valore dei beni immateriali, la formula diviene:

$$K' = K + BI$$

dove con BI viene indicato il valore attribuito ai beni immateriali.

II) Il reddito netto medio normale atteso per il futuro è una figura di reddito espressiva di una capacità di reddito media normale dell'impresa.

---

[10]) In tal caso la formula diventa:
$W_M = K' + a_{n\neg i'} \cdot (R - i''K')$

[11]) In caso di conferimento la fiscalità assume rilevanza solo per il soggetto conferente.

Essa viene determinata tramite un processo di normalizzazione dei risultati storici e viene proiettata, secondo tecniche differenti, nel futuro.
Per normalizzazione dei risultati storici si intende un'elaborazione tecnica comprendente:

a) la redistribuzione nel tempo di proventi e costi straordinari;
b) l'eliminazione di proventi e costi "estranei alla gestione";
c) la neutralizzazione delle politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine (comprese quelle fiscali).

Per passare dai risultati storici normalizzati ad una figura di capacità di reddito futura sono possibili differenti metodi:

a) metodo della proiezione dei risultati storici;
b) metodo dei risultati programmati (in base a documenti formalizzati quali Budget e Piani pluriennali);
c) metodo della crescita attesa (utilizzabile nelle stime del valore del capitale potenziale);
d) metodo delle opzioni innovative (utilizzabile nelle stime del valore del capitale potenziale).

La scelta del metodo più opportuno dipende dalle ipotesi assunte circa l'evoluzione futura dell'impresa e del tipo di valore che si intende determinare (di capitale economico o potenziale).

III) Coerenza tra *K* (o *K'*) ed *R*.

Un punto essenziale da segnalare riguarda la necessaria coerenza tra i valori *K* ed *R* assunti nei calcoli. Questa regola si applica fondamentalmente al processo di ammortamento: i maggiori valori attribuiti, nella definizione quantitativa di *K*, alle immobilizzazioni tecniche si traducono nel calcolo di adeguati ammortamenti.
Se all'attivo sono stati iscritti valori per i beni immateriali (*K'*), anch'essi devono essere sottoposti ad ammortamento, *se ed in quanto deperiscano col passare del tempo*. Infatti:

- in alcuni casi questi beni non solo non perdono di valore, ma lo accrescono col passare del tempo;
- in altri casi le imprese interessate conducono investimenti continui di mantenimento di tali beni, e quindi il processo d'ammortamento può essere omesso.

IV) Grandezza di *n*.

Corrisponde alla durata attesa dei fenomeni di maggiore (minore) redditività

rispetto alla media di settore, che si assume siano destinati ad esaurirsi con il ripristino di risultati in linea con la norma. Nell'impostazione originale del metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma del Goodwill, *n* era prudenzialmente stimato tra i 3 e i 5 anni.
Nel corso dell'ultimo decennio con la crescente rilevanza attribuita alla componente reddituale, per aziende dotate di una redditività medio normale elevata e stabile, i valori di *n* possono essere ben superiori ai cinque anni (e spingersi fino ai 15-25 anni).
Un discorso analogo può essere svolto per aziende che presentano un sotto rendimento (*Badwill*). Nel calcolo del *Badwill*, infatti, la pratica assumeva un tempo durate comprese tra 3 e 5 anni, come le antiche regole usavano per il *Goodwill*. Tale riferimento era spiegato con due ordini di considerazioni.
Da un lato l'inevitabile, limitata ampiezza dell'orizzonte economico, vale a dire del tempo entro il quale sarebbe stato possibile compiere stime in ordine ai risultati della gestione. Su periodi più lunghi le previsioni sarebbero diventate massimamente incerte. Dall'altro, l'impossibilità di assumere l'ipotesi di continuazione delle perdite oltre un certo numero di anni. La durata nel tempo delle perdite, o dell'insufficiente redditività, avrebbero comportato necessariamente interventi drastici di ristrutturazione o addirittura di liquidazione o di cessazione dell'attività aziendale.
Nel corso degli ultimi anni, tuttavia, tali posizioni sono state sempre più messe in discussione. Si è infatti affermata la convinzione che, anche in caso di sotto rendimento, non vi è concettualmente alcuna ragione per limitare il valore di n. E' anzi vero il contrario: la stima delle perdite deve essere spinta al massimo, fin tanto almeno che vi siano fondate ragioni per temere che essere continuino a manifestarsi.

V) *Valore di i".*

Il tasso d'interesse normale *i",* applicato al capitale netto rettificato (*K* oppure *K'*), esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente, nei limiti della norma, tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.

VI) Valore di *i'.*

In proposito esistono quattro possibili impostazioni:

a) il tasso *i'* è il tasso di attualizzazione comprensivo del rischio per la specifica impresa;
b) secondo la classica impostazione dell'UEC, si tratta di un tasso particolarmente elevato, poiché deve scontare il rischio peculiare di

cessazione del sovra-reddito, come se tale condizione fosse contingente e tendenzialmente destinata a sparire;

c) il tasso *i'* va inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo. E' dunque un mezzo per trasferire i valori dal tempo t_n, al tempo iniziale t_0,: come tale è indipendente da problemi di rischio specifico dell'impresa e si collega a parametri finanziari "senza rischio" (ad esempio, al tasso di rendimento dei titoli dello Stato per corrispondenti durate): è dunque un tasso particolarmente contenuto;

d) il tasso *i'*, rispetto alla precedente soluzione, va almeno aumentato della componente "maggiorazione per l'investimento azionario".

La soluzione più frequentemente scelta è spesso in bilico tra c) e d). Con riguardo alla soluzione d), non si può del tutto escludere il dubbio che i rischi d'impresa entrino due volte nel calcolo: cioè sia in i" sia in i'.
Nel caso di manifestazione di un *Badwill*, anche per fini prudenziali, la scelta generalmente condivisa, al fine di evitare immotivate sopra-valutazioni, è quella di utilizzare un tasso i' inteso come il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo (*risk free*).

3.4. Note metodologiche (Segue): i metodi misti patrimoniali reddituali; la versione "Finanziaria"

Un'interessante alternativa alle formule classiche di applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, che consente di raccordare i tradizionali punti di vista mitteleuropei a quelli anglosassoni, che ben si adatta per l'applicazione alle aziende industriali e di servizi, è quella, proposta nella realtà italiana, che si richiama, salvo qualche aspetto minore, alla nota teoria dell'*Economic Profit* (o *Residual Income Approach* o *Economic Value Added* - EVA).
In tal caso il metodo si traduce nella seguente formula:

$$W = I_t + \left[RO\,(1-t) - i''\,.\,I_t\right] a_{\overline{n}|i'} + SA - PFN$$

dove:

W = Valore di capitale economico;

It = Capitale investito operativo, rettificato sulla base dei correnti (o di mercato) delle attività. Esso può, se del caso, considerare anche il plusvalore di eventuali immobilizzazioni immateriali. Il capitale operativo è quindi pari alla somma del capitale fisso (immobilizzazioni tecniche) al servizio dell'attività operativa dell'impresa e del capitale circolante netto "commerciale" (eventualmente comprensivo del plusvalore sui beni immateriali [12]);

RO(1-t) = risultato operativo atteso, al netto delle imposte (tasso di imposizione = t);

i'' = tasso di remunerazione normale attesa per il capitale operativo. Il parametro i'', generalmente, è stimato pari al Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*).
Il Wacc è pari a:

$$Wacc = i_e \frac{E}{E+D} + i_d\,(1-t)\,\frac{D}{E+D}$$

---

[12]) In tal caso la formula diventa:

$$W = I'_t + \left[RO\,(1-t) - i''\,.\,I'_t\right] a_{\overline{n}|i'} - PFN$$

dove con I't si indica il valore del "capitale investito operativo comprensivo del plusvalore sui beni immateriali", mentre gli altri simboli mantengono il significato loro attribuito.

dove:

ie = costo del capitale proprio;

id = costo del capitale di terzi;

t = aliquota d'imposta societaria;

E/(E+D) = peso percentuale del capitale proprio sul totale del capitale operativo;

D/(E+D) = peso percentuale del capitale di terzi sul totale del capitale investito.

i' = Tasso di attualizzazione. Esso ha il medesimo significato assunto nella formula tradizionale. E' bene evidenziare che nella prassi internazionale tale tasso è fatto coincidere con il Wacc;

SA = Surplus Assets, attività nette che possono essere considerate "estranee" rispetto alla gestione operativa aziendale;

PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

La formula proposta presenta alcuni indubbi vantaggi:

a) utilizza parametri coerenti con quelli usualmente utilizzati nei testi internazionali di finanza;
b) il riferimento al capitale investito operativo I (o I'), in luogo di K (o K'), consente una più esplicita separazione delle aree operativa e finanziaria ai fini della misurazione del valore (aspetto che assume particolare rilievo in presenza di agevolazioni finanziarie e di debiti contratti a condizioni diverse da quelle prevalenti sul mercato alla data di riferimento della valutazione);
c) è coerente con i principi che sono a fondamento della teoria di creazione del valore;
d) il concetto di *Goodwill* (o di *Badwill*), in tale formulazione, evita il rischio di incomprensioni, a livello internazionale, per meri problemi di linguaggio.

Anche in tale versione il metodo si può presentare con varie alternative formulazioni (stima dell'*Economic Profit* futuri anno per anno in luogo di un valore medio normale, attualizzazione a tempo indeterminato dell'*Economic Profit* medio normale, ecc.)

3.5. Note metodologiche (Segue): Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si fonda sull'idea che il valore di capitale dell'azienda sia in funzione della misura attesa dei redditi che essa è in grado di generare e della loro capitalizzazione in base a tassi espressivi del rischio e dell'incertezza.
Il metodo trova diversa applicazione in funzione delle modalità di definizione dei flussi di redditi prospettici.

Il metodo reddituale puro, in particolare, è efficacemente utilizzabile nella stima del valore di capitale economico quando l'azienda presenta un trend di redditività sufficientemente definito e stabilizzato.
In tale caso la stima del valore di capitale economico può avvenire mediante una capitalizzazione in perpetuo del reddito medio normale atteso.
La formula è la seguente:

$$W = \frac{R}{i''}$$

dove:
R = reddito netto medio normale atteso;
i''= tasso di capitalizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.

In alternativa, per la stima del capitale economico, in situazioni in cui si dispone di un sistema di programmazione e controllo affidabile e i risultati previsto sono ritenuti raggiungibili nel breve medio termine, è possibile fare riferimento al metodo della capitalizzazione di risultati programmati (anno per anno), su un orizzonte temporale limitato (il cosiddetto "periodo esplicito").
Si pone quindi il problema del cosiddetto "*terminal value*" da sommare al risultato della capitalizzazione dei redditi effettuata soltanto per un periodo di tempo limitato: ciò risponde all'esigenza di superare l'ipotesi di cessazione dell'attività aziendale al termine del periodo prescelto per la capitalizzazione dei suoi redditi.
In tal caso usualmente si assume l'ipotesi della capitalizzazione di redditi in crescita attesa, costante o nulla, dopo il periodo di previsione analitica.
La formula valutativa è la seguente:

$$W = \sum_{s=1}^{n} \frac{Rs}{(1+i'')^s} + \frac{Vf}{(1+i'')^n}$$

dove:
W = Valore di capitale economico;
Rs = Reddito previsto per il periodo s;
i'' = Tasso di attualizzazione;
n = Numero anni del periodo di previsione esplicita;
Vf = Valore finale. Quest'ultimo è determinato come:

$$Vf = \frac{Rn(1+g)}{(i''-g)}$$

g = tasso di crescita nel medio lungo termine

Per quanto riguarda il tasso di capitalizzazione (i'') esso è usualmente determinato come espressione di un rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio.
Esso in particolare può essere scomposto in due componenti:
- il compenso per il decorrere del tempo (componente finanziaria);
- il compenso per il rischio (componente specifica).

Tale principio si traduce nella nota espressione:

$$i'' = r + s$$

in cui:
r = remunerazione finanziaria di investimenti "senza rischio", cioè legata al decorrere del tempo;
s = remunerazione per il rischio dell'investimento specifico.

Per quanto riguarda la determinazione dei due componenti, il calcolo di r non presenta particolari difficoltà. Usualmente si fa riferimento ai rendimenti di Titoli di Stato a lungo termine, in quanto più omogenei rispetto agli investimenti nell'azienda.
Sul piano metodologico un aspetto rilevante è se il "tasso senza rischio" debba essere espresso al netto o al lordo dell'inflazione.

La risposta logica è che "r" debba essere omogeneo rispetto al reddito da capitalizzare, sotto questo profilo, e quindi che debba contenere una misura d'inflazione corrispondente a quella del flusso che esso serve ad attualizzare (flussi nominali = r nominale; flusso reale = r reale).
Per quanto riguarda la determinazione della componente s, è bene precisare che esistono tre differenti approcci utilizzabili:

a) l'approccio quantitativo (generalmente fondato sul modello noto nella Teoria della Finanza come il "*Capital Asset Pricing Model*", CAPM);
b) l'approccio qualitativo, che si basa sulla raccolta di una serie di informazioni giudicate rilevanti, nella loro ordinata esposizione, nella sintesi e nell'interpretazione ai fini della valutazione del profilo di rischio;
c) l'approccio intuitivo o imitativo (sintetico-soggettivo); ampiamente utilizzato dalla pratica, si fonda sulle conoscenze e sulla sensibilità dell'esperto, che identifica, tra varie alternative di investimento a valore noto, quelle giudicate equivalenti in termini di rischio.

* * *

Anche il metodo reddituale può essere utilizzato in un approccio "*unlevered*".
In particolare, in tal caso, il metodo reddituale puro è traducibile nella seguente formula:

$$W = \frac{RON}{i''} + SA - PFN$$

dove:

W = valore di capitale economico;
RON = RO x (1-T), reddito operativo netto medio normale atteso;
i'' = Tasso di capitalizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio (Wacc).
SA = *Surplus Assets*, attività nette che possono essere considerate "estranee" rispetto alla gestione operativa aziendale;
PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

Il metodo reddituale basato sui risultati programmati diviene invece:

$$W = \sum_{s=1}^{n} \frac{RON_s}{(1+i'')^s} + \frac{Vf}{(1+i'')^n} + SA - PFN$$

dove:

W = Valore di capitale economico;

RON = RO x (1-T), reddito operativo netto medio normale atteso, con t pari all'aliquota d'imposta societaria;

i'' = Tasso di capitalizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio (Wacc).

SA = *Surplus Assets*, attività nette che possono essere considerate "estranee" rispetto alla gestione operativa aziendale;

PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

Vf = Valore finale, determinato come:

$$Vf = \frac{RONn(1+g)}{(i''-g)}$$

g = Tasso di crescita di lungo termine del Reddito Operativo all'anno n

3.6. Note metodologiche (Segue). Il metodo dei multipli di mercato per la valutazione delle aziende: concetti generali

Alla base del metodo dei multipli di mercato vi è l'assunto che il prezzo ragionevolmente ottenibile per un'azienda non quotata possa essere desunto da prezzi osservabili in un mercato attivo, dove vengono scambiate quote del capitale di aziende comparabili a quella oggetto di valutazione (cd. azienda *target*).

La tecnica utilizzata nell'applicazione del metodo delle società comparabili può essere come di seguito descritta.

Inizialmente s'identifica un «campione» di società il cui prezzo è noto e osservabile (Vi), ritenute comparabili a quella oggetto di valutazione.

Si assume quindi una variabile (Xi) che si ritiene sia strettamente legata al valore delle aziende ricomprese nel campione (*value driver*).

Si costruisce, per le imprese del campione considerato, il "multiplo" dato dal rapporto Vi/Xi, e si costruisce quindi un "valore di sintesi" del multiplo per il campione considerato.

Al riguardo le alternative sono le seguenti:

- <u>calcolo della media e della mediana del valore del multiplo per il campione considerato</u>; tale scelta risulta condivisibile per settori in cui le imprese adottano modelli di *business* sostanzialmente uniformi e quanto si ritiene che l'impresa *target* assuma un "posizionamento medio" nella graduatoria delle società comparabili, sia per prospettive di crescita sia per capacità di generare performance economiche e finanziarie.
- <u>Segmentazione del campione per sottogruppi omogenei</u>; ciò al fine di accrescere la comparabilità con l'impresa oggetto di valutazione. La segmentazione dovrebbe avvenire utilizzando criteri oggettivi (dimensioni, articolazione internazionale, possesso di marchi o tecnologie di rilievo, posizione di *leadership* o *follower*, ecc.). Il valore dei multipli viene calcolato in base alla media dei multipli appartenenti al segmento ritenuto maggiormente comparabile con l'azienda *target*;
- <u>Procedimenti basati sull'estrapolazione</u>; a volte l'analisi per multipli del campione permette di identificare relazioni significative tra valori assunti dagli indici e specifici *value drivers*. In particolare, se i risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi precedenti risulta insoddisfacente, spesso gli analisti ricorrono a tecniche basate sulla interpolazione o sull'estrapolazione dei valori dei multipli osservabili all'interno del

campione. La tecnica più spesso utilizzata è quella della "regressione lineare".

Una volta determinato il valore di sintesi del campione considerato, per la società *target* da valutare, per la quale è pure noto il valore della variabile di riferimento (Xt) si presuppone valida la stessa relazione ottenuta per il il campione di società comparabili:

$$\frac{\overline{V}}{\overline{X}} = \overline{m} = \frac{V_t}{X_t}$$

Il valore ricercato (Vt) è quindi ottenibile come:

$$V_t = \overline{m} \cdot X_t$$

* * *

L'aspetto più critico nell'applicazione del metodo dei multipli di mercato riguarda sicuramente la selezione del campione di società comparabili.
Infatti, nella scelta del campione di società comparabili, considerato il fatto che due aziende non possono essere mai «identiche», la comparabilità deve necessariamente essere definita con un certo grado di approssimazione; ciò avendo però ben chiaro che, più stringenti diventano le regole di omogeneità imposte, meno ampio è il campione ottenibile.
Nella selezione del campione, quindi, il grado di "comparabilità" deve essere valutato tenendo presente differenti fattori, tra cui:

- l'appartenenza al medesimo settore;
- la dimensione;
- i rischi finanziari;
- l'omogeneità effettiva dei risultati assunti a base dei multipli;
- la *governance*;
- la trasparenza;
- lo stadio di vita dell'azienda;
- i modelli di business; ecc.

* * *

Dati gli aspetti generali sopra delineati l'applicazione del metodo dei multipli di mercato prevede alcune scelte riguardanti:

1) il «mercato attivo» di riferimento;

2) la definizione delle variabili ricomprese nella determinazione dei multipli.

Il mercato attivo di riferimento

Il metodo dei «multipli» di mercato può avvenire in base a due approcci distinti:

a) l'approccio dei multipli borsistici (*stock market multiples*);
b) l'approccio delle transazioni comparabili (*deal multiples*).

La principale distinzione tra i due approcci riguarda il "mercato attivo" di riferimento, nel quale vengono osservati i prezzi delle società comparabili a quella oggetto di valutazione.
Nel primo caso, infatti, i prezzi vengono desunti dal mercato borsistico e le società comparabili sono identificate in un campione di società quotate.
Nel secondo caso, invece, i prezzi vengono desunti da un insieme di transazioni di quote significative (spesso di controllo) del capitale di società comparabili.
Le due categorie di multipli tendono a fornire differenti indicazioni di valore: normalmente i multipli di borsa forniscono informazioni sul valore *stand alone* dell'azienda; i *deal multiple*s tendono invece a fornire informazioni in merito al livello dei «probabili prezzi di mercato» per particolari quote del capitale aziendale. In particolare, in caso di trasferimento del controllo, essi tenderanno ad esprimere un prezzo ricomprendente il cd. «premio per il controllo», raramente espresso nei prezzi di mercato (ciò accade solo in circostanza particolari, quali scalate ostili, trasferimento del controllo ecc.).
I *deal multiples* sono influenzati, oltre che dal valore *stand alone* dell'azienda considerata, sia da «fattori di mercato», quali il grado di competizione tra *willing buyer* e i valori di acquisizione stimati da ciascuno di essi, sia da «fattori relativi alla transazione», quali la percentuale di capitale acquisita, le modalità di pagamento (in contanti o tramite azioni), le clausole contrattuali in merito alle garanzie fornite dal venditore, la presenza di meccanismi che vincolano parte del prezzo ai risultati futuri (*earn out*), la presenza di *surplus asset* che possono consentire all'acquirente di effettuare operazioni levereggiate.
L'analisi dei *deal multiples* richiede la raccolta e l'interpretazione di un certo numero di informazioni relativi alle transazioni, che possono influenzare la significatività del prezzo pagato e quindi il valore dei multipli stessi.

La definizione delle variabili ricomprese nella determinazione dei multipli.

In base alle variabili ricomprese nella determinazione dei multipli è possibile distinguere tra:

a) multipli economico finanziari (*financial multiples*);
b) multipli operativi (*business multiples*).

Nel primo caso i multipli hanno l'obiettivo d'individuare le relazioni esistenti tra prezzo di mercato del capitale delle imprese e talune quantità economiche rilevanti: per esempio, l'utile netto, il cash flow, il reddito operativo, il margine operativo lordo, il fatturato, ecc.
Nel secondo, il prezzo di mercato del capitale delle imprese è rapportato a specifici elementi che, nell'ambito del modello di business che caratterizza il settore, sembrano assumere particolare rilevanza quali *value drivers*.
Nella seguente tabella vengono riportati i *business multiples* usualmente utilizzati in specifici settori.

ESEMPI DI BUSINESS MULTIPLES
Utilities Distribuzione gas • Valore per utente Generazione energia elettrica • Valore per megawatt installato
Editoria (quotidiani) • Valore per copia venduta • Valore per copia stampata
Internet (portali) • Valore per numero di accessi giornalieri
Aziende di noleggio (per esempio autonoleggi) • Valore per numero di noleggi disponibili (n. di auto disponibili)
Esercizi pubblici • Valore per fatturato/m^2
Gestione di spazi aeroportuali • Valore per passeggero
Risparmio gestito • Valore per promotore
Carta e cemento • Valore per tonnellata di capacità installata
Petrolio (upstream) • Valore per *barrels of oil equivalent*

* * *

Data questa distinzione fondamentale, è possibile inoltre distinguere tra moltiplicatori *equity side* e *assets side.*

La discriminante di tali due gruppi di multipli riguarda il valore indicato al numeratore del moltiplicatore:

1) nel primo caso (*equity side* o «multipli del capitale») il numeratore è definito come il prezzo delle azioni o la capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale;
2) nel secondo caso (*asset side* o «multipli dell'attivo») il numeratore è definito come investimento nell'attivo lordo (*Enterprise Value*, EV), di solito determinato come somma tra capitalizzazione (o prezzo pagato per il capitale) e il debito finanziario netto (in termini semplificati quindi: EV = Valore del capitale + debiti finanziari – liquidità).

La distinzione tra multipli *equity* e *asset side* influisce sulla definizione delle variabili utilizzate al denominatore dei multipli.

Tali grandezze possono avere, come detto, natura contabile o operativa.

Quando tali variabili sono quantificate sulla base di indicatori di performance contabili, tali indicatori devono essere compatibili con la grandezza utilizzata al numeratore.

Se quest'ultima è definita come «valore del capitale proprio» al denominatore dovranno essere utilizzate misure di performance contabile che remunerano il solo capitale proprio. D'altro canto se il numeratore è definito come «valore dell'attivo» al denominatore dovranno essere considerate solo misure di performance contabile generate, e che remunerano, l'investimento nel totale dell'attivo.

La distinzione tra multipli *equity side* e *asset side* è schematizzata nella seguente tabella.

MULTIPLI EQUITY SIDE	MULTIPLI ASSET SIDE
Numeratore: Prezzo o Capitalizzazione di Borsa (P)	**Numeratore:** Enterprise Value (EV)
Denominatore: • *Earning* (E, Utile netto) • *Cash Earning* (CE, utili netti + ammortamenti) • *Equity Free Cash Flow* (FCFE, Utile netto + ammortamenti – investimenti di mantenimento del capitale fisso) • *Sales* (S, Fatturatp) • *Book Value* (BV, Patrimonio netto contabile) • *Net Asset Value* (NAV, patrimonio espresso a valori di rimpiazzo) • *Dividend* (Div, dividendi)	**Denominatore:** • EBIT (reddito operativo) • NOPAT (reddito operativo netto d'imposta, EBIT x (1 – t)) • EBITDA (MOL, margine operativo lordo) • *Unlevered Free Cash Flow*, (UFCF (EBITDA – investimenti di mantenimento in capitale fisso) • Sales (S, Fatturato) • Invested Capital (IC, attività operative nette)

E' bene precisare che l'utilizzo di multipli *equity side* consente di pervenire direttamente alla stima del «valore» del capitale proprio; l'impiego dei multipli *asset side*, invece, consente di stimare direttamente il valore del capitale operativo (*Enterprise Value*). Il valore del capitale proprio potrà successivamente essere determinato come differenza tra *Enterprise Value* e valore di mercato dei debiti finanziari netti.

* * *

Un ultimo aspetto che merita di essere evidenziato riguarda il periodo di formazione dei flussi di risultato utilizzati nel calcolo dei multipli.
In genere si adotta la seguente classificazione:

a) multipli «correnti», ottenuti confrontando i prezzi di Borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
b) multipli «*trailing*», ottenuti confrontando i prezzi di Borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti alla data di riferimento assunta ai fini di calcolo degli indici;
c) multipli «*leading*», ottenuti confrontando i prezzi di Borsa con i risultati attesi per il prossimo esercizio o per quelli successivi. In genere si tratta di *consensus/forecast* pubblicati da associazioni di analisti finanziari. In Europa le fonti più accreditate sono IBES (I*nternational Brokers Estimate Service*) e «Datastream».

3.7. La fattispecie rilevante ai presenti fini: condizioni applicative

In relazione al progetto di conferimento in corso di esame presso Mondadori Pubblicità S.p.a. e alla natura dell'incarico peritale, l'operazione più probabilmente ipotizzabile è quella elencata sub 4) nel § 3.1), disciplinata – come ivi richiamato – dall'art. 2343 ter, secondo comma, lettera b).
Ad essa corrisponde nel vigente testo del Codice Civile l'impropria titolazione di "*Conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima*" che invece esiste, anche se non è successiva (ma solo precedente) l'avvio della procedura di conferimento.
Trattandosi della più recente tipologia di conferimento i Periti hanno ritenuto necessario acquisire ed esaminare i primi organici commenti della norma in esame per disporre di un corretto perimetro interpretativo entro il quale svolgere l'incarico valutativo ricevuto. Si tratta di:

- C. Ibba, "Osservazioni sulla stima dei così detti conferimenti senza stima", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2009;
- M. Notari, "Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti in natura in società per azioni", in *Rivista delle Società*, 2009;
- N. Abriani, "Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima", in *Rivista del Notariato*, 2009;
- F. Corsi, "Conferimenti in natura senza stima: prime considerazioni", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2009;
- M.S. Spolidoro, "Attuazione della Direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria", in *Notariato*, 2009.

Dall'esame dell'art. 2343 ter, secondo comma, lettera b), c.c. condotto sotto lo specifico profilo valutativo qui rilevante, deriva che questa tipologia di conferimento risulta applicabile solo in presenza dei seguenti presupposti:

- la valutazione deve essere "*riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento*";
- la valutazione deve essere elaborata in conformità "*ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento*";
- la valutazione deve essere elaborata 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*".

Gli scriventi Periti possono attestare che, se il conferimento del "ramo d'azienda Commerciale" di "Mondadori Pubblicità S.p.a." verrà effettivamente perfezionato entro il 31 dicembre 2013, come prospettato nel progetto della Società conferente, il proprio elaborato riflette le condizioni metodologiche e soggettive sopra elencate e pertanto l'operazione in esame può legittimamente effettuarsi ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 ter, secondo comma, lettera b), c.c..

Per quanto riguarda il metodo valutativo da adottare per effettuare la stima del valore di conferimento del Ramo d'azienda in oggetto, si prende atto che esso deve essere, innanzi tutto, "*conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento*" e che la dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo sia strettamente connessa con la finalità della valutazione.
Nello specifico caso del conferimento si rileva come questa operazione societaria configuri un'operazione vigilata sotto il profilo normativo, soprattutto nei suoi aspetti valutativi, oltre che informativi e di controllo. La particolare cautela seguita dal Legislatore nel disciplinare l'operazione di conferimento sotto il profilo valutativo discende dal complesso dei diritti che essa intende tutelare: in particolare, si tratta degli interessi dei creditori sociali della società conferitaria e dei futuri acquirenti le sue azioni "in modo che il conferimento in natura non venga valutato per un importo superiore a quello del suo effettivo valore".
In relazione alla tutela di tali diritti, la libertà di scelta del criterio valutativo in capo al perito designato è limitata, risolvendosi nella esigenza di evitare valutazioni troppo elevate (aspetto quantitativo) e valutazioni arbitrarie e sintetiche (aspetto soggettivo): i soci della società conferitaria e i soggetti che con essa intratterranno rapporti economici dovranno poter contare con certezza su una fondata dimensione del suo patrimonio sociale che svolge una funzione di garanzia nei loro confronti.
Allo scopo di soddisfare l'aspetto quantitativo (rischio di eccessive valutazioni del bene conferito) e l'aspetto soggettivo (rischio di arbitrarietà nella stima) sopra richiamati, il criterio valutativo generalmente indicato dalla prassi professionale e dalla più diffusa dottrina aziendalistica (si veda L. Guatri "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Milano, 1998, pag. 363) per determinare il valore di conferimento è il "criterio analitico-patrimoniale". In base a questa soluzione metodologica è possibile

soddisfare letteralmente il dettato normativo e limitare i rischi di sopra-valutazioni soggettive.
Inoltre, nello specifico caso delle valutazioni per conferimento aventi per oggetto un ramo d'azienda – come nella fattispecie -, il ricorso al "criterio misto patrimoniale reddituale" consente alla società conferitaria di recepire e contabilizzare nel proprio bilancio le singole attività e passività patrimoniali (al valore peritato) che formano il ramo conferito e di evidenziare in modo autonomo il valore di avviamento afferente l'azienda oggetto di conferimento.
In ciò soddisfacendo al meglio il dettato normativo.
Tale scelta trova peraltro sempre conferma nella più fondata dottrina aziendalistica (si veda L. Guatri, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore, 2005, pag. 767 e seguenti) che sostiene che le valutazioni per conferimento debbano prevedere, a integrazione della stima patrimoniale (più sopra illustrata), anche una "verifica reddituale" del risultato della stessa.
Ciò è perfettamente coerente con le ricordate esigenze del Legislatore in materia di conferimento, considerato che i soggetti tutelati nell'operazione – sotto il profilo valutativo - sono i creditori della società conferitaria, cioè della società che riceve il conferimento al valore peritato [la quale, in relazione al conferimento ricevuto e all'entità del valore ad esso attribuito, aumenta in misura corrispondente il proprio capitale sociale (integrato da eventuale sovrapprezzo), posto a presidio delle pretese garantiste dei creditori)].

3.8. Le scelte di metodo adottate nella valutazione: riepilogo

Le scelte finali di metodo adottate nella presente Relazione di stima, alla luce delle finalità della stima, della specificità dell'azienda e del settore in cui opera, nonché delle opzioni metodologiche in precedenza descritte, sono così riassumibili.

1. Considerate le finalità della stima, la tipicità dell'impresa oggetto di valutazione nonchè la tipologia dei dati a disposizione, attuali e prospettici, si è ritenuto opportuno fare riferimento, quale metodo principale, al metodo misto patrimoniale reddituale, nella sua versione "finanziaria".
2. Il metodo misto patrimoniale reddituale, in tale versione consente infatti di evidenziare con chiarezza:
   a) il valore attribuibile al capitale investito netto, operativo, oggetto di conferimento;
   b) il valore attribuibile all'avviamento, inteso come risultato della verifica reddituale del suddetto capitale investito netto;
   c) il valore netto del ramo d'azienda oggetto di valutazione, determinato come differenza tra la somma dei due precedenti addendi e il valore della posizione finanziaria netta, afferente il ramo d'azienda oggetto di conferimento.

   Più in particolare, le scelte metodologiche sono state le seguenti.
3. Nell'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, si è stimato il valore di capitale investito operativo, non comprensivo del valore dei beni immateriali.
4. Il valore di capitale investito operativo così ottenuto è stato sottoposto a verifica reddituale. Si è quindi proceduto alla stima diretta del "*goodwill*", considerando, data la struttura e la dinamica dei settori in cui opera il "Ramo d'azienda" nonché la posizione e le prospettive competitive dell'azienda, una durata del sovra-rendimento pari a 20 (venti) anni. Tale orizzonte temporale risulta giustificato considerando il fatto che alla formazione del valore di avviamento concorrerà anche il patrimonio intangibile afferente il "Ramo d'azienda", costituito da risorse immateriali principalmente identificabili nell'organizzazione della rete commerciale e nel "portafoglio di contratti" in essere. Faranno parte di tale portafoglio il contratto che, in base al prospettato progetto, verrà siglato con "AME", per quanto riguarda la raccolta pubblicitaria delle

testate editoriali detenute, e il contratto con "Monradio", per quanto riguarda la raccolta pubblicitaria di "Radio 101". L'esistenza di tale portafoglio di contratti supporta quindi la ragionevolezza dell'ipotesi di ottenere un sovra rendimento dall'uso delle risorse immateriali per periodi medi-lunghi (almeno 15- 25 anni).
In altri termini la capacità reddituale del "ramo" risulta in funzione della possibilità di mantenere e riprodurre il portafoglio di contratti in essere, ottimizzando la capacità di raccolta pubblicitaria del ramo stesso. Tale capacità è in larga parte supportata e garantita dell'esistenza dei rapporti in essere con il Gruppo "AME".

* * *

In sintesi il metodo di valutazione adottato è il seguente:

$$W = I + \sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)\text{-}i''xI}{(1+i')^s} - PFN$$

dove:
W = Valore di capitale economico;
I = Capitale investito operativo, alla data di riferimento della stima;
RO = Reddito operativo (Ebit) atteso relativo all'anno n;
t = Aliquota d'imposta sul reddito operativo;
i" = Tasso di redditività normale, pari al Wacc;
i' = tasso di attualizzazione, pari al Wacc;
n = Numero definito di anni (20 anni);
PFN = Posizione finanziaria netta.

* * *

Considerate la tipologia e l'attività svolta dall'impresa oggetto di valutazione, nonché le considerazioni precedentemente svolte, si è ritenuto opportuno utilizzare quale metodo di controllo, il metodo reddituale, per coerenza con il metodo principale, nella versione "*unlevered*".
In particolare, il metodo è stato applicato considerando le prospettive reddituali meglio sintetizzate nel "Piano" consegnatoci.
La formula utilizzata è quindi la seguente:

$$W = \sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)}{(1+Wacc)^s} + \frac{Vf}{(1+Wacc)^n} \text{ - PFN}$$

dove:

W = Valore di capitale economico;

RO = Reddito operativo (Ebit);

t = Aliquota d'imposta societaria;

i'' = Tasso di attualizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio (*Wacc*);

n = Numero anni di Piano (3 anni, periodo 2014-2016)

Vf = Valore finale, determinato assumendo che il risultato previsto per il terzo anno di Piano sia sostenibile nel medio lungo periodo, in termini nominali. Quindi, il risultato previsto per l'anno 2016 è stato considerato, coerentemente alle aspettative espresse dal management, come risultato medio normale sostenibile, in termini nominali, in perpetuo. La formula utilizzata è quindi:

$$Vf = \frac{RO_{2016}(1-t)}{Wacc}$$

PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

* * *

Considerata la tipologia dell'impresa oggetto di valutazione e la finalità della stima si è ritenuto opportuno confrontare i risultati ottenuti dall'applicazione del metodo principale con i risultati ottenibili in base al «metodo dei moltiplicatori» (metodo di controllo).

Tale metodo consente infatti di ottenere informazioni significative sul «probabile prezzo di mercato» dell'azienda oggetto di valutazione, alla data di riferimento della stima.

Il metodo, in particolare, è stato applicato nella versione dei "moltiplicatori desunti da società quotate comparabili" (*stock market multiples*).

Il metodo dei moltiplicatori desunti da «società quotate comparabili» (*stock market multiples*) è infatti spesso utilizzato nella determinazione del probabile «valore di mercato» di aziende non quotate.

Esso quindi è in grado di fornire un'indicazione sul valore di mercato realizzabile dalla quotazione in un mercato regolamentato del ramo d'azienda oggetto di valutazione. D'altro canto, i risultati ottenuti dall'applicazione del metodo esprimono prezzi probabili per quote di minoranza della società, che non ricomprendono il «premio» derivante dal controllo dell'azienda (cosiddetto «premio di controllo»).
Esso quindi ben soddisfa le finalità della presente relazione e ben si adatta al livello di valore e all'oggetto della presente stima.
Per quanto riguarda l'applicazione del metodo, si precisa quanto segue:

1) il metodo dei moltiplicatori desunti da «società quotate comparabili» è stato applicato facendo riferimento ai multipli espressi dal mercato borsistico per un campione di aziende operanti nel medesimo settore dell'azienda oggetto di valutazione, disponibili nella banche dati «Factset»;
2) Si è deciso di fare principale riferimento, data la struttura finanziaria della società oggetto di valutazione (non indebitata), al multiplo "*unlevered*", «EV/Ebit» ampiamente utilizzato e ritenuto significativi per aziende operanti nel medesimo settore dell'azienda considerata. La scelta di utilizzare un multiplo *assets side* risulta giustificata dalla necessità di pervenire ad una valutazione che prescinda dalla struttura finanziaria delle imprese considerate. Tale approccio consente quindi di pervenire ad una stima non influenzata dalla specificità della struttura finanziaria, alla data di riferimento della stima, delle aziende comparabili ricomprese nel campione considerato.
3) Anche considerata la finalità della stima, i moltiplicatori utilizzati sono moltiplicatori «correnti», costruiti in base ai dati disponibili in "Factset".

4. L'APPLICAZIONE DEL METODO MISTO PATRIMONIALE REDDITUALE

4.1. La determinazione del "Capitale Investito Operativo" (I)

Le attività e passività ricomprese nella situazione patrimoniale di riferimento possono essere suddivise tra:

- attività / passività aventi natura operativa;
- passività aventi natura finanziaria (Posizione Finanziaria Netta).

Esse possono quindi venir meglio identificate, alla data di riferimento del 1° Luglio 2013, nel modo seguente:

Stato Patrimoniale Ramo d'azienda attività commerciale Mondadori Pubblicità	
Alla data del 1 luglio 2013	
	In Euro
ATTIVO	
Attività immateriali (software)	**11.201**
Immobili, Impianti e macchinari	**29.765**
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	**40.966**
Altre attività correnti	**2.700**
Crediti commerciali	**76.653.362**
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	**76.656.062**
TOTALE ATTIVO	**76.697.028**
PASSIVO	
Fondi rischi	**1.000.000**
Indennità di fine rapporto:	
TFR	**629.440**
Fondo Indennità suppletiva di clientela agenti	**666.525**
Altre passività correnti	**589.462**
Debiti commerciali	**69.331.513**
Totale passività correnti	**72.216.940**
TOTALE PASSIVO	**72.216.940**
Capitale investito operativo	**4.480.088**
Posizione Finanziaria Netta	(6.200.000)
Sbilancio	**(1.719.912)**

Fonte: "Mondadori Pubblicità"

Il Capitale Investito Operativo (I) relativo al ramo d'azienda oggetto di valutazione è quantificabile in € 4.480.088.
Tale valore è stato confermato ai fini di valutazione in quanto dal confronto tra i valori correnti delle attività e passività costituenti il ramo e il loro valore contabile alla data di riferimento, non si sono evidenziate plus- o minus-valenze significative.
In particolare, sulla base delle verifiche condotte è emerso quanto segue.

Le "attività immateriali" sono costituite dal costo residuo ammortizzato (11.201 Euro) relativo a "*software*" acquisiti nel corso del 2012 (importo lordo 16.000 Euro). Tale importo è stato confermato a fini di valutazione, in quanto si ritiene che costo residuo possa essere considerato una stima attendibile del possibile valore corrente dei suddetti *software* alla data di riferimento della stima.

La voce "Immobili, impianti e macchinari" è costituita da "Beni Materiali". In particolare si tratta del residuo da ammortizzare di "mobili, arredi e macchine d'ufficio elettroniche". Anche in questo caso tale valore (29.765 Euro) è stato confermato ai fini di valutazione in quanto si ritiene che esso sia allineato al suo valore corrente.

I Crediti sono costituiti dal valore dei crediti commerciali (pari a 78.003.362 Euro) al netto dei relativi fondi rettificativi (fondo svalutazione crediti) per Euro 1.350.000.
Al riguardo si segnala che, in base a quanto comunicatoci, la congruità di tale fondo deve essere valutata considerando che il credito iscritto verso gli inserzionisti è pari agli importi fatturati, ma in caso di perdite su crediti l'editore risponde in base alla sua quota (nel caso di "AME" per esempio per circa l'85%).
Tutto ciò considerato il valore dei crediti, al netto del suddetto fondo rettificativo, è stato assunto ai fini di valutazione.

Le passività sono state assunte ai fini di valutazione senza ulteriori integrazioni e/o rettifiche.
Al riguardo si precisa in ogni caso quanto segue.

Il fondo rischi (pari a 1.000.000 Euro) è relativo alle eventuali ristrutturazioni del perimetro agenti o personale da effettuarsi dopo l'operazione di conferimento.

Il Fondo indennità di fine rapporto e quantificato in base al valore iscritto nella situazione redatta secondo i principi contabili IFRS/IAS (629.440 Euro). Tale valore in base alle norme civilistiche italiane sarebbe pari a Euro 655.543. Il valore iscritto nella situazione patrimoniale di riferimento è stato assunto ai fini di valutazione in quanto ritenuto in grado di esprimere una appropriata misura del valore corrente del suddetto debito alla data di riferimento della stima.

Anche il Fondo indennità suppletiva di clientela Agenti è iscritto nella situazione patrimoniale nella valorizzazione IFRS/IAS per Euro 666.525 (il corrispondente valore civilistico è Euro 1.259.254). Il valore iscritto nella situazione patrimoniale di riferimento è stato assunto ai fini di valutazione in quanto ritenuto in grado di esprimere una appropriata misura del valore corrente del suddetto debito alla data di riferimento della stima.

In base alle verifiche condotte, quindi, il valore del capitale investito operativo netto, assunto ai fini di valutazione, è per arrotondamento pari a **4.480.088 €.**

4.2 La determinazione del valore di avviamento

Come già precedentemente precisato, il criterio prescelto per la stima del capitale economico del ramo d'azienda oggetto di valutazione consiste nell'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale nella versione finanziaria.
Tale versione prevede la determinazione diretta del valore di avviamento ("*Goodwill/Badwill*").
In quest'ambito la formula di determinazione dell'avviamento è la seguente:

$$\sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)\text{-}i''xI}{(1+i')^s}$$

I = Capitale investito operativo, alla data di riferimento della stima;
RO = Reddito operativo (Ebit) atteso relativo all'anno n;
t = Aliquota d'imposta sul reddito operativo;
i" = Tasso di redditività normale, pari al Wacc;
i' = Tasso di attualizzazione, pari al Wacc;
n = Numero definito di anni (20 anni);
PFN = Posizione finanziaria netta.

I parametri ricompresi nella formula, non ancora quantificati (ROx(1-t), Wacc) possono essere così definiti.

* * *

Il reddito operativo medio atteso (RO) è stato quantificato considerando inizialmente i redditi operativi previsti nel Piano nel periodo 2014-2016. Oltre tale periodo si è assunto costante, in termini nominali, e quindi decrescente in termini reali, il risultato previsto per l'ultimo anno di Piano (2016).
Tale scelta è stata considerata ragionevole sulla base delle informazioni acquisite e in particolare condividendo la raggiungibilità nel breve termine dei risultati previsti a Piano e la sostenibilità, nel lungo termine, del risultato previsto nell'ultimo anno di Piano.
I dati sono quindi i seguenti:

in €/m.	2014	2015	2016	Oltre
RO	(0,027)	0,850	1,130	1,130

I redditi operativi sono stati quindi defiscalizzati sulla base di un'aliquota d'imposta "*t*" del 35% ([13]).
Tale misura è da intendersi quale stima del carico fiscale complessivo che graverà sui redditi operativi conseguiti dall'impresa, nel medio lungo termine.
I risultati conseguiti sono i seguenti (valori arrotondati).

In €m.	2014	2015	2016		Oltre
RO	**(0,027)**	**0,850**	**1,130**		**1,130**
Imposte (35%)	0,000	(0,297)	(0,395)		(0,395)
RO (1-t)	**(0,027)**	**0,553**	**0,735**		**0,735**

* * *

Per il calcolo del Costo medio ponderato del capitale (Wacc), da utilizzare nel calcolo del sovra-reddito, la scelta è di in un tasso pari al 9%.
La formula di calcolo come noto è la seguente:

$$Wacc=i_e \frac{E}{(E+D)}+i_d(1-t)\frac{D}{(E+D)}$$

dove:

ie = Costo del capitale proprio;
id = Costo del capitale di terzi;
t = Aliquota d'imposta societaria (Ires, pari a 27,5%);
E/(E+D) = Peso percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito operativo;
D/(E+D) = Peso percentuale del capitale di terzi sul totale del capitale investito operativo.

* * *

[13]) Non è stato prudenzialmente considerato il beneficio fiscale associato a risultati negativi.

Al fine di quantificare il costo del capitale "*unlevered*" (di seguito anche "Wacc") si è proceduto nel modo di seguito meglio precisato.

Il costo del capitale proprio (ie) è stato assunto pari al 12,62%.
Tale scelta trova riscontro anche adottando un approccio basato su dati di mercato.
Il saggio di redditività in parola infatti può basarsi sul costo dei mezzi propri applicabile ad una impresa di uguali dimensioni e operante nel medesimo settore dell'impresa considerata. A questo riguardo è opportuno fare riferimento, applicando l'approccio del "*Capital Asset Pricing Model*", alla *Security Market Line*, in relazione alla quale il costo dei mezzi propri è dato da:

$$ie = Rf + (Rm - Rf) \times \beta + SP$$

dove:

Rf = Tasso corrente su titoli di Stato a lunga scadenza;

Rm - Rf = Extra-rendimento di lungo periodo del mercato azionario;

β = coefficiente di volatilità dei rendimenti desunto sulla base di un campione di titoli quotati di imprese operanti nel medesimo settore dell'impresa considerata;

SP = *Size premium*, premio per il rischio per aziende di piccole e medie dimensioni, misurato come extra-rendimento rispetto a quello atteso per aziende quotate di grandi dimensioni, operanti nel medesimo settore dell'azienda considerata.

Il calcolo del saggio di redditività ie è riportato di seguito per passi successivi.

a) Determinazione di Rf.

Coerentemente con la definizione di reddito medio normale (espresso in termini nominali) nel calcolo del tasso di rendimento senza rischio (Rf) si è fatto riferimento al saggio nominale corrente su titoli di Stato a lunga scadenza al 1 Luglio 2013, pari, per arrotondamento, al 4,44%, determinato sulla base del Rendimento lordo alla scadenza su BTP a dieci anni al 1 Luglio 2013= 4,4428% (fonte: Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico, TDEE0115);

b) *Determinazione del "premio per il rischio di mercato"*.

Il "premio per il rischio di mercato" (*equity risk premium*) è usualmente pari alla differenza tra il rendimento del mercato azionario e il rendimento di titoli privi di rischio (*risk free*).

Nei calcoli fatti in questi ultimi anni per il nostro Paese - su lunghi periodi – per aziende della medesima dimensione dell'azienda considerata, gli ordini di grandezza indicati stanno tra il 4% ed il 6% ([14]).

A livello mondiale recenti studi, riferiti a 16 paesi più industrializzati, tra cui l'Italia, collocano la misura del premio per il rischio tra il 4% e il 5% ([15]).

Tutto ciò considerato, date la finalità della stima, la scelta è caduta sul valore medio del *range* precedentemente identificato per la realtà italiana (**5%**).

c) *Determinazione del coefficiente "beta".*

Il coefficiente beta *unlevered* è stato determinato pari a **1,26**.

Al fine di determinare tale coefficiente, in particolare, si è seguita la metodologia di seguito descritta.

Si è inizialmente selezionato, all'interno delle banca dati dei *dataproviders* "Factset", un campione di imprese considerate comparabili, per attività svolta, con l'azienda oggetto di valutazione, operanti nel settore "*Advertising/Marketing Services*" ([16]). All'interno di tale campione sono state selezionate esclusivamente imprese europee.

Del campione di 50 società fornite dalla banca dati sono state selezionate 34 società di cui si dispone di dati significativi.

Riguardo alle imprese ricomprese nel campione, si è quindi considerato il beta *levered* fornito da "*Factset*" ([17]) (valore medio, 0,950).

---

[14]) per citare alcuni esempi:

Equity Risk Premium	Fonte
Periodo 1990-2000: 5% (media geometrica) – 5,4% (media aritmetica)	V. Capizzi, Costo del capitale e operazioni di investiment banking, Egea, Milano, 2003
Periodo 1967-1990: 4,2% (media geometrica)	E.P Davis, Pension Funds. Retirement -Income Insurance and Capital Markets: An International Prospective, Oxford University Press, 1995
Periodo 1861-1994: 3,4% (media geometrica) – 5,7% (media aritmetica)	Quaderni di studio della Banca d'Italia, 1995.

[15]) Si veda: E. Dimson, P. Marsh and Staunton, 2003, "Global evidence on the equity risk premium", *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 2003, pagg. 27-38

[16]) In particolare si precisa che si è fatto riferimento alla classificazione del *Dataprovider* «Factset».

[17]) Beta a 5 anni, fonte "Factset".

Si è quindi proceduto, per dette imprese, alla stima dei beta *unlevered*, espressione del solo rischio operativo.
I beta sono stati quindi espressi prescindendo dal «rischio» finanziario, mediante la nota formula ([18]):

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}]}$$

dove:

$B_{levered}$ = coefficiente beta in ipotesi di impresa indebitata;

$B_{unlevered}$ = coefficiente beta in ipotesi di impresa non indebitata;

T = aliquota fiscale ([19]);

D/E = rapporto tra indebitamento finanziario netto (D) e capitalizzazione di mercato (E).

Si è infine determinata la media semplice dei beta operativi (*unlevered*) del campione di imprese considerate (pari a 0,849).
Il calcolo sopra descritto, viene riportato nella seguente tabella.

	Identifier	Name	Country	Beta 5 anni	Net Debt/MV	T	Beta unlevered 5 anni
1	ALALO-FR	Acheter-Louer.fr SA	France	1,067	-2,04%	33,33%	1,067
2	ALANT-FR	Antevenio, S.A.	Spain	0,139	-24,49%	30,00%	0,139
3	ALCRM-FR	CRM Co. Group SA	France	2,024	72,22%	33,33%	1,366
4	ALLMG-FR	LeadMedia Group SA	France	0,057	-22,98%	33,33%	0,057
5	ALMIL-FR	1000mercis SA	France	0,380	-24,70%	33,33%	0,380
6	ALNXT-FR	Nextedia SA	France	0,926	-34,01%	33,33%	0,926
7	APM-DE	ad pepper media International N.V.	Netherlands	1,099	-62,37%	25,00%	1,099
8	CAI-IT	Cairo Communication Spa	Italy	0,737	-23,06%	27,50%	0,737
9	CAM-PL	CAM Media S.A.	Poland	0,776	4,39%	19,00%	0,750
10	CHW-GB	Chime Communications plc	United Kingdom	1,232	-2,03%	23,00%	1,232
11	CRE-GB	Creston plc	United Kingdom	1,433	-16,83%	23,00%	1,433
12	DEC-FR	Jcdecaux SA	France	1,033	-0,96%	33,33%	1,033

[18]) Si veda per tutti: W. F. Sharpe, G. J. Alexander, J. V. Balley, *Investments*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, pag. 506.

[19]) L'aliquota fiscale, riferita alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari, è stata determinata facendo riferimento allo studio: KPMG, *Corporate and Indirect Tax Rate Survey*, 2013.

13	DEP-PL	Depend S.A.	Poland	1,663	-27,44%	19,00%	1,663
14	EDI-FR	Media 6 SA	France	0,362	-20,82%	33,33%	0,362
15	HAV-FR	Havas SA	France	1,314	13,29%	33,33%	1,207
16	HIM-FR	Hi-Media SA	France	1,272	33,20%	33,33%	1,042
17	IPS-FR	Ipsos SA	France	0,514	48,38%	33,33%	0,388
18	ITG-PL	Integer.pl SA	Poland	0,806	0,00%	19,00%	0,806
19	LOCAL-FR	Solocal Group SA	France	1,218	399,32%	33,33%	0,332
20	MYR-DE	MyHammer Holding AG	Germany	0,207	0,73%	29,55%	0,206
21	PRS-FR	Prismaflex International SA	France	0,450	178,69%	33,33%	0,205
22	PTCM-GB	Porta Communications PLC	United Kingdom	1,532	32,18%	23,00%	1,228
23	PUB-FR	Publicis Groupe SA	France	0,838	-1,78%	33,33%	0,838
24	PXY-PL	ProxyAd S.A.	Poland	1,281	-177,47%	19,00%	1,281
25	RHM-GB	Resource Holding Management Limited	Malaysia	0,572	13,66%	25,00%	0,519
26	RMV-GB	Rightmove plc	United Kingdom	1,069	-0,35%	23,00%	1,069
27	SAA-GB	M&C Saatchi plc	United Kingdom	1,058	-11,38%	23,00%	1,058
28	SAX-DE	Stroeer Media AG	Germany	1,184	81,53%	29,55%	0,752
29	SDO-DE	Sedo Holding AG	Germany	0,553	-10,63%	29,55%	0,553
30	TMMG-GB	The Mission Marketing Group plc	United Kingdom	0,511	65,63%	23,00%	0,339
31	TRAD-SE	TradeDoubler AB	Sweden	2,139	-22,88%	22,00%	2,139
32	VELA-GB	Vela Technologies plc	United Kingdom	1,462	-8,76%	23,00%	1,462
33	WPP-GB	WPP Plc	United Kingdom	1,331	19,85%	23,00%	1,154
34	YOC-DE	YOC AG	Germany	0,059	26,69%	29,55%	0,049

Massimo	2,139	Massimo	2,139
Media	**0,950**	**Media**	**0,849**
Mediana	**1,046**	**Mediana**	**0,882**
Minimo	0,057	Minimo	0,049

Il valore di sintesi, determinato quale media aritmetica semplice, dei beta *unlevered* è stato assunto quale indicazione della rischiosità operativa delle aziende operanti nel settore considerato e, quindi, del "Ramo d'azienda" oggetto di valutazione.

Al fine di determinare il beta *levered* relativo all'impresa considerata è stata assunta una struttura finanziaria target costituita per il 60% da *Equity* e per il 40% da Debito, considerata sostenibile nel medio lungo termine, ed è stata applicata la formula precedentemente richiamata:

$$\beta_{\text{levered}} = \beta_{\text{unlevered}} [1 + (1\text{-T}) * \frac{\text{D}}{\text{E}}]$$

dove:

$B_{levered}$ = coefficiente beta "Ramo d'azienda";

$B_{unlevered}$ = coefficiente beta in ipotesi di impresa non indebitata, calcolato come media dei coefficienti beta *unlevered* del campione di imprese comparabili considerato (0,849);

t = aliquota fiscale (aliquota IRES, pari al 27,5%);

D/E = rapporto tra indebitamento finanziario netto (D) e capitalizzazione di mercato (E).

per cui:

B *levered* = 0,849 [1+(1-0,275)*(40%/60%)] =1,26

Il valore così ottenuto, per arrotondamento, pari a 1,26 è stato quindi assunto ai fini di valutazione.

* * *

d) *Premio per il rischio dimensionale (Size Premium).*

Il premio per il rischio dimensionale è usualmente stimato, a seconda dei mercati di riferimento, del periodo di tempo considerato e delle dimensioni delle imprese, in un valor medio compreso tra 1-4%.

La nostra scelta è avvenuta facendo riferimento, sulla base dei dati forniti dal *dataprovider* statunitense «Ibbotson Associates», al premio medio calcolato su base storica, per il mercato statunitense, su periodi di tempo lunghi (dal 1926 al 2005), per imprese di limitate dimensioni (Low Cap), pari a **1,88%** (fonte: «Ibbotson Associates», *Risk Premia over Time Report: 2012*) .

* * *

Di qui il saggio ie è stato determinato pari a **12,6%**.

Il calcolo è il seguente:

ie = 4,4% + (5% x 1,26) + 1,88% = 12,62%

* * *

Il costo del debito (id), è stato quantificato pari al **5%**. Tale dato trova conferma facendo riferimento ad una ricostruzione analitica in base a tassi di mercato.
Tale tasso infatti è determinabile come somma dei seguenti addendi:

- Tasso EurIRS a dieci anni al 1 luglio 2013 (2,04%)
- Premio per il rischio pari al 3%.

Il tasso complessivo così ottenuto è stato assunto a fini di valutazione.
Tale tasso è stato defiscalizzato in base all'aliquota Ires vigente 27,5%.

* * *

La struttura finanziaria "target" per l'impresa considerata è stata ipotizzata:

E/(E+D) = 0,60
D/(E+D) =0,40

In altri termini, si è ipotizzato che il capitale investito operativo venga finanziato, a valori di mercato, per il 60% da capitale proprio e per il 40% da capitale di terzi.
Tale scelta trova riscontro sia considerando la struttura finanziaria del ramo d'azienda sia una struttura finanziaria "*target*" per il Gruppo di appartenenza conseguibile dal ramo nel medio termine, anche in funzione della sua capacità di generare autonomamente flussi finanziari.

* * *

Il Wacc è stato quindi determinato, per arrotondamento, pari a **9 %**.

Il calcolo è il seguente:

Wacc = 12,6% x 0,60 + 5% x (1 – 27,5%) x 0,40 = 9,01%

* * *

Il sovra-reddito è quindi ottenibile per differenza fra il reddito operativo netto ROx(1-t) misura del reddito operativo netto atteso anno per anno, ed il rendimento atteso dal capitale operativo netto.

Quest'ultimo è pari, per arrotondamento a 0,403 € mil.
Il calcolo è il seguente:

Wacc x I = 9% % x 4,480 € mil = 0,403 € mil.

Il rendimento atteso del capitale operativo netto è stato assunto costante nel periodo considerato.
Da qui si determina un valore di avviamento pari, per arrotondamento, a 2,170 € milioni.

Il calcolo viene riportato nella seguente tabella.

Determinazione valore di avviamento

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Valori i €m	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**	**2032**	**2033**
RO (1-t)	-0,027	0,553	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735	0,735
K*i'	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403	0,403
RO (1-t) - K*i'	-0,430	0,150	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332	0,332
Tasso (Wacc)	9%																			
Fattore di attualizzazione	*0,917*	*0,842*	*0,772*	*0,708*	*0,650*	*0,596*	*0,547*	*0,502*	*0,460*	*0,422*	*0,388*	*0,356*	*0,326*	*0,299*	*0,275*	*0,252*	*0,231*	*0,212*	*0,194*	*0,178*
Sovra-rendimenti attualizzati	-0,394	0,126	0,256	0,235	0,215	0,198	0,181	0,166	0,153	0,140	0,128	0,118	0,108	0,099	0,091	0,083	0,077	0,070	0,064	0,059

Avviamento	**2,174**

4.3. Il valore del capitale economico sulla base del criterio misto patrimoniale-reddituale

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, il valore del capitale economico del "Ramo d'azienda" risulta dalla somma dei seguenti elementi:

	Valori in €
A) Capitale Investito operativo	4.480.088
B) Avviamento	2.170.000
Valore complessivo	**6.650.088**
C) Posizione finanziaria netta	(6.200.000)
Valore del capitale economico	**450.088**

In conclusione e per arrotondamento, in base all'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, al capitale economico del "Ramo d'azienda" può essere qui attribuito, alla data di riferimento della stima, e cioè al 1° Luglio 2013, il valore di **€ 450.000 (Euro quattrocentocinquantamila).**

5. L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE

Come primo metodo di controllo dei risultati raggiunti è stato applicato il metodo reddituale, per coerenza con il metodo principale, nella versione "unlevered".
In particolare, il metodo è stato applicato considerando le prospettive reddituali meglio sintetizzate nel "Piano" consegnatoci.
La formula utilizzata è quindi la seguente:

$$W = \sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)}{(1+Wacc)^s} + \frac{Vf}{(1+Wacc)^n} \text{ - PFN}$$

dove:

W = valore di capitale economico;

RON = RO reddito operativo (Ebit);

t = aliquota d'imposta societaria;

i'' = tasso di attualizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio (Wacc);

n = numero anni di Piano (3 anni, periodo 2014-2016)

Vf = Valore finale, determinato assumendo che il risultato previsto per il terzo anno di Piano sia sostenibile nel medio lungo termine in termini nominali. Quindi, il risultato previsto per l'anno 2016 è stato considerato, coerentemente alle aspettative espresse dal management, come risultato medio normale sostenibile, in termini nominali, in perpetuo.
Tale ipotesi si basa sulla continuità del portafoglio contrattuale, considerata anche la rilevanza del rapporto in essere con il Gruppo "AME".
La formula utilizzata è quindi:

$$Vf = \frac{RO_{2016}(1-t)}{Wacc}$$

PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

Avendo già precedentemente determinato i parametri ricompresi nella suddetta formula, è possibile sintetizzare il calcolo nella seguente tabella.

Valori in €m		2014	2015	2016
RO x (1-t)		-0,027	0,553	0,735
Wacc				
Fattore di attualizzazione		*0,917*	*0,842*	*0,772*
Flussi attualizzati		-0,025	0,465	0,567
Valore attuale flussi 2014-2016	**1,007**			
Valore finale				**8,161**
Valore finale attualizzato	**6,302**			
Enterprise Value	7,309			
PFN	(6,200)			
Equity Value	1,109			

* * *

In conclusione e per arrotondamento, in base all'applicazione del metodo di controllo reddituale nella versione *unlevered*, al capitale economico del "Ramo d'azienda" può essere qui attribuito, alla data di riferimento della stima, e cioè al 1 Luglio 2013, il valore di **€. 1.100.000 (Euro unmilionecentomila).**

6. L'APPLICAZIONE DEL METODO DEI MOLTIPLICATORI DESUNTI DA SOCIETÀ QUOTATE COMPARABILI

Nell'applicazione del metodo dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili, nel caso di specie, come chiarito, è stato considerato il moltiplicatori *asset side*:

a) «EV/EBIT», che rappresenta il rapporto fra valore del capitale dell'impresa al lordo del debito finanziario (valore dell'attivo lordo, *Enterprise Value* - EV) e il suo «reddito operativo lordo» (*Ebit*).

Tale scelta è stata ritenuta in grado di fornire una corretta indicazione del probabile «prezzo di mercato», alla data di riferimento della stima.

Nel caso in esame, considerata la posizione finanziaria netta del "Ramo d'azienda", alla data di riferimento della stima positiva ("debito"), il valore ottenuto tramite il metodo dei moltiplicatori *assets side* dovrà essere rettificato del valore della suddetto indebitamento finanziario, al fine di pervenire al valore netto.

Moltiplicatori di società quotate comparabili

I moltiplicatori sono stati ricavati sulla base dei dati forniti dal *data provider* «Factset».

In particolare è stato selezionato un campione composto da n. 34 imprese quotate in mercati regolamentati europei, appartenenti al settore «*Advertising/Marketing services*», già precedentemente individuate.

E' quindi stato considerato il multiplo "corrente", fornito da "Factset" ([20]): multiplo «EV/Ebit».

Tale multiplo sono stati calcolati il valore medio e il valore mediano (dati di "sintesi").

I risultati ottenuti vengono quindi riportati nella seguente tabella ([21]).

[20]) Il Multiplo viene calcolato su base semestrale, facendo riferimento agli ultimi dati di bilancio disponibili. Al riguardo si veda www.factset.com.

[21]) Al riguardo si precisa che sono stati considerati non significativi "ns", o valori negativi o valori superiori a 20x.

	Identifier	Name	Country	EV/Ebit
1	ALALO-FR	Acheter-Louer.fr SA	France	ns
2	ALANT-FR	Antevenio, S.A.	Spain	ns
3	ALCRM-FR	CRM Co. Group SA	France	ns
4	ALLMG-FR	LeadMedia Group SA	France	17,81 x
5	ALMIL-FR	1000mercis SA	France	9,41 x
6	ALNXT-FR	Nextedia SA	France	ns
7	APM-DE	ad pepper media International N.V.	Netherlands	ns
8	CAI-IT	Cairo Communication Spa	Italy	5,46 x
9	CAM-PL	CAM Media S.A.	Poland	ns
10	CHW-GB	Chime Communications plc	United Kingdom	15,67 x
11	CRE-GB	Creston plc	United Kingdom	4,84 x
12	DEC-FR	Jcdecaux SA	France	12,07 x
13	DEP-PL	Depend S.A.	Poland	ns
14	EDI-FR	Media 6 SA	France	ns
15	HAV-FR	Havas SA	France	9,56 x
16	HIM-FR	Hi-Media SA	France	12,69 x
17	IPS-FR	Ipsos SA	France	11,06 x
18	ITG-PL	Integer.pl SA	Poland	ns
19	LOCAL-FR	Solocal Group SA	France	5,55 x
20	MYR-DE	MyHammer Holding AG	Germany	15,18 x
21	PRS-FR	Prismaflex International SA	France	10,14 x
22	PTCM-GB	Porta Communications PLC	United Kingdom	ns
23	PUB-FR	Publicis Groupe SA	France	9,80 x
24	PXY-PL	ProxyAd S.A.	Poland	ns
25	RHM-GB	Resource Holding Management Limited	Malaysia	3,08 x
26	RMV-GB	Rightmove plc	United Kingdom	18,16 x
27	SAA-GB	M&C Saatchi plc	United Kingdom	6,61 x
28	SAX-DE	Stroeer Media AG	Germany	18,76 x
29	SDO-DE	Sedo Holding AG	Germany	10,35 x
30	TMMG-GB	The Mission Marketing Group plc	United Kingdom	3,53 x
31	TRAD-SE	TradeDoubler AB	Sweden	ns
32	VELA-GB	Vela Technologies plc	United Kingdom	ns
33	WPP-GB	WPP Plc	United Kingdom	11,65 x
34	YOC-DE	YOC AG	Germany	ns

Massimo	18,76 x
Media	**10,57 x**
Mediana	**10,24 x**
Minimo	3,08 x

Come emerge dall'analisi dei dati riportati nella tabella, i multipli per il campione considerato risultano alquanto dispersi.

Il multiplo "EV/Ebit" risulta compreso tra un minimo di 3,0x e un massimo di circa 18,8x; il valore medio è circa pari a 10,5x e quello mediano 10,2x.
I risultati di sintesi possono essere considerati significativi per esprimere un'indicazione del probabile valore di mercato dell'azienda oggetto di valutazione.

Misure di riferimento e risultati ottenuti

Le misure di riferimento, per il "Ramo d'azienda", sono state desunte dal "Piano" consegnatici.
In particolare, considerata l'assenza di risultati consuntivi significativi, considerata la ristrutturazione in corso del ramo d'azienda considerato, al fine di esprimere una misura del risultato operativo conseguibile dall'impresa nel breve medio termine ("Ebit") si è assunta la media dei risultati previsti a Piano (periodo 2014-2016).
Tale misura di sintesi è stata assunta ai fini di valutazione.
I dati sono riportati nella seguente tabella.

In € m	Ramo d'azienda "Mondadori Pubblicità"		
Piano	**2014**	**2015**	**2016**
EBIT	**(0,027)**	**0,850**	**1,130**
Media	**0,651**		

Sulla base dei dati precedentemente determinati è stato quindi possibile quantificare il probabile valore di mercato del "Ramo d'azienda", alla data di riferimento della stima, in base al metodo dei multipli di mercato desunti da società quotate comparabili.
Al riguardo si precisa che:

a) sono stati assunti come dati di sintesi del campione di imprese quotate comparabili il «valore medio» e il «valore mediano», calcolato come media aritmetica semplice dei moltiplicatori delle singole imprese considerate;
b) Una volta determinato il valore complessivo, operativo, del "Ramo d'azienda" oggetto di valutazione in base al moltiplicatore medio e mediano, per quantificare il probabile valore di cessione del solo

patrimonio netto è stato necessario dedurre il valore della posizione finanziaria netta", alla data della stima (valore complessivo 6,2 €/mil.)

I risultati ottenuti vengono riportati nella seguente tabella.

		Ebit
Ramo d'azienda (€m)		**0,651**
Multipli di mercato		
	Massimo	18,76x
	Media	10,57x
	Mediana	10,24x
	Minimo	3,08x
Valore complessivo (€m)		
	Massimo	12,21
	Media	**6,88**
	Mediana	**6,67**
	Minimo	2,01
PFN (€m)		**(6,20)**
Valore Ramo d'azienda (€m)		
	Media	**0,68**
	Mediana	**0,47**

Concludendo, il probabile valore (*fair market value*) attribuibile al "Ramo d'azienda" oggetto di valutazione alla data di riferimento della stima, in base all'applicazione del metodo di controllo dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili, è compreso, per arrotondamento per difetto, tra un minimo di a **€ 470.000 (euro quattrocentosettantamila) e un massimo di € 680.000 (euro seicentottantamila).**

* * *

Riguardo i risultati raggiunti è possibile svolgere le seguenti considerazioni.
Il dati che si evidenziano dall'applicazione dei multipli di mercato sono ampiamente dispersi; il valore che si evidenzia il "Ramo d'azienda" risulta

compreso tra un valore minimo pari a circa 2 €/mil. e un valore massimo pari a circa 12 €/mil, al lordo della posizione finanziaria netta

Considerando il dato medio e mediano, come valore di sintesi, espresso dal campione di multipli considerati, il valore del "Ramo d'azienda", sempre al lordo della posizione finanziaria netta, risulta compreso tra un valore minimo pari a circa 6,67 €/mil. e un valore massimo pari a circa 6,88 €/mil.

E' possibile quindi affermare che anche il metodo dei moltiplicatori di mercato conferma i risultati raggiunti dall'applicazione del metodo principale. Infatti:

a) il valore ottenuto dall'applicazione del metodo principale risulta ricompreso all'interno del "*range*" espresso in base all'applicazione dei metodo dei "probabili prezzi di mercato";
b) il valore ottenuto si colloca nella parte media di tale "range" e risulta sostanzialmente allineato ai valori mediani dei multipli considerati.

7. CONCLUSIONI

Con l'esposizione che precede (§ 4.3) si è pervenuti alla conclusione che il valore del capitale economico del "Ramo d'azienda", alla data del 1° Luglio 2013, utilizzando il metodo misto patrimoniale reddituale è pari a:

€ 450.000
(Euro quattrocentocinquantamila)

Utilizzando, quale primo metodo di controllo, in metodo reddituale (§ 5), il valore di capitale economico del suddetto "Ramo d'azienda", sempre alla data del 1° Luglio 2013, è pari a:

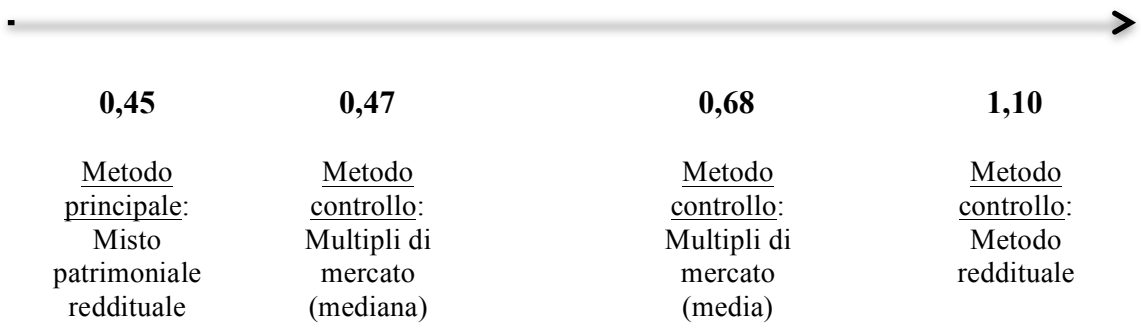
€ 1.100.000
(Euro unmilionecentomila).

Utilizzando, quale secondo metodo di controllo, il metodo dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili (§ 6), si è evidenziato come il valore ottenuto dall'applicazione del metodo principale risulti confermato anche dall'applicazione di un metodo che fornisce una quantificazione del "probabile prezzo di mercato" per l'impresa considerata. Ciò in quanto:

1. tale valore è ricompreso all'interno del "*range*" espresso in base all'applicazione del metodo dei "moltiplicatori di mercato";
2. il valore ottenuto si colloca nella parte media di tale "*range*" e risulta sostanzialmente allineato ai valori mediani dei multipli considerati.

* * *

In sintesi, i valori ottenuti possono essere rappresentati graficamente nel modo seguente (valori in € m.):



Alla luce dei risultati raggiunti i sottoscritti Periti possono concludere la propria relazione nei seguenti termini:

"Il valore attribuibile al ramo d'azienda "Commerciale" oggetto di possibile conferimento da parte di Mondadori Pubblicità S.p.a. in Mediamond S.p.a., così come meglio identificato nella situazione patrimoniale alla data di riferimento del 1° luglio 2013 consegnataci, non è inferiore, alla medesima data, a € 450.000 (euro quattrocentocinquantamila)".

In fede,

Milano, 30 Settembre 2013

Prof. Andrea Amaduzzi

Prof. Paolo Iovenitti

Prof. Andrea Amaduzzi

Spettabile
Comitato per l'approvazione
delle operazioni con Parti Correlate
di Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.

Milano, 31 Ottobre 2013

Il presente documento è stato redatto in base all'incarico conferito al sottoscritto Prof. Andrea Amaduzzi dal Comitato per l'approvazione delle operazioni con Parti Correlate di Arnoldo Mondadori Editore S.p.a. ("AME") avente per oggetto un autonomo parere sulla correttezza sostanziale delle condizioni previste per il perfezionamento di una prospettata operazione di conferimento di un autonomo ramo d'azienda "commerciale", relativo alle attività di raccolta pubblicitaria su testate cartacee ed emittenti radiofoniche ("Ramo d'azienda"), da parte di Mondadori Pubblicità S.p.a. in Mediamond S.p.a. ("Incarico").

Al riguardo preciso quanto segue:

a) Il sottoscritto ha redatto, congiuntamente al Prof. Paolo Iovenitti, su incarico di Mondadori Pubblicità S.p.a. ("Società"), un'autonoma relazione avente per oggetto il valore attribuibile al suddetto Ramo d'azienda alla data di riferimento del 1° Luglio 2013 ("Relazione").
b) La Società intende utilizzare la suddetta Relazione anche ai sensi e per gli effetti previsti dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Cod. Civ..
c) Nella Relazione vengono analiticamente identificati e descritti i beni e i crediti costituenti il Ramo d'azienda, le scelte metodologiche assunte e i risultati raggiunti.
d) Il sottoscritto ritiene che i suddetti elementi consentano di soddisfare anche le finalità dell'Incarico conferito, di fornire un parere indipendente sulla "correttezza sostanziale" delle condizioni previste, in termine di valore, per la prospettata operazione di conferimento, alla data di riferimento del 1° Luglio 2013

Ciò posto, il sottoscritto, facendo principale riferimento alla suddetta Relazione, di seguito preciserà:

1) La documentazione considerata;
2) Le scelte metodologiche assunte e le formule valutative utilizzate;
3) I risultati ottenuti.

1) La documentazione considerata

Per lo svolgimento dell'incarico è stata fornita la seguente documentazione contabile e informativa:

- Statuto sociale vigente di Mondadori Pubblicità S.p.a.;

- Bilancio di Mondadori Pubblicità S.p.a. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012;
- Situazione al 31 marzo 2013 e al 30 giugno 2013 di Mondadori Pubblicità S.p.a.;
- Situazione patrimoniale al 1° Luglio 2013 del Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a.;
- Dettagli analitici delle attività e passività patrimoniali costituenti il Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a., riferiti al 1° Luglio 2013;
- *Business Plan* 2014-2016 del Ramo d'azienda "Commerciale" di Mondadori Pubblicità S.p.a., con relative note esplicative ("Piano 2014-2016");
- Elenco dei contratti in corso con Mondadori Pubblicità S.p.a., efferenti il Ramo d'azienda "Commerciale" al 1° Luglio 2013 e perfezionati entro luglio 2013;
- Statuto sociale vigente di Mediamond S.p.a.;
- Bilancio di Mediamond S.p.a. per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012;
- Situazione al 31 marzo 2013 e al 30 giugno 2013 di Mediamond S.p.a.;
- *Business Plan* 2013-2015 di Mediamond S.p.a..

Inoltre si è:

- acquisita la documentazione informativa e statistica sul settore della pubblicità (di fonte "Pwc" e "Nielsen") e in particolare sui segmenti della pubblicità relativa alla "carta stampata" (*Consumer Magazine*) e alle "radio" rilevanti ai fini valutativi del Ramo d'azienda in esame;
- consultato il contenuto dei siti web www.mondadori.it www.mondadoripubblicità.com www.mediamond.it e www.publitalia.it;
- incontrato alcuni rappresentanti del management della Società allo scopo di porre specifici quesiti in merito a singole poste contabili di natura patrimoniale e reddituale inerenti al Ramo d'azienda da conferire e valutare e alla sua problematica gestionale;
- raccolto ed esaminato i più recenti e qualificati contributi scientifici e professionali in materia di valutazione d'azienda con particolare riguardo alle stime per conferimento.

2) Le scelte metodologiche assunte e le formule valutative utilizzate

Le scelte metodologiche adottate nella Relazione, per la stima del valore del Ramo d'azienda alla data di riferimento del 1° Luglio 2013, alla luce delle finalità della stima, della specificità dell'azienda e del settore in cui opera, nonché delle opzioni metodologiche possibili, sono così riassumibili.

1. Considerate le finalità della stima, la tipicità dell'impresa oggetto di valutazione nonché la tipologia dei dati a disposizione, attuali e prospettici, si è ritenuto opportuno fare riferimento, quale metodo principale, al metodo misto patrimoniale reddituale, nella sua versione "finanziaria".
2. Il metodo misto patrimoniale reddituale, in tale versione, consente infatti di evidenziare con chiarezza:

a) il valore attribuibile al capitale investito netto, operativo, oggetto di conferimento;
b) il valore attribuibile all'avviamento, inteso come risultato della verifica reddituale del suddetto capitale investito netto;
c) il valore netto del Ramo d'azienda oggetto di valutazione, determinato come differenza tra la somma dei due precedenti addendi e il valore della posizione finanziaria netta, afferente il Ramo d'azienda oggetto di conferimento.

Più in particolare, le specifiche determinazioni metodologiche sono state le seguenti.

3. Nell'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, si è stimato il valore di capitale investito operativo, non comprensivo del valore dei beni immateriali.
4. Il valore di capitale investito operativo così ottenuto è stato sottoposto a verifica reddituale. Si è quindi proceduto alla stima diretta dell'avviamento ("*goodwill*"), considerando, data la struttura e la dinamica dei settori in cui opera il Ramo d'azienda nonché la posizione e le prospettive competitive dell'azienda, una durata del sovra-rendimento pari a 20 (venti) anni. Tale orizzonte temporale risulta giustificabile e ragionevolmente attendibile considerando il fatto che alla formazione del valore di avviamento concorrerà anche il patrimonio intangibile afferente il Ramo d'azienda, costituito da risorse immateriali principalmente identificabili nell'organizzazione della rete commerciale e nel "portafoglio di contratti" in essere. Faranno parte di tale portafoglio anche il contratto che, in base al prospettato progetto, verrà siglato con "AME", per quanto riguarda la raccolta pubblicitaria delle testate editoriali detenute, e il contratto con "Monradio", per quanto riguarda la raccolta pubblicitaria di "Radio 101". L'esistenza di tale portafoglio di contratti supporta quindi la ragionevolezza dell'ipotesi di ottenere un sovra rendimento dall'uso delle risorse immateriali per periodi medi-lunghi (almeno 15- 25 anni).
   In altri termini la capacità reddituale del Ramo d'azienda risulta in funzione della possibilità di mantenere e riprodurre il portafoglio di contratti in essere, ottimizzando la capacità di raccolta pubblicitaria del ramo stesso. Tale capacità è in larga parte supportata e garantita dell'esistenza dei rapporti in essere con il Gruppo "AME".

* * *

In sintesi il metodo di valutazione adottato si traduce nella seguente formula:

$$W = I + \sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)\text{-}i''xI}{(1+i')^s} - PFN$$

dove:
W = Valore di capitale economico;
I = Capitale investito operativo, alla data di riferimento della stima;
RO = Reddito operativo (Ebit) atteso relativo all'anno n;
t = Aliquota d'imposta sul reddito operativo;
i" = Tasso di redditività normale, pari al Wacc;

i' = tasso di attualizzazione, pari al Wacc;
n = Numero definito di anni (20 anni);
PFN = Posizione finanziaria netta.

* * *

Considerate la tipologia e l'attività svolta dall'impresa oggetto di valutazione, nonché le considerazioni precedentemente svolte, si è ritenuto opportuno utilizzare quale primo metodo di controllo, il metodo reddituale, per coerenza con il metodo principale, nella versione "*unlevered*".
In particolare, il metodo è stato applicato considerando le prospettive reddituali meglio sintetizzate nel "Piano 2014-2016" assunto a riferimento dal management della Società e del Gruppo "AME".
La formula utilizzata è quindi la seguente:

$$W = \sum_{s=1}^{n} \frac{RO_s(1\text{-}t)}{(1+Wacc)^s} + \frac{Vf}{(1+Wacc)^n} - PFN$$

dove:
W = Valore di capitale economico;
RO = Reddito operativo (Ebit);
t = Aliquota d'imposta societaria;
i'' = Tasso di attualizzazione, pari al rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio (*Wacc*);
n = Numero anni di Piano (3 anni, periodo 2014-2016)
Vf = Valore finale, determinato assumendo che il risultato previsto per il terzo anno di Piano sia sostenibile nel medio lungo periodo, in termini nominali. Quindi, il risultato previsto per l'anno 2016 è stato considerato, coerentemente alle aspettative espresse dal management, come risultato medio normale sostenibile, in termini nominali, in perpetuo. La formula utilizzata è quindi:

$$Vf = \frac{RO_{2016}(1-t)}{Wacc}$$

PFN = Indebitamento finanziario netto alla data di riferimento.

* * *

Considerata la tipologia dell'impresa oggetto di valutazione e la finalità della stima si è ritenuto opportuno confrontare i risultati ottenuti dall'applicazione del metodo principale anche con i risultati ottenibili in base al "metodo dei moltiplicatori" (secondo metodo di controllo).
Tale metodo consente infatti di ottenere informazioni significative sul "probabile prezzo di mercato" dell'azienda oggetto di valutazione, alla data di riferimento della stima.

Il metodo, in particolare, è stato applicato nella versione dei "moltiplicatori desunti da società quotate comparabili" (*stock market multiples*).
Per quanto riguarda l'applicazione del metodo, si precisa quanto segue:

1) il metodo dei moltiplicatori desunti da "società quotate comparabili" è stato applicato facendo riferimento ai multipli espressi dal mercato borsistico per un campione di aziende operanti nel medesimo settore dell'azienda oggetto di valutazione, disponibili nella banche dati "Factset";
2) Si è deciso di fare principale riferimento, data la struttura finanziaria della società oggetto di valutazione (non indebitata), al multiplo "*unlevered*", "EV/Ebit" ampiamente utilizzato e ritenuto significativo per aziende operanti nel medesimo settore dell'azienda considerata. La scelta di utilizzare un multiplo *assets side* risulta giustificata dalla necessità di pervenire ad una valutazione che prescinda dalla struttura finanziaria delle imprese considerate. Tale approccio consente quindi di pervenire ad una stima non influenzata dalla specificità della struttura finanziaria, alla data di riferimento della stima, delle aziende comparabili ricomprese nel campione considerato.
3) Anche considerata la finalità della stima, i moltiplicatori utilizzati sono moltiplicatori "correnti", costruiti in base ai dati disponibili in "Factset".

3) Risultati Ottenuti

In base all'applicazione delle metodologie precedentemente identificate, si è pervenuti alle seguenti conclusioni.

In base all'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, utilizzato quale "metodo principale", si è giunti alla conclusione che il valore del capitale economico del Ramo d'azienda, alla data di riferimento del 1° Luglio 2013, è determinabile nel modo seguente (valori arrotondati in € m.)

	Valori in € m.
A) Capitale Investito operativo	4,480
B) Avviamento	2,170
Valore complessivo	**6,650**
C) Posizione finanziaria netta	(6,200)
Valore del capitale economico	**0,450**

In conclusione e per arrotondamento, in base all'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, al capitale economico del Ramo d'azienda può essere attribuito, alla data di riferimento della stima, e cioè al 1° Luglio 2013, il valore di:

€ 450.000
(Euro quattrocentocinquantamila)

Utilizzando, quale primo metodo di controllo, un metodo reddituale, il valore del capitale economico del suddetto Ramo d'azienda, sempre alla data del 1° Luglio 2013, è determinabile sulla base dei seguenti elementi (valori in € m.):

	Valori in € m.
(A) Valore Complessivo	**7,300**
(B) Posizione finanziaria netta	(6,200)
Valore del capitale economico	**1,100**

In conclusione e per arrotondamento, in base all'applicazione del metodo reddituale, quale primo metodo del controllo, al capitale economico del Ramo d'azienda può essere attribuito, alla data di riferimento della stima, e cioè al 1° Luglio 2013, il valore di:

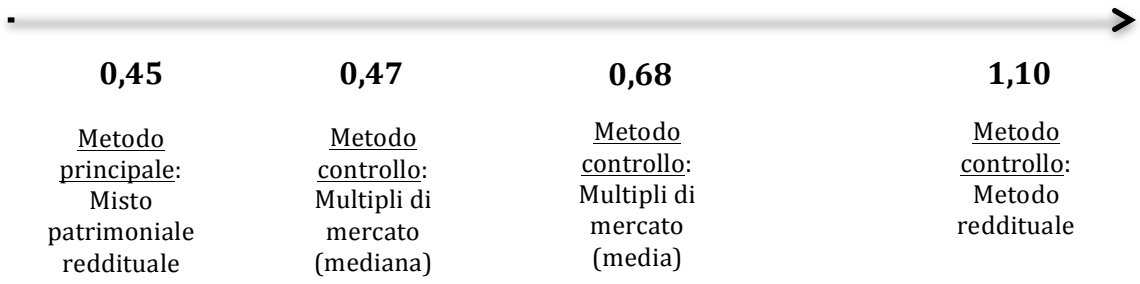
€ 1.100.000
(Euro unmilionecentomila).

Utilizzando, quale secondo metodo di controllo, il metodo dei moltiplicatori desunti da società quotate comparabili, si è evidenziato come il valore ottenuto dall'applicazione del metodo principale risulti confermato anche dall'applicazione di un metodo che fornisce una quantificazione del "probabile prezzo di mercato" per l'impresa considerata. Ciò in quanto, il valore ottenuto in base all'applicazione del metodo principale:

1. è ricompreso all'interno del "*range*" espresso in base all'applicazione del metodo dei "moltiplicatori di mercato";
2. si colloca nella parte intermedia di tale "*range*", risultando sostanzialmente allineato al valore espresso sulla base della mediana dei multipli del campione di imprese considerato (0,47 € m.) e di poco inferiore a quello desumibile sulla base del valore medio dei suddetti multipli (0,68 € m.).

* * *

In sintesi, i valori ottenuti possono essere rappresentati graficamente nel modo seguente (valori in € m.):



Alla luce dei risultati raggiunti, è quindi possibile concludere il presente parere nei seguenti termini.

Sulla base delle scelte metodologiche precedentemente descritte, è possibile affermare che, alla data di riferimento del 1° Luglio 2013, il valore del Ramo d'azienda che Mondadori Pubblicità S.p.a. intende conferire in Mediamond S.p.a. può essere considerato congruo, da un punto di vista finanziario, se compreso tra:

un minimo di
450.000 € (euro quattrocentocinquantamila)

e

un massimo di
1.100.000 € (euro unmilionecentomila)

In fede,

Prof. Andrea Amaduzzi