

**FALLIMENTO**  
**Gestione Televisiva S.r.l. in Liquidazione.**  
**n. 965/2019**

**RELAZIONE DI VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**  
**CONCESSA IN AFFITTO A ITALIA CLASSICA S.R.L.**  
**E DI CONGRUITA' DEL PREZZO OFFERTO**

**AGGIORNAMENTO DEL 20 GENNAIO 2021**

**\* \* \***

**AUTORIZZAZIONE DEL 17/01/2020**

**Dott. Giorgio Edoardo Luerti**  
**Via Guido D'Arezzo, 15**  
**20145 Milano**

**Milano, 20 gennaio 2021**

## **INDICE**

1. Premessa
2. Finalità del mandato e data di riferimento della stima
  - 2.1 Finalità del Mandato
  - 2.2 Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato
  - 2.3 I documenti acquisiti ed analizzati
  - 2.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico
  - 2.5 Data di Riferimento
3. La ricostruzione cronologica degli eventi
4. Azioni poste in essere dalla curatela
5. L'Azienda oggetto del contratto di affitto
6. Analisi dei metodi di valutazione
7. Il metodo di valutazione adottato
8. Il Valore dell'azienda sulla base del metodo empirico
9. Conclusioni generali sul valore dell'Azienda
10. Conclusioni generali sul giudizio di congruità

## 1. PREMESSA

Il sottoscritto, Dott. Giorgio Edoardo Luerti, iscritto all'Albo Sez. A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano dal 23 febbraio 1994, al n. di iscrizione 3807, nonché al Registro dei Revisori Legali al con n. 92491, ha ricevuto incarico dall'Avv. Paola Pagini, Curatore del Gestione Televisiva s.r.l. s.r.l. in Liquidazione n. 965/2019 (in seguito definita anche la “**Società**” o “Gestione Televisiva”) per esprimere una valutazione dell'azienda concessa in affitto da Gestione Televisiva s.r.l. *in bonis* a Italia Classica S.r.l.. Ciò in vista di una possibile cessione dell'azienda a mezzo di procedura competitiva.

La società Gestione Televisiva s.r.l. in liquidazione ha sede legale in Milano – Via Privata Maria Teresa n. 8, codice fiscale 12982490158 iscritta al REA della Camera di Commercio di Milano al n. MI – 1605371, capitale sociale deliberato, sottoscritto e versato di euro 50.000 ed è stata dichiarata fallita con sentenza del 05/12/2019 (dep. il 06/12/2019).

Nella presente relazione sono illustrati i risultati a cui si è pervenuti e le analisi effettuate.

L'esposizione delle elaborazioni viene svolta secondo l'ordine seguente:

- a. finalità e oggetto dell'incarico;
- b. individuazione dell'azienda oggetto del contratto di affitto e del contratto di affitto medesimo;
- c. analisi della proposta irrevocabile di acquisto pervenuta alla curatela da parte dell'affittuaria;
- d. illustrazione del metodo di valutazione dell'azienda;
- e. considerazioni conclusive di sintesi in merito alla valutazione dell'azienda.

Il presente elaborato rappresenta un aggiornamento rispetto alla Relazione di stima redatta dallo scrivente in data 24 luglio 2020, aggiornamento che si è reso necessario in conseguenza di alcuni fatti emersi successivamente e delle variazioni intervenute nei rapporti tra le parti. Riservandosi di illustrarli nel prosieguo in modo più dettagliato, di seguito si riepilogano brevemente:

- dall'analisi delle istanze tardive di ammissione al passivo sono stati rilevati costi di competenza degli esercizi presi in esame, rilevati in misura ridotta dalla società;
- è stato stipulato il nuovo contratto, a valere sul 2021, tra l'affittuaria e Sky Italia per la trasmissione dei programmi sulla piattaforma Sky (minimo garantito) e oltre a quelli di play out e di raccolta pubblicitaria;
- è stato rinnovato fino al 31/12/2021 il contratto di affitto di azienda;
- è prevenuta una proposta migliorativa per l'acquisto dell'azienda da parte del conduttore Italia Classica s.r.l..

## **2. FINALITÀ DEL MANDATO E DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA**

### ***2.1. Finalità del mandato***

Nell'istanza presentata in data 14/01/2020 all'Ill.mo Giudice Delegato per la nomina di un perito stimatore, l'avv. Paola Pagini, Curatore del Fallimento Gestione Televisiva s.r.l. illustrava che la società è risultata essere proprietaria di un complesso aziendale avente ad oggetto la *“realizzazione, distribuzione e sfruttamento di programmi radiofonici e televisivi nonché l'acquisizione, sfruttamento e commercializzazione dei connessi diritti*

*di proprietà intellettuale, l'attività di ideazione e d'intermediazione pubblicitaria e, infine, la realizzazione, gestione, reperimento e coordinamento di sponsorizzazioni.*” Il curatore precisava inoltre che tale complesso era stato concesso in affitto alla società Italia Classica S.r.l. in forza di contratto sottoscritto in data 30 settembre 2019 (i.e. ante procedura), con scadenza al 30 settembre 2024, a fronte del corrispettivo annuale di € 60.000,00 (oltre IVA).

Nella medesima istanza l'avv. Pagini illustrava inoltre la necessità, in caso di subentro, di emendare il contratto di affitto di Azienda rendendolo compatibile con la disciplina di cui all'art 104 bis L.F..

Come si dirà meglio nel prosieguo, l'emendamento al contratto, proposto dal conduttore con proposta irrevocabile in data 2 marzo 2020, è stato accettato dalla curatela con comunicazione del 6 marzo 2020 la quale ha nel contempo comunicato il subentro nel contratto il tutto previa autorizzazione del G.D. in data 4 marzo. L'emendamento del contratto di affitto ha tra l'altro permesso di definire in modo più puntuale l'azienda di proprietà della fallita e concessa in affitto, titolare dell'edizione del programma televisivo denominato Classica HD, attualmente trasmesso sul canale 136 della piattaforma SKY, canale a pagamento. Nell'azienda concessa in affitto sono ricompresi tutti i contratti in essere al momento della stipula del contratto di affitto di azienda, compresi quelli di minimo garantito e di play out stipulati con Sky Italia, nonché i rapporti di lavoro e le immobilizzazioni materiali e immateriali.

Come espressamente richiesto da quanto precedentemente richiamato, la finalità dell'incarico conferito allo scrivente è quella di esprimere una valutazione di mercato dell'azienda oggi concessa in affitto a Italia Classica S:r.l. al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 L.F.. Come si dirà

meglio nel prosieguo la società Italia Classica s.r.l. ha formalizzato una proposta irrevocabile per l'acquisto dell'azienda oggetto di valutazione.

## ***2.2. Attività propedeutiche alla stima e limitazioni al presente elaborato***

Lo scrivente ha proceduto ad un accesso presso gli uffici che ospitano l'azienda concessa in affitto, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e dei beni ed al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi dell'azienda. In quella occasione e per il tramite del curatore è stata acquisita la documentazione contabile sommariamente elencata nel prossimo paragrafo.

## ***2.3 I documenti acquisiti ed analizzati***

E' opportuno premettere che la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo.

In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto si precisa che:

- tutte le informazioni relative all'azienda oggetto di stima che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla curatela del fallimento Gestione Televisiva e dalla società affittuaria Italia Classica S.r.l.;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico;
- è stato assunto che tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali.

Di seguito si fornisce l'elenco della documentazione che, nell'espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha potuto acquisire ed analizzare:

- i Bilanci d'esercizio della società Gestione Televisiva S.r.l. 8 (già Classica Italia s.r.l.), per gli esercizi dal 2015 al 2018, corredati di Nota Integrativa;
- i Bilanci contabili e le schede contabili della società Gestione Televisiva S.r.l. riferiti agli esercizi dal 2013 e al 2019;
- il Contratto di affitto d'azienda sopra citato, le successive modifiche proposte dall'affittuaria (accettate dalla curatela) ed il successivo rinnovo fino al 31/12/2021;
- Libro cespiti aggiornato;
- Contratti trasferiti con il contratto di affitto di azienda, con particolare riguardo ai contratti in essere con SKY Italia per "minimo garantito", "play out" e "raccolta pubblicitaria", compreso l'aggiornamento degli stessi fino al 31/12/2021;
- Library dei programmi (ovvero del materiale di programmazione) con indicazione, ove vi fosse, della scadenza temporale del diritto a trasmettere gli stessi;
- Istanze tardive di ammissione al passivo presentate da SIAE e Unitel GmbH & Co. KG;
- Inventario dei beni materiali e immateriali redatto in data 24 giugno 2020;
- Proposta di acquisto dell'azienda formulata dall'affittuario Italia Classica s.r.l. e successiva proposta migliorativa.

#### **2.4 Limitazioni al lavoro svolto e modalità di svolgimento dell'incarico**

Prima di procedere alla descrizione dell'azienda oggetto di stima ed alla illustrazione delle risultanze a cui si è giunti, pare opportuno a chi scrive far presente quali sono i limiti di svolgimento dell'incarico.

- non sono state effettuate verifiche sui titoli di proprietà dei beni, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a noi comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi storici, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento dell'azienda;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate. Pertanto, il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Con specifico riferimento alla documentazione contabile, si evidenziano una serie di limiti e criticità riscontrate nell'elaborazione dei dati a fondamento della valutazione:

- l'assenza di dati previsionali aggiornati;
- la scadenza annuale del contratto in essere con SKY Italia, fissata al 31/12/2020, e la conseguente incertezza sulle possibili condizioni di rinnovo dello stesso;
- il mancato supporto della presente valutazione con una perizia del valore dei beni materiali e immateriali ricompresi nell'azienda.

Le analisi dello scrivente sono state svolte sulla base della documentazione raccolta e risentono quindi delle suddette limitazioni.

## **2.5 Data di riferimento**

La valutazione si intende riferita alla data del 17/01/2020, data di conferimento dell'incarico.



### 3. LA RICOSTRUZIONE CRONOLOGICA DEGLI EVENTI

Come sopra meglio illustrato l'azienda oggetto del contratto di affitto è titolare dell'emittente televisiva italiana interamente dedicata alla musica classica denominata Classica HD, in onda sul canale 136 della piattaforma Sky Italia ed è composta da quell'insieme di beni, persone e contratti che permettono la messa in onda di tale programma oltre all'organizzazione di eventi promozionali incentrati sulla musica classica e sugli altri contenuti artistici ad essa legati quali ad esempio il balletto, l'opera e i concerti di musica da camera.

L'attività di produzione e trasmissione di programmi audiovisivi in materia di musica classica è nata nel 1996 attraverso lo sviluppo da parte di Telepiù di una divisione dedicata alla trasmissione di musica classica a cui è stato riservato un canale sulla piattaforma satellitare (che oggi appartiene a Sky).

La proprietà era riconducibile anche al magnate tedesco Leo Kirch che controllava la Beta Film GmbH (società tedesca proprietaria di uno dei più grandi cataloghi al mondo di film, programmi e documentari in proprio ed attraverso società del gruppo quali la Unitel GmbH)

Il canale dedicato prende il nome di "Classica" e successivamente la società del gruppo denominata Classica GmbH assume a proprio diretto carico l'attività editoriale del canale, avvalendosi di Telepiù, poi Sky, per la (sola) messa in onda e trasmissione, e diventando così editore terzo rispetto al proprietario della piattaforma.

Nel 1999 il gruppo tedesco costituisce una società di diritto italiano, la Classica Italia Srl, che, interamente partecipata da Classica GmbH, mantiene il ruolo di editore nel rapporto con Telepiù/Sky

Dopo qualche anno il gruppo Leo Kirch fallisce e con esso dunque tutte le società connesse alla musica classica. Le stesse vengono rilevate da Jan Mojto, personaggio

questo che inizia la sua carriera nel gruppo Kirch ma che prosegue autonomamente dando vita al gruppo EOS ( tra cui le principali erano: EOS, Beta Film, Beta Cinema, Kineos, Unitel e Classica).

Si arriva quindi al 2013, anno nel quale Sky chiede che Classica si trasformi da canale “*a la carte*” a canale “*in free vision*” per gli abbonati istituzionali, quindi rinunciando a proporlo come opzione extra rispetto ai pacchetti standard, e che si trasformi in HD, con una franchigia del 15-20% di programmi da poter mantenere in SD.

Nei 17 anni di attività (1996-2013), il canale (attraverso le varie gestioni) ha avuto una crescita ininterrotta fino al 2002, arrivando a circa 25.000 abbonati. Nel 2004, la crisi di Kirch causa una significativa riduzione del numero di abbonati ma grazie ad un’azione di rilancio il numero degli stessi riprende a crescere giungendo fino a circa 40.000, con conseguente aumento del fatturato. A partire dal 2010, tuttavia, si registra un nuovo decremento del numero di abbonati, riconducibile da un lato alla crisi economica del 2008 e dall’altro alla proporzionale perdita di mercato da parte della piattaforma Sky, avendo questa probabilmente ormai raggiunto un punto massimo di espansione ed iniziando a subire la concorrenza del digitale terrestre (nel frattempo esploso con centinaia di canali).

E’ in questo contesto che Sky, nel 2013, chiede a Classica Italia S.r.l. la trasformazione in HD e l’abbandono della offerta “*a la carte*” di cui si è accennato in precedenza. Al termine della trattativa che ne segue, il nuovo accordo con Sky prevede: i) l’adesione alla trasformazione in HD, ii) lo spostamento del canale Classica HD tra i primi 100 del bouquet, iii) il pagamento da parte di Sky di un fisso di circa 1.400.000,00, iv) il pagamento in compensazione da parte di Classica HD di circa 200.000,00 euro per il servizio di messa in onda operato direttamente da Sky (play out

consistente nel recepire da parte di un addetto Sky la programmazione inserita da Classica nel palinsesto quotidiano da trasmettere e la relativa messa in onda da parte di Sky), v) il mantenimento in capo a Sky (come sempre stato storicamente) dei costi di capacità satellitare, vi) la possibilità di Classica di aprirsi al mondo pubblicitario.

Proprio in tale anno il sig. Piero Maranghi entra nel capitale di Classica Italia acquistando il 49% delle quote sociali (mentre il restante 51% rimane di proprietà di Classica GmbH) e nel medesimo assume la carica di amministratore unico.

Dopo varie trattative nel 2017, tutte le partecipate televisive del ramo “musica classica” vengono dismesse dal gruppo EOS e vendute al gruppo canadese Stingray, più orientato in realtà, sino a quel momento, verso la musica pop. In tale contesto il sig. Maranghi, accertata la disponibilità di Sky di dare continuità all'accordo in essere, avvia le trattative per rilevare il 51% da Classica GmbH e per la sottoscrizione di un contratto di fornitura dei loro programmi, da trasmettere naturalmente sul canale italiano.

Nel luglio 2017 a causa dei tagli paventati dalla direzione di SKY, il canale Classica HD rischia la chiusura e si aprono quindi le trattative che portano alla modifica delle condizioni contrattuali. Il corrispettivo fisso viene ridotto unilateralmente da Sky, dai precedenti 1.420.000,00 euro ad euro 800.000,00, sfavorevoli per Classica Italia S.r.l., ma costretta ad aderirvi per preservare l'attività aziendale comunque ancora richiesta dal pubblico.

A dire dell'amministratore, sig. Piero Maranghi, nel corso degli esercizi 2018 e 2019 Classica Italia ha posto in atto politiche volte alla riduzione dei costi, conseguenti al minor corrispettivo fisso versato da Sky Italia. Tali politiche non sono risultate sufficienti e data la crescente pressione dei creditori i soci hanno deliberato di porre in liquidazione la società con assemblea del 29/08/2019 a rogito notaio dott.ssa Angelini

Annalisa, con contestuale modifica della denominazione in Gestione Televisiva s.r.l. Successivamente il liquidatore, al fine di salvaguardare la continuità aziendale, ha concesso in affitto l'azienda alla società Italia Classica s.r.l. con contratto stipulato in data 30/09/2019.

Con sentenza del 05/12/2019 dep. il 06/12/2019, su istanza di due creditori e adesione della società medesima in sede prefallimentare, Gestione Televisiva s.r.l. in liquidazione è stata dichiarata fallita.

Nonostante le difficoltà intercorse, oggi Classica HD è un canale che rileva circa un milione e mezzo di singoli diversi spettatori mensili (non di semplici contatti), con un tempo di permanenza sulla rete di circa 19 minuti al giorno, che, seppure non competitivo in un'ottica di pubblicità tabellare, diventa un dato di rilievo considerando la capacità di spesa degli utenti interessati alla musica classica e quindi al canale (tipicamente si tratta di soggetti culturalmente elevati, alto spendenti e interessati al viaggio finalizzato alla partecipazione all'evento musicale).

Classica Italia S.r.l. era quasi certamente il più grande editore di settore presente sul mercato italiano e l'unico che offriva un prodotto completo, oggi ricompreso nell'azienda concessa in affitto. L'offerta in particolare ricomprende tutti i generi di musica classica, dal balletto all'opera, dal concerto alla musica da camera, dal piano solo alla musica contemporanea. Purtroppo la sua continuità è seriamente condizionata dagli accordi in essere con SKY Italia, che avranno termine al 31/12/2020, e dal loro eventuale rinnovo e dalle condizioni offerte.

Attualmente l'affittuaria Italia Classica S.r.l., già MP1 S.r.l. (società che si occupa di attività editoriali in tutti i settori, dal cinema alla televisione, alla carta stampata), conduce l'azienda presso gli uffici di via Coni Zugna n. 1 con il supporto dei lavoratori dipendenti ancora in forza (n. 7 unità) e di tutti i consulenti/libero professionisti

artistico-musicali (cameramen, autori, fonici, montatori etc.). Tra i contratti più importanti trasferiti con l'azienda, a parte quelli con il gruppo SKY (quello per la fornitura della capacità trasmissiva che vale 800 mila euro fissi a dedurre i 160 mila euro del play out e quello con "Sky media" per la raccolta pubblicitaria, che frutta circa 200 mila euro annui) ci sono il contratto con Nexo, legato alla distribuzione di un documentario su Roberto Bolle, e quello con Unitel GmbH per la fornitura dei programmi.

Altro aspetto importante riguarda l'Autorizzazione per la diffusione via satellite di programmi televisivi (programma Classica HD) è intestata alla società affittuaria Italia Classica S.r.l. in forza di delibera dell'Autorità per le Garanzie delle comunicazioni – AGICOM n. 486/19/CONS del 16/12/2019.

Oltre ai ricavi fissi di cui ai contratti citati, la società sviluppa ricavi variabili, realizzando produzioni, che oltre ad essere trasmesse vengono cedute sul mercato internazionale, raccoglie pubblicità ed realizza eventi promozionali per clienti italiani di rilievo.

#### **4. AZIONI POSTE IN ESSERE DALLA CURATELA**

Con l'intervenuto fallimento di Gestione Televisiva S.r.l. ( già Classica Italia ), al fine di assumere ogni determinazione in merito al contratto di affitto di azienda, in relazione a quanto previsto dall'art 79 L.F. (subentro/scioglimento dal contratto) nonché valutare l'emendamento del contratto al fine di renderlo compatibile con la disciplina di cui all'art 104 bis L.F il curatore ha da un lato richiesto allo scrivente perito di esprimere un giudizio di congruità in relazione al canone di affitto previsto nel

contratto di affitto stipulato dalla Gestione Televisiva in bonis e dall'altro concordato con l'affittuario una serie di modifiche allo stesso.

Lo scrivente, con perizia in data 2 marzo 2020, ha confermato la congruità del canone di affitto di azienda previsto dal contratto stipulato dalla società in bonis.

Per contro il conduttore Italia Classica s.r.l., con pec del 2 marzo 2020, ha proposto irrevocabilmente al fallimento le seguenti modifiche/rettifiche/integrazioni al contratto di affitto di azienda:

- l'art. 1 rubricato "Oggetto del contratto", primo capoverso, è così integrato a miglior identificazione del perimetro dell'Azienda concessa in affitto: *«l'azienda oggetto del Contratto di affitto è titolare dell'emittente televisiva italiana interamente dedicata alla musica classica denominata Classica HD, attualmente in onda sul canale 136 della piattaforma Sky Italia S.r.l., ed è composta dall'insieme di beni, diritti, persone e contratti che permettono la messa in onda della relativa programmazione, costituita da un palinsesto che abbraccia opere liriche, concerti, musica da camera, danza classica e moderna, approfondimenti, documentari, film, speciali, jazz, musica di confine ed altro. Con riferimento all'Autorizzazione per la diffusione via satellite di programmi televisivi di cui alla delibera AGCOM n. 486/19/CONS, attualmente intestata all'Affittuaria, questa – in ipotesi di cessione dell'azienda a terzi nell'ambito delle procedure competitive di cui all'art. 10 che segue, così come qui rettificato - si impegna a trasferirla al Fallimento e per esso al terzo aggiudicatario a fronte del rimborso delle spese, pari ad € 6.026,96»;*
- l'art. 1, primo capoverso, è inoltre così rettificato *«a seguito del trasferimento della sede legale ed operativa dell'Affittuaria in via Coni Zugna n. 1, anche l'attività aziendale oggetto del presente Contratto viene ivi svolta senza oneri a carico della procedura per l'utilizzo dei locali. L'unità locale magazzino/deposito di via Amundsen n. 5 è allo stato condotta da parte dell'Affittuaria in forza di autonomo contratto di locazione, che, sempre in ipotesi di aggiudicazione dell'azienda a terzi, verrà trasferito all'aggiudicatario con oneri a suo esclusivo carico con decorrenza dall'atto di trasferimento»;*
- l'art. 1, secondo capoverso, è sostituito dal seguente *«Resta inteso che l'affittuaria avrà l'obbligo di utilizzare la ditta in uso alla Concedente ante affitto di azienda "Classica Italia" o "Classica HD" durante la vigenza del presente Contratto»;*
- l'art. 2, secondo, terzo e quarto comma sono espunti dal Contratto, con conseguente revoca del mandato all'incasso ivi concesso dalla concedente all'affittuaria (con decorrenza dalla data di efficacia del contratto, 1 ottobre 2019), ed a miglior precisazione dei contenuti del primo comma del medesimo articolo, si precisa che: *«tutti i crediti maturati in favore della Concedente ante affitto di azienda (1 ottobre 2019) restano di pertinenza del Fallimento, che avrà diritto di riscuoterli e/o al relativo rimborso da parte dell'Affittuaria, ove incassati da quest'ultima in forza del mandato qui revocato in quanto non opponibile al Fallimento»;*
- l'art. 3, rubricato "Durata e canone", primo comma, è così sostituito: *«il contratto avrà durata sino al 31 dicembre 2020 e, qualora non sia data disdetta scritta con preavviso di 30 (trenta) giorni dall'una all'altra parte, si intenderà prorogato di ulteriori 12 (dodici) mesi»;*
- a parziale rettifica dell'art. 3, secondo comma: *«il canone di Euro 60.000,00 (sessantamila) oltre Iva verrà corrisposto in 12 (dodici) rate mensili anticipate»;* mentre vengono espunti il terzo e quarto comma, perché non rispondenti ad esigenze attuali e/o comunque non compatibili con l'intervenuto fallimento della concedente;
- l'art. 5, rubricato "Gestione da parte dell'Affittuaria", primo comma, secondo periodo, è così sostituito: *«Al momento dello scioglimento del Contratto, la Concedente avrà opzione di acquistare dall'Affittuaria, che sarà tenuta a vendere al valore netto di libro, i beni strumentali*

*acquistati dall’Affittuaria per l’Azienda in sostituzione di quelli usati, ove funzionali ai contratti in corso»;*

- *l’art. 5, ultimo comma, terzo periodo, è così sostituito: «in ossequio a quanto previsto dall’art. 104 bis l.f. ultimo comma, in ipotesi di retrocessione dell’Azienda alla Concedente (oggi in fallimento), dei debiti maturati sino alla retrocessione e per tutta la durata del Contratto sarà esclusivamente responsabile l’Affittuaria (la quale terrà dunque indenne la Concedente), in espressa deroga a quanto previsto dagli artt. 2112 e 2560 c.c.»;*
- *l’art. 6, rubricato “Garanzie ed indennizzi”, viene così integralmente sostituito: «L’Azienda è assunta in affitto nello stato di fatto e diritto in cui si trova, ben noto all’Affittuaria, senza alcuna garanzia da parte della Concedente oggi in fallimento»;*
- *l’art. 7, rubricato “Rapporti di lavoro”, secondo comma, viene così sostituito: «fermo quanto previsto a rettifica dell’art. 5, ultimo comma, terzo periodo, sopra riportato, si precisa – ad ulteriore integrazione – che restano in capo alla Concedente i debiti maturati nei confronti dei dipendenti sino all’efficacia del Contratto (1° ottobre 2019), mentre gravano in via esclusiva sull’Affittuaria quelli maturati successivamente»;*
- *l’art. 10, “Prelazione”, è abrogato e sostituito dal seguente: «Proposta irrevocabile di acquisto dell’Azienda, Diritto di Prelazione, Impegno a partecipare alle procedure competitive ex artt. 104 ter e 105 l.f.: l’Affittuaria si impegna irrevocabilmente a partecipare alle procedure competitive che verranno indette dalla Concedente ex artt. 104 ter e 105 l.f. per la cessione dell’Azienda, ove il “prezzo base” corrisponda al “prezzo offerto” dall’Affittuaria. A tal fine, l’Affittuaria si impegna a presentare offerta irrevocabile di acquisto (cauzionata, per importo corrispondente al 10% del “prezzo offerto”, e garantita, quanto al saldo del “prezzo offerto”) dell’Azienda entro e non oltre il 30 aprile 2020 ed a retrocedere l’azienda in ipotesi di aggiudicazione a terzi entro 30 giorni dall’aggiudicazione a semplice richiesta della Concedente anche prima della scadenza del Contratto come qui rettificata. Condizionatamente a quanto precede la Concedente concede diritto di prelazione all’Affittuaria a parità di condizioni, da esercitarsi nei termini ed alle condizioni di cui all’art. 104 bis, quinto comma, l.f. da intendersi qui richiamato»;*
- *l’art. 12, rubricato “Risoluzione delle controversie”, viene così sostituito: «Ogni controversia che eventualmente dovesse sorgere tra le parti in ordine ai rapporti nascenti dal Contratto sarà devoluta in via esclusiva al Tribunale di Milano»;*

Le modifiche più importanti, ai fini delle conclusioni esposte nel presente elaborato, riguardano da un lato la durata del contratto di affitto che viene ridotta in modo sensibile, fissandola al 31/12/2020 con proroga tacita di ulteriori 12 mesi salvo disdetta di una delle parti, e dall’altro l’impegno assunto dall’Affittuaria di formulare un’offerta irrevocabile di acquisto entro e non oltre il 30/04/2020.

Le modifiche proposte sono state accettate dalla curatela con comunicazione del 6 marzo 2020 la quale ha nel contempo comunicato il subentro nel contratto il tutto previa autorizzazione del G.D. in data 4 marzo.

A dicembre 2020 il contratto di affitto di azienda si è rinnovato fino al 31/12/2021 con l'accoglimento da parte di Italia Classica di alcune condizioni poste dalla curatela, volte a dare maggiore certezza all'incasso dei canoni di affitto:

- rilascio di una fideiussione personale da parte del sig. Maranghi, a garanzia del futuro regolare adempimento delle obbligazioni di pagamento dei canoni alle scadenze previste nel relativo contratto, sino alla concorrenza di € 36.600,00, corrispondenti a n. 6 (sei) mensilità, al lordo di IVA;
- rilascio di un'autorizzazione alla delegazione di pagamento, in favore del Fallimento, delle somme dovute all'affittuaria dell'azienda da Sky Italia S.r.l. in forza dei rapporti contrattuali in essere (contratto di licenza, di playout e di concessione pubblicitaria e successivi rinnovi), in ipotesi di mancato pagamento dei canoni alla scadenza.

## **5. L'AZIENDA OGGETTO DEL CONTRATTO DI AFFITTO**

Tenuto conto che oggetto del presente elaborato è la formulazione una valutazione di mercato dell'azienda oggi concessa in affitto a Italia Classica S.r.l. al fine di fornire agli organi della procedura fallimentare, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 L.F. si rende necessario identificare con precisione la consistenza dell'azienda oggetto dello stesso.

Il contratto identifica l'Azienda limitandosi ad indicare che la concedente è *“principalmente attiva nella realizzazione attiva nella realizzazione, distribuzione e sfruttamento di programmi radiofonici e televisivi nonché nell'acquisizione, sfruttamento e commercializzazione dei connessi diritti di proprietà intellettuale, nell'attività di ideazione e d'intermediazione pubblicitaria e, infine, nella realizzazione, gestione, reperimento e coordinamento di sponsorizzazioni sempre relative*



alle attività sopra indicate (di seguito **azienda**)” e che l’Azienda è “costituita dai seguenti elementi:

- *dagli arredi e dagli altri beni strumentali di proprietà della Concedente individuati nell’allegato B;*
- *dai rapporti di lavoro con tutti i dipendenti, come indicati nell’allegato C;*
- *dai contratti e licenze, ivi incluso il contratto di locazione in data ;*
- *dalla disponibilità dell’immobile condotto in locazione in forza del contratto indicato nell’allegato 3;*
- *dalla documentazione afferente l’Azienda (in copia o originale), disponibile presso la sede e le unità locali della Concedente.”*

A seguito delle modifiche al contratto di affitto di azienda è emerso un quadro più definito dell’azienda concessa in affitto. **La stessa è titolare dell’emittente televisiva italiana interamente dedicata alla musica classica denominata Classica HD, in onda sul canale 136 della piattaforma Sky Italia ed è composta da quell’insieme di beni, persone e contratti che permettono la messa in onda di tale programma. Classica HD trasmette ininterrottamente ogni giorno 24 ore su 24, con un palinsesto che abbraccia opere liriche, concerti, musica da camera, danza classica e moderna, approfondimenti, documentari, film, speciali, jazz, musica di confine e molto altro ancora.**

Nello specifico compongono l’azienda i seguenti beni e rapporti:

- n. 7 rapporti di lavoro dipendente così come individuati nell’elenco allegato al contratto;
- le Immobilizzazioni Materiali e Immateriali risultanti dalla contabilità e dal libro cespiti aggiornato al 30/09/2019, data di stipula del contratto di affitto di azienda;

- il contratto di locazione e gli altri contratti in essere alla data della stipula del contratto di locazione.

Le merci di magazzino individuate nell'allegato al contratto di affitto sono risultate depositate in parte presso il magazzino in locazione sito in Milano via Amundsen n. 5 ed in parte presso terzi fornitori. Il contratto prevede la facoltà dell'affittuaria di *“rilevare di volta in volta secondo le necessità eventuali rimanenze esistenti alla data di Efficacia del Contratto per il prezzo pari al valore di carico della concedente”*.

Tra i beni che compongono l'azienda bisogna dare particolare risalto alla library dei programmi di proprietà (in uso perpetuo) e di quelli concessi in uso per un periodo definito che, insieme alle produzioni realizzate dalla società, vanno a costituire le componenti di maggior rilievo del patrimonio dell'azienda. Tale aspetto, non evidenziato in modo preciso nel contratto di affitto di azienda, è stato oggetto di approfondimento da parte del curatore anche ai fini della predisposizione dell'inventario redatto in data 24 giugno 2020 alla presenza del Cancelliere dott.ssa Roberta Rocchè e che si allega alla presente relazione. L'affittuaria ha confermato che, come risulta dai contratti in essere con Sky, *“tutti i materiali di programmazione sono conservati presso la sede di SKY ITALIA SRL in Via Monte Penice 7 – Milano”*.

Non risultano intestati alla società fallita marchi registrati, ma la stessa ha da sempre utilizzato il segno distintivo (marchio non registrato) “Classica Italia” e “Classica HD e sono alla stessa riconducibili il dominio **mondoclassica.it** e il sito web [www.mondoclassica.it](http://www.mondoclassica.it).

Infine, come già evidenziato in precedenza, l'Autorizzazione per la diffusione via satellite di programmi televisivi (programma Classica HD) è intestata alla società affittuaria Italia Classica S.r.l. in forza di delibera dell'Autorità per le Garanzie delle comunicazioni – AGICOM n. 486/19/CONS del 16/12/2019. Con la revisione del

contratto di affitto di azienda l'affittuaria si è impegnata, nell'ipotesi di cessione dell'azienda a terzi nell'ambito delle procedure competitive, a mettere a disposizione del Fallimento e per esso del terzo aggiudicatario, la suddetta autorizzazione, a fronte del rimborso delle spese pari a euro 6.026,96.

A completamento del quadro si ricorda che l'edizione televisiva del programma Classica HD va in onda sul canale 136 della piattaforma Sky in forza del contratto in essere fino al 31/12/2020, contratto che garantisce un diritto fisso annuale di euro 800.000,00 con un costo fisso annuale per le attività di play out poste in essere sempre da Sky di euro 160.000,00. Sky si occupa anche della raccolta pubblicitaria in forza di un contratto stipulato in 12/10/2017 e prorogato dalle parti fino al 31/12/2020 con esclusione dell'ipotesi di tacito rinnovo. In forza di tale contratto Gestione Televisiva in bonis ha affidato in esclusiva a Sky Italia la vendita di tutta la pubblicità del canale; sulla base di tale contratto l'Editore (Italia Classica) ha diritto di ricevere dalla Concessionaria (Sky Italia) un importo pari al 70% dei corrispettivi della pubblicità venduta, al netto delle Commissioni di Agenzia del 15%. La Concessionaria ha invece diritto ad un importo pari al 30% dei Corrispettivi al netto delle Commissioni di Agenzia.

Ad inizio 2021 i contratti stipulati con Sky Italia ("minimo garantito", "play out" e "raccolta pubblicitaria"), e in scadenza a fine 2020, sono stati rinnovati fino al 31/12/2021, alle medesime condizioni economiche ma con l'inserimento di una definizione più puntuale delle condizioni alle quali il Licenziante potrà cedere la licenza senza che Sky quale Licenziatario possa esercitare la facoltà di recesso. La nuova clausola del contratto se da un lato ha reso meno soggettiva la facoltà di Sky di recedere dal contratto in caso di cessione della licenza, dall'altro prevede un elenco puntuale e

abbastanza restrittivo dei soggetti a favore dei quali può essere trasferita la licenza senza che Sky possa esercitare la facoltà di recesso.

Come previsto dal contratto modificato, Italia Classica ha formulato in data 29/04/2020 una proposta irrevocabile per l'acquisto dell'azienda ad un corrispettivo di euro 60.000,00, proposta che deve intendersi irrevocabile per un periodo di 120 giorni, con impegno a partecipare alla procedura competitiva per la cessione dell'azienda alle condizioni di cui all'art 10 del contratto di affitto di azienda.

Lo scrivente si riserva di formulare un giudizio su tale proposta nelle conclusioni del presente elaborato.

Con comunicazione in data 17 dicembre 2020 l'affittuaria Italia Classica ha formulato una proposta migliorativa per l'acquisto dell'azienda offrendo l'importo € 90.000,00.

## **6. ANALISI DEI METODI DI VALUTAZIONE**

Il primo problema da affrontare in sede di valutazione d'azienda è quello relativo alla scelta del metodo di valutazione, considerata la realtà dell'azienda che si intende valutare, le finalità per cui viene richiesta la valutazione, le specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima e le informazioni disponibili per la valutazione.

I principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed usati nella prassi possono essere ricondotti alle seguenti categorie:

- Metodi patrimoniali
- Metodi reddituali
- Metodi finanziari
- Metodi misti

- Metodi Empirici

Prima di procedere ad una breve rassegna sul contenuto e le caratteristiche dei vari metodi, si ricorda che nel processo di valutazione assume spesso particolare importanza la componente denominata "avviamento". Numerose sono infatti le componenti immateriali che non trovano adeguata rappresentazione nei bilanci aziendali (marchi, brevetti, know-how, immagine, quote di mercato, organizzazione, ecc.) e fra esse l'avviamento, che costituisce la capacità di produrre reddito contemplando sinergicamente tutte le componenti materiali ed immateriali dell'azienda stessa.

L'avviamento è quindi un valore che viene generalmente riconosciuto a chi ha investito nel tempo risorse e capitalizzato energie, per portare l'azienda ad un certo livello di funzionamento. A volte esso viene semplicemente inteso come un concetto sostitutivo delle componenti immateriali dell'azienda (es. marchi ed immagine), altre volte, più correttamente, viene invece considerato distintamente.

L'avviamento può avere segno positivo (nel qual caso si parla anche di goodwill) o negativo (nel cui caso si parla di badwill), quando la redditività prospettica non è tale da garantire un'adeguata remunerazione del capitale investito.

Come vedremo più avanti, diversi sono gli approcci che i vari metodi prevedono nella valorizzazione dell'avviamento.

### ***6.1 Metodi patrimoniali***

Definiscono il valore di un'azienda come il risultato di una valutazione a "valore di mercato" o "valore corrente", in ipotesi di continuità della gestione, di tutte le attività (materiali ed immateriali, nei casi in cui siano determinabili singolarmente) debitamente diminuite di tutte le passività; tali metodi implicano un processo di attualizzazione di tutti i valori monetari significativi, non scaduti al momento del calcolo.

Nella pratica operativa, i metodi patrimoniali sono utilizzati con diverse varianti che possono fare ricorso, nella stima analitica del valore delle singole componenti individuate (cespiti, crediti, beni immateriali o altro), a metodologie di calcolo finanziarie, reddituali, di mercato o puramente contabili, per cui la dizione di metodo patrimoniale può spesso risultare impropria. Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale dell'azienda, con particolare riferimento alle aziende a prevalenza patrimoniale, quale il caso delle Holding o delle immobiliari.

## ***6.2 Metodi reddituali***

Ravvisano nella capacità di reddito l'elemento fondamentale della valutazione e basano il calcolo sulla capitalizzazione ad una data del flusso prospettico di redditi attesi. Concettualmente validi, tali metodi non possono considerarsi idonei quando la dimensione e la struttura del patrimonio siano elementi troppo rilevanti per poter essere trascurati. Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

### ***6.3 Metodi finanziari***

Si basano sulla capitalizzazione del valore attuale dei flussi monetari attesi dalla gestione aziendale. Ogni attività economica, così come ogni bene patrimoniale materiale o immateriale suscettibile di essere scambiato, genera in un dato orizzonte temporale flussi finanziari correlati sia ai fenomeni economici (costi e ricavi dell'attività), sia a fenomeni esclusivamente patrimoniali o finanziari (investimenti/disinvestimenti, prestiti/rimborsi, ecc.).

L'attualizzazione dei flussi finanziari attesi da un investimento (entrate al netto delle uscite), nell'arco della sua vita, costituisce perciò la migliore rappresentazione del suo effettivo valore. Anche in questo caso, l'avviamento si ottiene indirettamente come differenza tra valore di capitalizzazione dei flussi attualizzati e quello del patrimonio netto contabile rettificato. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

### ***6.4 Metodi misti***

Tali metodi uniscono gli aspetti fondamentali dei procedimenti patrimoniali e reddituali, dando così luogo ad un risultato finale legato ai principi di calcolo di entrambi. Essi considerano, perciò, simultaneamente la dimensione, la struttura del patrimonio

dell'azienda e la redditività, determinata tenendo conto del trend storico e prospettico. In questo modo i metodi misti tentano di mediare tra vantaggi e svantaggi dei metodi reddituali e patrimoniali sopra delineati.

Il concetto di avviamento è generalmente incluso nei metodi misti e risulta calcolato, a seconda dei casi, in via indiretta (differenza fra valore finale e Patrimonio Netto) o diretta (con la capitalizzazione, ad esempio, di un sovra - reddito atteso rispetto ad investimenti alternativi, tenuto conto del rischio specifico dell'investimento).

I metodi misti patrimoniali – reddituali costituiscono una sintesi tra i due procedimenti sopra descritti, basati appunto sul patrimonio e sul reddito, e consentono, di norma, un minore grado incertezza e soggettività contemplando entrambe le componenti dell'azienda, quella appunto patrimoniale e reddituale.

Il metodo misto è essenzialmente composto da due metodologie:

- il metodo del valore medio: che valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento patrimoniale e di quello reddituale
- il metodo della stima autonoma dell'avviamento: che valuta l'azienda attualizzando il sovra reddito o con le formule della rendita perpetua o con la formula della rendita a durata limitata, aggiungendo il valore del patrimonio netto rettificato.

### ***6.5 Metodi empirici***

I metodi empirici trovano notevole applicazione nella prassi professionale, costituiscono un insieme di regole di esperienza ispirate al mercato ed al settore nel quale l'azienda oggetto di stima opera.

Sono infatti regole basate sull'evidenza e l'osservazione di alcune analogie di valore.



La prassi professionale utilizza spesso tali metodi per le piccole e medie aziende che non sono modelli teorizzati ma piuttosto formule matematiche basate su fattori e variabili aziendali. Sono frequentemente utilizzati dai valutatori esterni che non dispongono di informazioni sufficienti per condurre analisi complete.

### ***6.6 L'attendibilità dei metodi***

La dottrina aziendale reputa difficile stabilire una precisa graduatoria di validità dei metodi atti a definire il valore del capitale economico, valida in assoluto, indipendentemente dalle finalità per cui è eseguita la stima e dalle caratteristiche della realtà economica in esame. L'esperienza insegna che nel passaggio da ipotesi astratte all'analisi di situazioni concrete, il processo valutativo deve infatti basarsi sull'attendibilità e bontà delle informazioni, nonché sulla considerazione dello specifico contesto di riferimento.

Volta per volta si dovrà quindi procedere all'analisi della specifica realtà oggetto di valutazione, al fine di individuare la metodologia che meglio si presta ad apprezzarne gli aspetti peculiari, i punti di forza e quelli di debolezza.

Nel caso in esame si tratta di valutare l'azienda posseduta da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo. Il processo di valutazione attuato dallo scrivente ha subito una limitazione dagli elementi documentali che ha potuto analizzare.

## **7. IL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO**

Come meglio illustrato nella parte finale del precedente capitolo, non esiste in astratto un metodo migliore per la valutazione di una realtà aziendale. Di volta in volta

si devono esaminare le caratteristiche specifiche dell'oggetto di analisi, ed individuare quindi la metodologia ritenuta più appropriata.

Scopo del presente lavoro è quello di giungere alla determinazione del valore di mercato dell'azienda posseduta da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo. Tale valutazione quindi va a beneficio della curatela che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esigibile nell'ambito di una procedura di vendita competitiva. Ciò anche al fine di verificare la congruità del prezzo proposto dall'attuale conduttore del contratto di affitto d'azienda Italia Classica S.r.l.

È importante sottolineare come la valutazione dello scrivente subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e dai dati analitici che ha potuto acquisire.

Stante la continuità aziendale data dall'attuale affitto d'azienda si ritiene di poter valutare la stessa in una prospettiva di continuità.

In tale contesto si precisa nuovamente che lo scrivente non dispone di dati prospettici da utilizzare nella valutazione ma solo di serie di dati storici che riguardano la società prima di essere dichiarata fallita.

Si è ritenuto quindi di basare la presente valutazione sui dati economici storici di Gestione Televisiva s.r.l. (già Classica Italia) in bonis, in particolare sui dati economici del periodo 2015 – 2018, estrapolati dai dati contabili e dai bilanci della società fallita in un'ipotesi di continuità.

In relazione a ciò e a quanto illustrato nelle premesse si ritiene che il metodo empirico utilizzato normalmente per la valutazione delle aziende editoriali sia quello che meglio permette di approssimare la stima del valore di questa azienda, determinato quindi sulla

base della ponderazione di una serie di fattori: il fatturato per la messa in onda dei programmi, il fatturato per la pubblicità e gli eventi promozionali e le perdite operative. L'algoritmo di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questa accezione è il seguente:

$$VA = a * F + b_1 * P_1 + b_2 * P_2 - c * R$$

dove

VA = Valore autonomo dell'capitale economico;

F = fatturato medio annuo per la messa in onda delle trasmissioni;

P<sub>1</sub> = Fatturato medio annuo per la pubblicità nazionale e degli eventi promozionali;

P<sub>2</sub> = Fatturato medio annuo per la pubblicità locale;

R = livello medio delle perdite operative:

a, b<sub>1</sub>, b<sub>2</sub>, c = parametri da applicare alle variabili sopra indicate.

La formula valutativa sopra indicata è stata poi semplificata per tener conto delle specifiche caratteristiche della realtà oggetto di analisi, ed in particolare la considerazione di un'unica tipologia di ricavi pubblicitari, quella nazionale. Non risulta infatti prevista una raccolta di pubblicità locale data la vocazione nazionale del canale televisivo.

Quindi la formula adattata è al seguente:

$$VA = a * F + b_1 * P_1 - c * R$$

dove

F = fatturato medio annuo per la messa in onda delle trasmissioni;

P<sub>1</sub> = Fatturato medio annuo per la pubblicità e gli eventi promozionali;

R = livello medio delle perdite operative;

a = parametro pari solitamente a 1;

b<sub>1</sub> = parametro tendenzialmente oscillante tra 1 e 3;

$c$  = parametro tendenzialmente oscillante tra 3 e 5.

Tale formula si ricorda essere quella che la pratica professionale ha individuato essere quella più adatta alla valutazione delle aziende editoriali, a cui possono essere assimilate le aziende televisive di cui si tratta.

Come detto i metodi basati su indicatori empirici traggono origine essenzialmente dalla migliore pratica operativa, che tramite la considerazione congiunta di elementi teorici ispirati alle tecniche valutative aziendali, di elementi pratici derivanti dalle transazioni effettuate sul mercato, di indicatori fornite dagli operatori del settore, di elementi derivanti da moltiplicatori e indicatori desumibili da aziende quotate, giungono ad identificare formule sintetiche di valutazione.

L'analisi della formula evidenzia che il valore dell'azienda è funzione tanto dei ricavi di diffusione quanto da quelli della pubblicità e degli eventi promozionali, opportunamente rettificati per tener conto di eventuali perdite "operative".

Il fatturato derivante dalla diffusione è una componente da considerare nel caso in cui la gestione dell'azienda consenta effettivamente il realizzo di tali tipologie di ricavi, che nel caso di specie, come vedremo, rappresentano la componente principale.

Il fatturato pubblicitario è invece una componente particolarmente rilevante in quanto testimonia l'interesse commerciale per l'azienda da parte degli "inserzionisti", e deriva dall'effetto combinato di varie componenti, quali il numero di telespettatori, la qualità dei contenuti, il regime di concorrenza in cui opera l'azienda e l'andamento dell'economia.

Per quanto riguarda le perdite operative, la loro considerazione quale rettifica dei componenti positivi ricompresi nei ricavi caratteristici, si fonda sull'idea che a fronte di perdite operative sia necessario il sostenimento di costi di ristrutturazione per riportare l'azienda ad una situazione di equilibrio economico.

Nel prosieguo, dopo una breve analisi dei bilanci raffrontati della Gestione Televisiva “in bonis”, si procederà ad individuare tali componenti oltre ai fattori moltiplicativi di correzione.

## **8. IL VALORE DELL’AZIENDA SULLA BASE DEL METODO EMPIRICO**

Con l’intento di pervenire alla valutazione dell’azienda si procederà come segue:

- Analisi dei bilanci;
- La normalizzazione dei risultati;
- Individuazione delle variabili e dei parametri alla base del metodo di valutazione adottato;
- La determinazione del valore dell’azienda.

### ***8.1 Analisi dei bilanci***

Il primo passaggio riguarda l’analisi dei bilanci d’esercizio della società fallita posti a confronto per il periodo 2015 – 2018, escludendo il 2019, esercizio nel corso del quale è stato stipulato il contratto di affitto d’azienda e nel corso del quale è intervenuta la dichiarazione di fallimento.

FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL				
ATTIVITA'	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Costi impianto e ampliamento	€ 5.950,00	€ 5.950,00	€ 5.950,00	€ 5.950,00
F.do amm. Costi impianto	-€ 5.950,00	-€ 5.950,00	-€ 5.950,00	-€ 5.950,00
Costi impianto e ampliamento	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00	€ 0,00
Costi di sviluppo	€ 197.914,00	€ 186.573,00	€ 186.573,00	€ 186.573,00
F.do amm. Costi di sviluppo	-€ 188.841,00	-€ 181.973,00	-€ 177.373,00	-€ 171.325,00
Costi di sviluppo	€ 9.073,00	€ 4.600,00	€ 9.200,00	€ 15.248,00
Diritti su programmi	€ 1.266.713,00	€ 1.243.113,00	€ 1.217.910,00	€ 1.198.409,00
Diritti Unitel	€ 422.000,00	€ 422.000,00	€ 422.000,00	€ 422.000,00
Software	€ 255.620,00	€ 246.973,00	€ 221.240,00	€ 217.241,00
F.do amm. Diritti su programmi	-€ 1.110.337,00	-€ 1.074.877,00	-€ 1.030.127,00	-€ 984.618,00
F.do amm. Diritti Unitel	-€ 422.000,00	-€ 422.000,00	-€ 422.000,00	-€ 422.000,00
F.do amm. Software	-€ 229.263,00	-€ 209.871,00	-€ 184.282,00	-€ 162.780,00
Diritti di brevetto	€ 182.733,00	€ 205.338,00	€ 224.741,00	€ 268.252,00
Cessione diritti (introductori)	€ 1.246.766,00	€ 1.239.490,00	€ 1.229.175,00	€ 1.211.369,00
F.do amm. Concessioni e lic.	-€ 392.907,00	-€ 374.124,00	-€ 355.707,00	-€ 337.805,00
F.do Svalutazione	-€ 633.119,00	-€ 633.119,00	-€ 633.119,00	-€ 633.119,00
Concessioni e licenze	€ 220.740,00	€ 232.247,00	€ 240.349,00	€ 240.445,00
Avviamento per conferimento	€ 350.000,00	€ 350.000,00	€ 350.000,00	€ 350.000,00
F.do amm. Avviamento	-€ 256.795,00	-€ 233.450,00	-€ 210.105,00	-€ 186.760,00
Avviamento	€ 93.205,00	€ 116.550,00	€ 139.895,00	€ 163.240,00
Oneri e migliorie beni di terzi	€ 44.910,00	€ 44.910,00	€ 44.910,00	€ 44.910,00
Oneri pluriennali diversi	€ 338.672,00	€ 338.672,00	€ 338.672,00	€ 338.672,00
Diritti di entrata	€ 1.775.700,00	€ 1.775.700,00	€ 1.305.700,00	€ 1.185.700,00
Edizioni e lavorazioni programmi	€ 4.010.760,00	€ 3.976.198,00	€ 3.809.935,00	€ 3.483.327,00
Sfruttamento diritti in perpetuo	€ 1.450.000,00	€ 500.000,00		
F.do amm. Oneri e migliorie beni di terzi	-€ 44.893,00	-€ 44.426,00	-€ 43.960,00	-€ 43.493,00
F.do amm. Oneri pluriennali diversi	-€ 338.672,00	-€ 338.672,00	-€ 338.672,00	-€ 338.672,00
F.do amm. Diritti di entrata	-€ 459.685,00	-€ 396.025,00	-€ 349.865,00	-€ 309.705,00
F.do Svalutaz. Diritti di entrata	-€ 311.225,00	-€ 311.225,00	-€ 311.225,00	-€ 311.225,00
F.do amm. Edizioni e lavorazioni programmi	-€ 2.241.735,00	-€ 2.001.084,00	-€ 1.750.125,00	-€ 1.512.161,00
F.do Svalutaz. Edizioni e lavorazioni programmi	-€ 622.230,00	-€ 622.230,00	-€ 622.230,00	-€ 622.230,00
F.do amm. Sfruttamento diritti in perpetuo	-€ 97.500,00	-€ 25.000,00		
	€ 3.504.102,00	€ 2.896.818,00	€ 2.083.140,00	€ 1.915.123,00
<b><u>Immobilizzazioni immateriali</u></b>	<b>€ 4.009.853,00</b>	<b>€ 3.455.553,00</b>	<b>€ 2.697.325,00</b>	<b>€ 2.602.308,00</b>
Impianti Specifici	€ 14.141,00	€ 14.141,00	€ 14.141,00	€ 14.141,00
F.do Impianti Specifici	-€ 14.141,00	-€ 14.141,00	-€ 14.141,00	-€ 14.141,00
Impianti e Macchinari	€ -	€ -	€ -	€ -
Attr. Ind.e comm.	€ 107.075,00	€ 106.650,00	€ 106.650,00	€ 106.650,00
F.do amm. Attr. Ind. e comm	-€ 106.693,00	-€ 103.170,00	-€ 96.210,00	-€ 89.250,00
Attr. Ind.e comm.	€ 382,00	€ 3.480,00	€ 10.440,00	€ 17.400,00
Mobili e arredi	€ 20.353,00	€ 20.353,00	€ 20.353,00	€ 18.387,00
F.do amm. Mobili e Arredi	-€ 18.632,00	-€ 18.317,00	-€ 17.851,00	-€ 17.089,00
Macchine ufficio elettr.	€ 121.721,00	€ 120.798,00	€ 115.538,00	€ 106.111,00
F.do amm. Macchine ufficio elettr.	-€ 107.880,00	-€ 97.359,00	-€ 85.878,00	-€ 74.795,00
Altre Immob. Materiali	€ 15.562,00	€ 25.475,00	€ 32.162,00	€ 32.614,00
<b><u>Immobilizzazioni materiali</u></b>	<b>€ 15.944,00</b>	<b>€ 28.955,00</b>	<b>€ 42.602,00</b>	<b>€ 50.014,00</b>
Skira Classica		€ 263.095,00	€ 131.413,00	€ 84.254,00
<b><u>Immobilizzazioni finanziarie</u></b>	<b>€ -</b>	<b>€ 263.095,00</b>	<b>€ 131.413,00</b>	<b>€ 84.254,00</b>

Dall'analisi dell'attivo immobilizzato non si rilevano particolari scostamenti nel periodo in esame, ad eccezione dell'investimento effettuato nell'ultimo biennio antecedente il fallimento con riferimento alle Altre Immobilizzazioni Immateriali denominate "Diritti di entrata" e "Sfruttamento diritti in perpetuo". L'incremento relativo alla voce dei "Diritti di entrata" si è manifestato nel 2017 ed è riconducibile all'acquisto in via definitiva dei diritti di sfruttamento delle opere audiovisive licenziate con il contratto stipulato nel 2009 tra la fallita e la società Codice Atlantico s.r.l.

Invece l'incremento della posta "Sfruttamento diritti in perpetuo" per un importo pari a euro 1.450.000 si riferisce alla cessione intervenuta nel 2018 a seguito della quale la controllante MP1 S.r.l. ha trasferito alla fallita una serie di programmi di propria produzione.

I contenuti di cui alle transazioni citate rientrano nel patrimonio dell'azienda oggetto di valutazione e sono stati oggetto di inventario da parte della curatela ma non saranno oggetto di autonoma valutazione da parte dello scrivente.

FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL				
ATTIVITA'	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Prodotti finiti e merci	€ 115.440,00	€ 195.046,00	€ 167.695,00	€ 173.015,00
<b>Rimanenze</b>	€ 115.440,00	€ 195.046,00	€ 167.695,00	€ 173.015,00
Crediti vs. clienti entro es. successivo	€ 1.823.114,00	€ 2.538.168,00	€ 2.782.006,00	€ 2.215.836,00
Crediti vs. clienti oltre es. successivo				
Crediti vs. impr. controllate. entro es. succ.	€ 66.521,00	-€ 59.768,00	€ 180.490,00	€ 213.974,00
Crediti tributari entro es. successivo	€ 238.105,00			
Crediti tributari entro es. successivo				
Crediti tributari oltre es. successivo				
Accounti a fornitori		€ 806.760,00	€ 372.710,00	€ 349.349,00
Imposte anticipate	€ 32.175,00	€ 32.175,00	€ 32.175,00	€ 47.241,00
Verso altri entro es. successivo	€ 24.416,00	€ 6.486,00	€ 5,00	€ 5,00
Verso altri oltre es. successivo	€ 2.403,00	€ 2.403,00	€ 2.403,00	€ 2.403,00
<b>Totale crediti</b>	€ 2.186.734,00	€ 3.326.224,00	€ 3.369.789,00	€ 2.828.808,00
Depositi bancari e postali	€ 7.126,00	€ 121.685,00	€ 654,00	-€ 746.589,00
Assegni				
Denaro in cassa	€ 583,00	€ 1.427,00	€ 167,00	€ 138,00
<b>Liquidità</b>	€ 7.709,00	€ 123.112,00	€ 821,00	-€ 746.451,00
Ratei e risconti	€ 610.650,00	€ 423.085,00	€ 397.189,00	€ 161.875,00
<b>Ratei e risconti</b>	€ 610.650,00	€ 423.085,00	€ 397.189,00	€ 161.875,00
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	€ 6.946.330,00	€ 7.815.070,00	€ 6.806.834,00	€ 5.153.823,00

FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL				
PASSIVITA'	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Capitale sociale	€ 50.000,00	€ 50.000,00	€ 50.000,00	€ 50.000,00
Riserva da sovrapprezzo delle azioni	€ 310.200,00	€ 310.200,00	€ 310.200,00	€ 310.200,00
Riserva legale	€ 3.000,00	€ 3.000,00	€ 3.000,00	€ 3.000,00
Riserva straordinaria o facoltativa	€ 1.227.144,00	€ 1.227.144,00	€ 827.144,00	€ 827.144,00
Diff. Arr. All'unità di Euro				
Utile (perdita) portati a nuovo	-€ 262.695,00	-€ 22.024,00	-€ 24.207,00	€ 9.895,00
Utile (perdita) dell'esercizio	-€ 915.752,00	-€ 240.671,00	€ 2.183,00	-€ 34.102,00
<b>Patrimonio netto</b>	€ 411.897,00	€ 1.327.649,00	€ 1.168.320,00	€ 1.166.137,00
Per trattamento di quiescenza				
Altri				
<b>Fondi rischi e oneri</b>	€ -	€ -	€ -	€ 16.000,00
<b>Trattamento di fine rapporto lav. Sub.</b>	€ 93.432,00	€ 78.797,00	€ 138.305,00	€ 138.947,00
Obbligazioni esigibili entro l'esercizio succ.				
Debiti vs. banche entro es. successivo				
Debiti vs. banche oltre es. successivo	€ 749.097,00	€ 713.809,00	€ 831.200,00	€ 47.567,00
Debiti vs. fornitori entro es. successivo	€ 2.030.799,00	€ 2.418.335,00	€ 1.909.927,00	€ 1.677.936,00
Debiti vs. imp. controllate entro es. succ.	€ 89.065,00	€ 99.056,00		
Debiti tributari entro es. successivo	€ 3.081.094,00	€ 2.633.532,00	€ 2.260.745,00	€ 1.671.161,00
Debiti vs. istituti previd. Entro es. succ.	€ 204.940,00	€ 278.022,00	€ 296.519,00	€ 288.984,00
Altri debiti esigibili entro es. succ.	€ 134.562,00	€ 129.942,00	€ 100.131,00	€ 52.910,00
Altri debiti esigibili oltre es. succ.	€ 74.982,00	€ 56.361,00	€ 94.516,00	€ 86.700,00
<b>Debiti</b>	€ 6.364.539,00	€ 6.329.057,00	€ 5.493.038,00	€ 3.825.258,00
<b>Ratei e risconti passivi</b>	€ 76.462,00	€ 79.567,00	€ 7.171,00	€ 7.481,00
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	€ 6.946.330,00	€ 7.815.070,00	€ 6.806.834,00	€ 5.153.823,00



FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL				
CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	€ 1.853.477,00	€ 2.215.031,00	€ 2.593.383,00	€ 2.799.773,00
Variazioni delle rimanenze	-€ 79.606,00	€ 27.351,00	-€ 5.320,00	-€ 4.255,00
Altri ricavi - altri		€ 124.872,00	€ 684,00	€ 7.820,00
<b>Valore della produzione</b>	<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 2.367.254,00</b>	<b>€ 2.588.747,00</b>	<b>€ 2.803.338,00</b>
<b>Totale ricavi</b>	<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 2.367.254,00</b>	<b>€ 2.588.747,00</b>	<b>€ 2.803.338,00</b>
per materie prime,sussidiarie,di cons.	€ 5.942,00	€ 6.987,00	€ 18.949,00	€ 12.751,00
per servizi	€ 1.210.203,00	€ 1.362.493,00	€ 1.521.092,00	€ 1.664.503,00
per godimento beni di terzi	€ 5.327,00	€ 50.256,00	€ 13.518,00	€ 18.897,00
personale - salari e stipendi	€ 449.823,00	€ 362.612,00	€ 371.764,00	€ 403.284,00
personale - oneri sociali	€ 103.183,00	€ 98.656,00	€ 104.605,00	€ 140.892,00
personale - TFR	€ 21.314,00	€ 23.564,00	€ 27.280,00	€ 28.985,00
personale - altri costi				
Amm. Imm. Immateriali	€ 481.124,00	€ 439.288,00	€ 392.897,00	€ 429.576,00
Amm. Imm. Materiali	€ 14.359,00	€ 18.906,00	€ 18.806,00	€ 18.821,00
Svalutazione dei crediti	€ 313.095,00			
Accantonamenti per rischi		€ 124.940,00		
Oneri diversi di gestione	€ 1.415,00	€ 35.854,00	€ 2.291,00	€ 10.507,00
<b>Costi della produzione</b>	<b>€ 2.605.785,00</b>	<b>€ 2.523.556,00</b>	<b>€ 2.471.202,00</b>	<b>€ 2.728.216,00</b>
<b>Totale costi</b>	<b>€ 2.605.785,00</b>	<b>€ 2.523.556,00</b>	<b>€ 2.471.202,00</b>	<b>€ 2.728.216,00</b>
<b>DIFF. TRA RICAVI E COSTI PRODUZIONE</b>	<b>-€ 831.914,00</b>	<b>-€ 156.302,00</b>	<b>€ 117.545,00</b>	<b>€ 75.122,00</b>
Altri proventi diversi dai precedenti			€ 7.224,00	
Int. e altri oneri - altri	-€ 83.838,00	-€ 80.131,00	-€ 90.490,00	-€ 97.924,00
Utili e perdite su cambi				
<b>Proventi e oneri finanziari</b>	<b>-€ 83.838,00</b>	<b>-€ 80.131,00</b>	<b>-€ 83.266,00</b>	<b>-€ 97.924,00</b>
<b>DIFFERENZA PROVENTI E ONERI</b>	<b>-€ 83.838,00</b>	<b>-€ 80.131,00</b>	<b>-€ 83.266,00</b>	<b>-€ 97.924,00</b>
<b>Rettifiche di valore di att. Finanziarie</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>
<b>Proventi e oneri straordinari</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>
<b>TOTALE ONERI/PROVENTI STRAORD.</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>	<b>€ -</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>-€ 915.752,00</b>	<b>-€ 236.433,00</b>	<b>€ 34.279,00</b>	<b>-€ 22.802,00</b>
Imposte correnti		€ 4.238,00	€ 17.030,00	€ 15.166,00
Imposte differite e anticipate			€ 15.066,00	-€ 3.866,00
<b>Imposte d'esercizio</b>	<b>€ -</b>	<b>€ 4.238,00</b>	<b>€ 32.096,00</b>	<b>€ 11.300,00</b>
<b>UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO</b>	<b>-€ 915.752,00</b>	<b>-€ 240.671,00</b>	<b>€ 2.183,00</b>	<b>-€ 34.102,00</b>

Da una sommaria analisi del raffronto dei valori di Conto Economico nel periodo 2015 – 2018 si rileva un costante calo del valore della produzione, dove ha inciso in misura significativa la revisione del contratto con Sky Italia per quanto al compenso fisso riconosciuto per la trasmissione del programma sulla piattaforma digitale sul canale 136. Come già anticipato infatti, nel 2017 la revisione del contratto ha portato ad una riduzione di tale compenso fisso annuo da euro 1.420.000,00 a euro 800.000,00.

A fronte di tale riduzione la società ha posto in essere una politica di contenimento dei costi ma non tale da compensare il minor compenso percepito da Sky.

## ***8.2 Normalizzazione del risultato operativo***

In funzione di quanto sopra esposto, al fine di pervenire alla determinazione del risultato operativo normalizzato, lo scrivente ha ritenuto di depurare il conto economico degli esercizi antecedenti il 2018 dei maggiori compensi percepiti e versati a SKY Italia, allineando quindi tali esercizi alla riduzione imposta da Sky Italia nel 2017 (a valere dal 2018), Si è quindi considerato tra i ricavi un compenso fisso annuo di euro 800.000,00, rispetto agli iniziali 1.420.000,00 euro, quindi con una differenza negativa di circa 620.000,00 euro ed un costo annuo di play out di 150.000,00 euro rispetto ai precedenti 220.000,00 euro, quindi con una differenza positiva di circa 70.000 euro.

Sono inoltre stati esclusi quei componenti positivi e negativi di reddito che negli esercizi in esame, per quanto ricompresi nel risultato operativo, hanno rappresentato elementi non ripetitivi, determinati da circostanze particolari, quali ad esempio la svalutazione dei crediti, gli accantonamenti per rischi e le sopravvenienze attive; quindi non utili ai fine della presente valutazione del risultato operativo normalizzato.

FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL					
CONTO ECONOMICO	VALORE MEDIO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ricavi delle vendite e delle prestazioni		€ 1.853.477,00	€ 1.595.035,00	€ 1.973.387,00	€ 2.179.777,00
Variazioni delle rimanenze		-€ 79.606,00	€ 27.351,00	-€ 5.320,00	-€ 4.255,00
Altri ricavi - altri					
<b>Valore della produzione</b>		<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 1.622.386,00</b>	<b>€ 1.968.067,00</b>	<b>€ 2.175.522,00</b>
<b>Totale ricavi</b>		<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 1.622.386,00</b>	<b>€ 1.968.067,00</b>	<b>€ 2.175.522,00</b>
per materie prime,sussidiarie,di cons.		€ 5.942,00	€ 6.987,00	€ 18.949,00	€ 12.751,00
per servizi		€ 1.210.203,00	€ 1.292.496,04	€ 1.451.095,04	€ 1.594.506,04
per godimento beni di terzi		€ 5.327,00	€ 50.256,00	€ 13.518,00	€ 18.897,00
personale - salari e stipendi		€ 449.823,00	€ 362.612,00	€ 371.764,00	€ 403.284,00
personale - oneri sociali		€ 103.183,00	€ 98.656,00	€ 104.605,00	€ 140.892,00
personale - TFR		€ 21.314,00	€ 23.564,00	€ 27.280,00	€ 28.985,00
personale - altri costi					
Amm. Imm. Immateriali		€ 481.124,00	€ 439.288,00	€ 392.897,00	€ 429.576,00
Amm. Imm. Materiali		€ 14.359,00	€ 18.906,00	€ 18.806,00	€ 18.821,00
Oneri diversi di gestione		€ 1.415,00	€ 35.854,00	€ 2.291,00	€ 10.507,00
<b>Costi della produzione</b>		<b>€ 2.292.690,00</b>	<b>€ 2.328.619,04</b>	<b>€ 2.401.205,04</b>	<b>€ 2.658.219,04</b>
<b>Totale costi</b>		<b>€ 2.292.690,00</b>	<b>€ 2.328.619,04</b>	<b>€ 2.401.205,04</b>	<b>€ 2.658.219,04</b>
<b>Risultato Operativo</b>	<b>-€ 535.222,00</b>	<b>-€ 518.819,00</b>	<b>-€ 706.233,04</b>	<b>-€ 433.138,04</b>	<b>-€ 482.697,04</b>
Svalutazione dei crediti		-€ 313.095,00			
Accantonamenti per rischi			-€ 124.940,00		
Sopravvenienze attive			€ 124.872,00	€ 684,00	€ 7.820,00
Maggiori Ricavi Sky			€ 619.996,00	€ 619.996,00	€ 619.996,00
Maggiori Oneri Play Out			-€ 69.996,96	-€ 69.996,96	-€ 69.996,96
<b>DIFF. TRA RICAVI E COSTI PRODUZIONE</b>		<b>-€ 831.914,00</b>	<b>-€ 156.302,00</b>	<b>€ 117.545,00</b>	<b>€ 75.122,00</b>

Successivamente alla Relazione di Stima predisposta in data 24 luglio 2020 sono emersi elementi che condizionano in modo significativo le conclusioni a cui era pervenuto lo scrivente. In particolare sono pervenute istanze tardive di ammissione al passivo da parte di due creditori, la SIAE e la Unitel, dall'analisi delle quali sono emersi costi di competenza degli esercizi presi in esame ai fini della presente relazione ma solo parzialmente rilevati dalla società *in bonis*. In particolare:

- dall'analisi dell'istanza presentata dalla SIAE è emerso un trascorso di contenziosi aventi ad oggetto la determinazione del contributo da versare annualmente in relazione ai diritti maturati. Nel tempo si sono susseguiti diversi accordi tra la società fallita e la SIAE a definizione forfettaria dei diritti spettanti a quest'ultima, l'ultimo dei quali ha definito il contributo annuale dovuto dalla fallita; nella tabella che segue è stato riportato il

contributo annuale dovuto ponendolo a confronto con quanto rilevato dai conti della società;

<b>Contributo SIAE</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Dovuto</b>	€ 100.000,00	€ 100.000,00	€ 100.000,00	€ 100.000,00
<b>Contabilizzato</b>	€ -	€ 10.000,00	€ 10.000,00	€ 60.000,00
<b>Differenza</b>	€ 100.000,00	€ 90.000,00	€ 90.000,00	€ 40.000,00

- Per quanto invece all'istanza presentata dalla Unitel, l'unica differenza tra i costi contabilizzati e quanto effettivamente maturato è stata rilevata con riferimento all'esercizio 2018, con un maggior costo da imputare al suddetto esercizio pari a € 20.979,16.

Si riporta quindi di seguito il prospetto per la determinazione del risultato operativo normalizzato che accoglie i maggiori costi accertati.

<b>FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL</b>					
<b>CONTO ECONOMICO</b>	<b>VALORE MEDIO</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
Ricavi delle vendite e delle prestazioni		€ 1.853.477,00	€ 1.595.035,00	€ 1.973.387,00	€ 2.179.777,00
Variazioni delle rimanenze		-€ 79.606,00	€ 27.351,00	-€ 5.320,00	-€ 4.255,00
Altri ricavi - altri					
<b>Valore della produzione</b>		<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 1.622.386,00</b>	<b>€ 1.968.067,00</b>	<b>€ 2.175.522,00</b>
<b>Totale ricavi</b>		<b>€ 1.773.871,00</b>	<b>€ 1.622.386,00</b>	<b>€ 1.968.067,00</b>	<b>€ 2.175.522,00</b>
per materie prime,sussidiarie,di cons.		€ 5.942,00	€ 6.987,00	€ 18.949,00	€ 12.751,00
per servizi		€ 1.210.203,00	€ 1.292.496,04	€ 1.451.095,04	€ 1.594.506,04
per godimento beni di terzi		€ 5.327,00	€ 50.256,00	€ 13.518,00	€ 18.897,00
personale - salari e stipendi		€ 449.823,00	€ 362.612,00	€ 371.764,00	€ 403.284,00
personale - oneri sociali		€ 103.183,00	€ 98.656,00	€ 104.605,00	€ 140.892,00
personale - TFR		€ 21.314,00	€ 23.564,00	€ 27.280,00	€ 28.985,00
personale - altri costi					
Amm. Imm. Immateriali		€ 481.124,00	€ 439.288,00	€ 392.897,00	€ 429.576,00
Amm. Imm. Materiali		€ 14.359,00	€ 18.906,00	€ 18.806,00	€ 18.821,00
Oneri diversi di gestione		€ 1.415,00	€ 35.854,00	€ 2.291,00	€ 10.507,00
<b>SIAE - differenza</b>		<b>€ 100.000,00</b>	<b>€ 90.000,00</b>	<b>€ 90.000,00</b>	<b>€ 40.000,00</b>
<b>Diritti Utilizzazione Unitel (diff)</b>		<b>€ 20.979,16</b>			
<b>Costi della produzione</b>		<b>€ 2.413.669,16</b>	<b>€ 2.418.619,04</b>	<b>€ 2.491.205,04</b>	<b>€ 2.698.219,04</b>
<b>Totale costi</b>		<b>€ 2.413.669,16</b>	<b>€ 2.418.619,04</b>	<b>€ 2.491.205,04</b>	<b>€ 2.698.219,04</b>
<b>Risultato Operativo</b>	<b>-€ 620.467,00</b>	<b>-€ 639.798,16</b>	<b>-€ 796.233,04</b>	<b>-€ 523.138,04</b>	<b>-€ 522.697,04</b>
Svalutazione dei crediti		-€ 313.095,00			
Accantonamenti per rischi			-€ 124.940,00		
Sopravvenienze attive			€ 124.872,00	€ 684,00	€ 7.820,00
Maggiori Ricavi Sky			€ 619.996,00	€ 619.996,00	€ 619.996,00
Maggiori Oneri Play Out			-€ 69.996,96	-€ 69.996,96	-€ 69.996,96
<b>DIFF. TRA RICAVI E COSTI PRODUZIONE</b>		<b>-€ 952.893,16</b>	<b>-€ 246.302,00</b>	<b>€ 27.545,00</b>	<b>€ 35.122,00</b>

Le rettifiche apportate incidono in modo significativo sul risultato economico degli esercizi presi in esame, ed in particolare sul **Risultato operativo medio** assunto dallo scrivente come elemento di valutazione, che rispetto alla prima versione della Relazione di Stima redatta in data 24 luglio 2020, passa da € 535.222,00 a € 620.467,00.

### **8.3 Determinazione delle componenti di ricavo**

Dopo la determinazione del risultato operativo normalizzato di cui al paragrafo precedente si è quindi proceduto alla riclassificazione dei ricavi al fine di determinare i ricavi derivanti dalla messa in onda del programma e quelli derivanti dalla raccolta pubblicitaria, voce quest'ultima che ricomprende anche gli eventi promozionali realizzati per conto di importanti società o istituti finanziari, e ambientati sempre nel mondo della musica classica.

Si riepilogano di seguito i componenti positivi di reddito rilevati nel periodo preso in esame riclassificati in funzione dell'obiettivo conoscitivo sopra citato.

<b>FALLIMENTO GESTIONE TELEVISIVA SRL</b>					
	<b>VALORE MEDIO</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
EDIZIONE TESTATA	€ 800.000,00	€ 800.000,04	€ 800.000,04	€ 800.000,04	€ 800.000,04
Ricavi contratto Sky (normalizzato)		€ 800.000,04	€ 800.000,04	€ 800.000,04	€ 800.000,04
<b>RICAVI PUBBLICITARI</b>	€ 603.659,00	€ 624.823,00	€ 465.098,50	€ 701.769,66	€ 622.943,75
Promozioni Pubblicitarie		€ 133.748,00	€ 150.298,50	€ 92.219,66	€ 30.618,75
sponsorizzazioni		€ 325.000,00	€ 45.500,00	€ 198.650,00	€ 338.825,00
Sponsorizzazioni tecniche		€ 166.075,00	€ 269.300,00	€ 410.900,00	€ 253.500,00
<b>ALTRI RICAVI</b>		€ 349.048,08	€ 357.287,96	€ 466.297,02	€ 752.578,03
Ricavi delle vendite Music&Book		€ 3.969,47	€ 1.704,51	€ 8.140,99	€ 14.499,92
Ricavi delle vendite Scala Memories		€ 20.000,00	€ 1.680,00	€ 51.900,00	€ 30.398,48
Ricavi delle vendite ULTIMO TEMPIO		€ 1.425,00	€ 48.000,00		
Ricavi delle prestazioni Italia		€ 204.102,56	€ 145.377,09	€ 204.167,00	€ 174.662,00
Ricavi per produz. registrazioni		€ 111.750,00	€ 113.480,00	€ 198.409,03	€ 410.940,73
Ricavi per produz. Editoriali		€ 87.377,05	€ 19.695,36	€ 9.000,00	€ 126.331,90
Recupero spese di trasporto		€ 30,00			
Variaz riman prod in lavor semilav finiti		-€ 79.606,00	€ 27.351,00	-€ 5.320,00	-€ 4.255,00
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>		€ 1.773.871,12	€ 1.622.386,50	€ 1.968.066,72	€ 2.175.521,82

Sulla base dei dati sopra esposti si individua quali variabili da utilizzare nell'ambito della formula applicabile alla valutazione dell'azienda i seguenti valori medi:

F = fatturato medio annuo per la messa in onda delle trasmissioni = 800.000,00 euro;

P<sub>1</sub> = Fatturato medio annuo per la pubblicità e gli eventi promozionali = 603.659,00 euro.

#### ***8.4 La determinazione dei parametri moltiplicativi***

Per quanto riguarda la determinazione dei parametri moltiplicativi si ricorda che la prassi operativa individua tali parametri nell'ambito dei seguenti intervalli.

- a (applicabile al fatturato medio annuo per la messa in onda delle trasmissioni): parametro solitamente pari a 1;
- b<sub>1</sub> (applicabile al fatturato medio annuo per la pubblicità e gli eventi promozionali): parametro tendenzialmente oscillante tra 1 e 3;
- c (applicabile al livello medio delle perdite operative) = parametro tendenzialmente oscillante tra 3 e 5.

Nel caso di specie, tenuto conto di quanto illustrato nelle pagine precedenti, si ritiene di poter identificare i parametri moltiplicativi applicabili alla presente valutazione come segue:

- a = 1
- b<sub>1</sub> = 3
- c = 3

## 9. CONCLUSIONI GENERALI SUL VALORE DELL'AZIENDA

Sulla base delle determinazioni quantitative sviluppate nei paragrafi precedenti e considerato l'approccio valutativo adottato, anche in conseguenza del diverso importo delle Perdite Operative, il valore del capitale economico dell'azienda Classica HD, concessa in affitto alla società Italia Classica s.r.l., può quindi essere così determinato:

VOCI	VALORI MEDI	PARAMETRI MOLTIPLICATIVI	IMPORTI AGGIORNATI	IMPORTI INIZIALI
RICAVI TESTATA (F)	€ 800.000,00	a	1	€ 800.000,00
RICAVI PUBBLICITARI (P <sub>1</sub> )	€ 603.659,00	b <sub>1</sub>	3	€ 1.810.977,00
PERDITE OPERATIVE (R)	-€ 620.467,00	c	3	-€ 1.861.401,00
VALORE AZIENDA	$VA = a * F + b_1 * P_1 - c * R$			€ 749.576,00

Per quanto i contratti in essere con SKY Italia siano stati rinnovati alle medesime condizioni fino al 31/12/2021, permane comunque l'incertezza circa il proseguimento del rapporto con l'emittente Licenziataria e le condizioni economiche che la stessa vorrà imporre in occasione dei prossimi rinnovi. Nella valutazione dell'azienda è necessario tenere conto anche dei limiti posti da SKY Italia alla vendita dell'azienda a soggetti terzi, non graditi a quest'ultima.

In considerazione di tali fattori lo scrivente ha ritenuto di aggiornare al 30% la percentuale di svalutazione del valore sopra esposto di € 749.576,00, **determinando quindi un valore del Capitale Economico dell'azienda arrotondato in € 500.000,00.**

Se da un lato tale valore dovrà trovare conferma tra gli operatori del settore nei confronti dei quali Sky non ha posto un veto, fatto salvo il possibile interesse di un diverso operatore con una propria piattaforma, si ritiene che l'acquisto dell'azienda

possa riscuotere l'interesse anche da parte di qualche operatore finanziario interessato ad investire in tale ambito, mantenendo in essere l'attuale contratto di affitto di azienda. Infatti rapportando il valore del Capitale Economico determinato dallo scrivente in € 500.000,00 all'attuale canone di affitto di azienda si ottiene un rendimento lordo di sicuro interesse pari al 12% annuo.

#### **10. CONCLUSIONI GENERALI SUL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ**

Sulla base delle considerazioni riportate al paragrafo precedente, si ritiene di poter confermare **la non congruità del prezzo offerto dal conduttore del contratto di affitto di azienda Italia Classica S.r.l., per quanto aggiornato ad € 90.000 con comunicazione in data 17 dicembre 2020.**

Lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito e nel ringraziare per la fiducia accordata resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Milano, 20 gennaio 2021

In fede,

Dott. Giorgio Edoardo Luerti

