

Elementi essenziali relativi alla relazione sulla valutazione del canone “equo” di locazione dei rami d’azienda conferiti in ASR Media and Sponsorship predisposta dal Prof. Riccardo Tiscini

Il presente documento, pubblicato sul sito www.asroma.it, contiene un estratto della relazione sulla valutazione del canone “equo” di locazione dei rami d’azienda conferiti in ASR Media and Sponsorship S.r.l. predisposta, in data 15 gennaio 2015 dall’esperto indipendente Prof. Riccardo Tiscini (di seguito, la “**Relazione**”) ed è pubblicata ai sensi dell’art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato (“**Regolamento Emittenti**”).

“ PREMESSA

La A.S. Roma S.p.a. (di seguito anche “AS Roma” o “Società”) ha conferito al sottoscritto Prof. Riccardo Tiscini, Ordinario di Economia Aziendale presso l’Universitas Mercatorum di Roma, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, pubblicato sulla G.U. del 17.12.1999 supplemento N. 100 IV serie speciale, al n° 107738 del registro, con studio in Roma, Via G. Paisiello n. 24, l’incarico di redigere la presente relazione di stima del canone equo di locazione dei rami di azienda “Soccer Going Concern” e “TeamCo Going Concern”, per i quali è previsto, nell’ambito del più ampio processo di riorganizzazione del gruppo A.S. Roma., il conferimento alla società “ASR Media and Sponsorship Srl” (di seguito anche “MediaCo”) e il successivo affitto alla società Soccer S.a.s. (di seguito anche “Soccer”).

Per canone equo di locazione, o valore di mercato del canone di locazione, si intende quel valore generale del canone di locazione che può essere negoziato tra un locatore ed un locatario in assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all’oggetto della negoziazione.

Il canone equo di locazione rappresenta, quindi, un’opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all’interpretazione professionale di una realtà complessa e della sua evoluzione prospettica.

FINALITÀ OPERATIVE DELLA STIMA

La presente relazione ha la finalità di attribuire un valore equo di mercato al canone di locazione dei seguenti rami di azienda (congiuntamente anche Rami d'Azienda), oggetto di conferimento alla MediaCo e di successivo affitto alla Soccer S.a.s. :

- ramo d'azienda "TeamCo Going Concern", relativo alla gestione e allo sfruttamento commerciale dei "diritti media diretti", costituiti dai diritti media relativi alla produzione e diffusione, via TV, radio o altri mezzi di comunicazione, di contenuti (materiale audiovisivo e fotografico) relativi alle partite nazionali e internazionali, e in generale alle attività, della squadra di calcio della AS Roma, diversi dai contratti relativi ai diritti "media" c.d. indiretti, gestiti dalla LNP e dall'Uefa;

- ramo d'azienda "Soccer Going Concern", relativo alla gestione e allo sfruttamento commerciale dei marchi AS Roma attraverso attività di marketing, sponsorship e merchandising, ad eccezione dell'attività di merchandising relativa alla vendita retail tramite i Roma Store.

Tali rami d'azienda saranno, nel più ampio processo di riorganizzazione del Gruppo AS Roma S.p.a., conferiti a MediaCo, rispettivamente da A.S. Roma S.p.A. (di seguito anche "AS Roma") e da Soccer S.a.s. (di seguito anche "Soccer") e congiuntamente affittati a Soccer, la quale dovrà corrispondere a MediaCo un canone in misura fissa per la locazione d'azienda. La presente relazione è finalizzata alla stima del canone equo di locazione dei Rami d'Azienda da MediaCo a Soccer.

La data di riferimento della stima è il 30.11.2014.

La valutazione è fondata sulle prospettive di utilizzazione degli assets nelle condizioni giuridiche ed economiche in cui essi si trovano alla data di riferimento della stima.

INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI

Ai fini della redazione della presente perizia, le società committenti hanno provveduto a fornire i seguenti documenti:

- *Dettaglio accantonamenti facenti parte dei rami da conferire;*
- *Dettaglio rapporti contrattuali attivi e passivi facenti parte dei rami da conferire;*
- *Elenco e dettagli registrazione marchi AS Roma al 7 ottobre 2014;*
- *Contratto Broadcast Solutions S.r.l.;*
- *Contratto Infront Italy S.r.l.;*
- *Contratto RAI-Radiotelevisione Italiana S.p.a.;*
- *Dettaglio dipendenti e consulenti facenti parte dei rami da conferire;*
- *Bilancio Soccer S.a.s. al 30.06.14;*
- *Bilancio Soccer S.a.s. al 30.06.13;*
- *Bilancio AS Roma S.p.A. al 30.06.14;*
- *Bilancio AS Roma S.p.A. al 30.06.13;*
- *Bilancio Consolidato AS Roma al 30.06.14;*
- *Bilancio Consolidato AS Roma al 30.06.13;*
- *Budget elaborato dal Management relativo al periodo 01.07.14 – 30.06.15;*
- *Proiezioni economico finanziarie periodo 2015-2019.*

IPOTESI, LIMITI E MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Le conclusioni del lavoro svolto devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limitazioni:

- *la stima è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali);*
- *tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite da AS Roma e Soccer;*
- *i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati specificati nei due paragrafi precedenti sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo delle consistenze patrimoniali e economiche dichiarate;*
- *la determinazione del canone equo di locazione viene effettuata con riferimento alla data del 30 novembre 2014 e tiene conto delle informazioni disponibili in tale data;*

- *non abbiamo effettuato verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a noi comunicata;*
- *il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento delle società;*
- *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.*

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- *identificazione dei complessi aziendali oggetto di locazione;*
- *individuazione dei criteri e delle metodologie per la stima del canone "equo";*
- *definizione dei parametri per l'effettuazione della stima del canone "equo";*
- *analisi del Budget 2014/2015 e delle proiezioni predisposte dalla Società con riferimento al periodo 2015-2019 (di seguito anche "Piano");*
- *sviluppo della stima del canone "equo" in base alle metodologie individuate;*
- *conclusioni.*

I COMPLESSI AZIENDALI OGGETTO DI LOCAZIONE

Di seguito sono riportati i beni e i rapporti giuridici facenti parte dei rami d'azienda oggetto del contratto di affitto.

Beni e rapporti giuridici del ramo "Soccer Going Concern":

- *Titolarità marchi "AS Roma", relativamente ai diritti di sfruttamento commerciale;*
- *Contratti di marketing, licensing e sponsorship, e relativi crediti e risconti passivi, stipulati con i clienti;*
- *Contratti di fornitura di beni e servizi, e relativi debiti e risconti attivi, stipulati con i fornitori;*
- *Relazioni contrattuali con i dipendenti relativi alle attività oggetto di conferimento, e relativi debiti;*
- *Diritti di utilizzazione degli uffici necessari per svolgere l'attività del Ramo;*
- *Tutte le altre attività e passività pertinenti al Ramo d'Azienda.*

Beni e rapporti giuridici del ramo "TeamCo Going Concern":

- *Titolarità della Library (o "teca storica") costituita da tutto il materiale audiovisivo relativo alle attività della Società, diverso da quello oggetto dei c.d. "diritti media indiretti" gestiti da LNP e Uefa;*
- *Contratti di licenza media (Infront Italy S.p.A., SKY e RAI) con relativi crediti e risconti passivi;*

- *Contratti di fornitura di beni e servizi, e relativi debiti e risconti attivi, stipulati con i clienti a servizio del ramo d'azienda;*
- *Relazioni contrattuali con i dipendenti impiegati per svolgere le attività inerenti il ramo d'azienda oggetto di conferimento;*
- *Diritti di utilizzazione degli immobili utilizzati per svolgere le attività del ramo d'azienda oggetto di conferimento;*
- *Beni materiali utilizzati per svolgere le attività inerenti il ramo d'azienda oggetto di conferimento;*
- *Concessioni, licenze e permessi relativi all'attività oggetto di conferimento;*
- *Tutte le altre attività e passività relative al ramo d'azienda oggetto di conferimento.*

Tali beni e rapporti giuridici sono relativi ai rami di azienda conferiti da AS Roma e da Soccer in MediaCo, e possiedono le caratteristiche di autonomia e complementarietà produttiva che consentono di qualificarli complessivamente come rami d'azienda.

LA METODOLOGIA DI STIMA DEL CANONE DI LOCAZIONE

In termini generali, il canone locativo equo di un asset è quel canone che remunera in misura soddisfacente la proprietà dell'investimento effettuato nell'asset stesso, tenendo conto delle caratteristiche dei beni e delle specifiche condizioni di mercato esistenti al momento della stima.

Nel caso dell'affitto d'azienda, risulta rilevante il valore economico dell'azienda locata, in quanto, in alternativa alla locazione, la stessa può essere "utilizzata" nelle sue potenzialità di sistema idoneo a creare valore, estraendone i risultati economici futuri che è in grado di generare.

Ne consegue quindi che l'ammontare del canone deve essere determinato con il prodotto tra il valore economico dell'azienda e un tasso di remunerazione che compensi il locatore per lo spossessamento dell'azienda e dei suoi frutti, nonché dei rischi sopportati.

In formula:

$$CEL = V * r$$

dove CEL è il canone equo di locazione dell'azienda, V è il valore economico dell'azienda e r è il tasso di rendimento richiesto dal locatore.

Alcuni autori sostengono la tesi secondo cui "il valore del canone "congruo" di affitto risulta pari al prodotto tra il valore del capitale economico dell'azienda o ramo d'azienda dato in locazione e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata".

La metodologia più razionale per determinare il valore economico dell'azienda è quella dell'attualizzazione dei risultati attesi. Con essa, il complesso dei beni e dei rapporti giuridici che compongono l'azienda sono valorizzati congiuntamente, in relazione al loro apporto all'assolvimento della funzione aziendale, ossia di creare valore nel tempo.

I risultati attesi determinano il valore economico, dal quale a sua volta dipende il canone locativo "equo". Infatti, chi prende in affitto un'azienda, o un ramo di essa, gode del suo valore d'uso inteso come attitudine dei fattori produttivi a realizzare risultati economici positivi in futuro, ed è disposto a pagare un canone in funzione di tali risultati attesi. Analogamente, chi concede in affitto un'azienda, si priva dei risultati economici residuali che essa genererà in futuro, e richiede un canone in funzione di tali risultati prospettici attesi.

Ciò dimostra come la stima del canone locativo "equo" di un'azienda debba basarsi sul valore attuale dei risultati economici attesi e quindi, in ultima analisi, sul valore economico dell'azienda.

Se, come nel caso di specie, il contratto di locazione prevede un canone fisso, il valore economico cui commisurare il canone deve tenere conto delle potenzialità reddituali prospettiche dell'impresa, al fine di distribuire tra locatore e affittuario i benefici attesi da tali potenzialità.

Ai fini dell'ottenimento del canone equo di locazione, è necessario stimare il tasso di rendimento richiesto dal locatore, che dovrà essere moltiplicato per il valore economico dell'azienda.

La stima del tasso di rendimento richiesto dal locatore deve tenere conto che, rispetto all'ipotesi di piena disponibilità dell'azienda, il proprietario con la locazione si spoglia di parte dei rischi d'impresa, che vengono trasferiti all'affittuario, ma rimane coinvolto in una residua parte di rischi economici, che devono trovare remunerazione attraverso il canone di locazione.

Per calcolare correttamente il tasso di rendimento richiesto dal locatore si può quindi fare riferimento al rendimento atteso dall'imprenditore nel caso in cui gestisca la propria azienda (il costo opportunità del capitale), separando all'interno di tale rendimento atteso la quota che rimane a carico del proprietario e la quota che viene trasferita all'affittuario.

La dottrina e la prassi prevalenti individuano il rendimento atteso dall'imprenditore nella somma tra il tasso di remunerazione di investimenti privi di rischio (cosiddetto risk free) e il premio per il rischio di impresa, che remunera l'imprenditore dei rischi che lo stesso sopporta investendo nell'azienda (o in un suo ramo).

Nel caso di affitto d'azienda, tale rischio di impresa può essere scomposto in due componenti:

- rischi connessi all'incertezza dei risultati della gestione nel periodo dell'affitto;*
- rischi connessi all'insolvenza dell'affittuario e all'incertezza circa la variazione del valore economico del capitale tra inizio e fine affitto.*

In un affitto d'azienda con un canone fisso e che non preveda la liquidazione del differenziale di valore economico dell'azienda nell'ambito delle differenze inventariali tra inizio e fine affitto, i rischi connessi all'incertezza nei risultati di periodo vengono trasferiti all'affittuario, mentre i rischi connessi all'insolvenza dell'affittuario (per il pagamento dei canoni di affitto e delle differenze inventariali) e all'incertezza circa la variazione del valore economico del capitale (cioè della capacità dell'azienda di generare ritorni economici) rimangono in capo al locatore.

Il tasso di remunerazione richiesto dal locatore è quindi pari al tasso privo di rischio (risk free rate) più il premio per i rischi nei quali il locatore mantiene un coinvolgimento residuo, e in particolare: (i) rischio di insolvenza dell'affittuario (default risk); (ii) rischio di variazione del valore economico del capitale (owner's business risk).

Con riferimento al caso specifico quindi, per la stima del canone equo di locazione si deve procedere preventivamente:

- alla stima del valore economico dei Rami d'Azienda;*
- alla stima del tasso equo di remunerazione richiesto dal locatore.*

LA METODOLOGIA DI STIMA DEL CANONE DI LOCAZIONE

Per la stima del valore economico del complesso aziendale si può fare riferimento ad uno tra i metodi di valutazione delle aziende di generale accettazione da parte della dottrina e della prassi professionale.

Tra di essi, il metodo reddituale è ritenuto tra i più idonei per tale tipo di valutazione, in quanto considera l'azienda come complesso organizzato in grado di produrre reddito.

Tale metodo utilizza flussi che sono prettamente economici e non finanziari, e non sono quindi immediatamente disponibili per gli investitori. Il pregio di tale metodo sta nel fatto che il valore dell'azienda viene determinato avendo come principio guida la capacità di generazione futura di reddito, depurata di eventuali componenti straordinarie non ricorrenti e di variabili ad alta volatilità riferite alla gestione finanziaria, quali le variazioni del capitale circolante netto.

In particolare, la scelta del metodo reddituale è, nel caso di specie, pienamente razionale perché i flussi di reddito approssimano i flussi di cassa, essendo i Capex (investimenti in immobilizzazioni) e le variazioni del Capitale Circolante Netto di modesto ammontare.

In concreto, vi sono due possibili varianti di applicazione del metodo reddituale:

- *Metodo della "rendita perpetua" (o del reddito medio normale atteso, o reddituale puro);*
- *Metodo dei flussi analitici dei singoli anni a venire, quali risultanti da piani d'impresa pluriennali.*

Il metodo di valutazione reddituale della "rendita perpetua" (c.d. "reddituale puro"), pur essendo tra quelli che garantiscono il miglior grado di obiettività, verificabilità e razionalità, presenta alcune limitazioni in ordine alla scelta dei parametri, che implicano alcune rilevanti semplificazioni, quali principalmente: (i) quella di non tenere conto, se non appunto in una misura medio-normale, della prevedibile evoluzione della gestione; (ii) quella di non poter considerare, strutturalmente, le cause di scostamento tra flussi di reddito e flussi di cassa (es. investimenti in immobilizzazioni, variazioni del capitale circolante netto, ecc.).

Per tali motivi, lo scrivente, essendo in possesso di un piano elaborato dal management con il supporto di advisors finanziari (Piano 2015-2019, di seguito anche "Piano"), ha ritenuto opportuno elaborare la valutazione con la seconda variante del metodo reddituale, per tenere in considerazione i risultati futuri previsti dal piano d'impresa elaborato dal management aziendale, in un arco temporale più lungo. In tal modo, i benefici prospettici attesi in relazione al piano d'impresa si distribuiscono, tramite un'opportuna stima del tasso di rendimento della locazione, tra locatore e affittuario.

Il Piano prevede per l'esercizio 2014/2015 risultati corrispondenti a quelli del Budget, e per gli esercizi successivi un percorso di crescita sostenuta. La crescita è ritenuta realizzabile quale effetto di un piano di sviluppo sportivo e commerciale già in atto, e che sta dando i suoi primi frutti.

L'applicazione del metodo di valutazione reddituale basato sulla previsione analitica dei risultati prevede che per stimare i redditi da attualizzare si faccia riferimento al Piano, e che il tasso a cui attualizzare tali redditi sia modificato in funzione della rischiosità del Piano stesso (cioè della sua probabilità di realizzazione).

Il metodo di valutazione reddituale con previsione analitica dei risultati comprende comunque, nel Terminal Value, la stima di un flusso di reddito "duraturo", con vita futura tendenzialmente illimitata. L'utilizzo di un orizzonte illimitato è giustificato dal fatto che risulta difficile e irrazionale determinare la vita di un Ramo d'Azienda, inteso come sistema dinamico e non statico di elementi organizzati per la produzione di ricchezza, destinato a perdurare nel tempo.

L'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE PER LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO

Per procedere quindi con la valutazione applicando il metodo reddituale, è necessario calcolare:

- *i flussi reddituali di periodo;*
- *il Wacc (tasso di attualizzazione).*

Essendo in possesso del Piano, si utilizzeranno i valori derivanti dallo stesso.

In tale Piano si prevede una crescita superiore rispetto al reddito dimostrati in passato dalle Società. Tale Piano è relativo ad un orizzonte temporale di lungo periodo (2015-2019).

Tuttavia, si prenderanno a riferimento solo i primi tre anni di Piano.

L'applicazione di tale variante del metodo di valutazione reddituale, è basata dunque sui risultati economici previsionali del ramo oggetto di conferimento della Soccer per le stagioni dal 2014-2015 al 2016-2017.

I risultati economici prospettici sono risultanti dalle previsioni del management della società.

Il wacc sarà il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi reddituali.

CONCLUSIONI

L'applicazione del criterio di stima in precedenza richiamato ha portato alla determinazione del canone locativo equo del complesso aziendale costituito dai rami d'azienda "TeamCo Going Concern" e "Soccer Going Concern" in circa euro 22,7 milioni annui.

Con la presente relazione, lo scrivente ritiene di aver assolto all'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore eventuale chiarimento.

Roma, 15 gennaio 2015

Prof. Riccardo Tiscini"

* * *

Le informazioni contenute nel presente documento sono state riprodotte coerentemente con i contenuti di cui alla Relazione.

Per quanto a conoscenza dell'Emittente, non vi sono omissioni che potrebbero rendere le informazioni di cui alla Relazione riprodotte inesatte o ingannevoli.