Liquidazione Giudiziale R.G. 880/2025

Pagine S.r.l. in liquidazione

Codice fiscale: 04337971008

Giudice Delegato: Dott.ssa Anna Laura Magliulo

Curatore: Avv. Francesco Cimarelli

PERIZIA SUL VALORE DI MERCATO

DELLE TESTATE EDITORIALI DI TITOLARITÀ DI PAGINE S.R.L.

FRANCESCA SARCONE

DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE LEGALE

INDICE

1. PREMESSA 3
1.1 Natura e finalità dell'incarico 3
1.2 Documentazione utilizzata 3
2. LA SOCIETÀ E LE TESTATE EDITORIALI 4
2.1 Informazioni sulla società 4
2.2 Le Testate editoriali 5
2.3 Rappresentazione in bilancio 7
3. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE TESTATE EDITORIALI 9
3.1 Le Testate Editoriali 9
3.2 Trattamento contabile 11
3.3 I metodi per definire il valore delle testate editoriali 11
3.4 Criteri reddituali 12
3.5 Criteri di mercato 13
3.6 Criteri del costo 13
3.7 Criteri empirici e misti 13
3.8 Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione 14
4. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE 15
4.1 L'oggetto della valutazione 15
4.2 Il fatturato, i ricavi pubblicitari e le perdite operative 18
4.3 i moltiplicatori 20
4.4 Stima del valore economico delle testate editoriali 21
5. CONCLUSIONI 21

1. PREMESSA

1.1 NATURA E FINALITÀ DELL'INCARICO

La sottoscritta Francesca Sarcone, nata a Roma il 22/01/1984, con studio in Roma, via Po' 22 (cod. fisc. SRCFNC84A62H501M), iscritta all'Ordine dei Dottori Commercialisti e Esperti Contabili di Roma al n. AA_011231 è stata incaricata dall'Avv. Francesco Cimarelli, in qualità di curatore della liquidazione giudiziale n. 880/2025 aperta a carico di Pagine S.r.l. in liquidazione, giusta autorizzazione del 3 febbraio 2026, della *"redazione di una relazione tecnica funzionale a determinare il valore di mercato delle testate editoriali di titolarità di Pagine s.r.l."*

Il lavoro svolto si è basato su dati e informazioni fornite dal curatore, nonché dalla Sig.ra Letizia Lucarini in qualità di legale rappresentante di Casa Editrice Pagine S.r.l., oltre alle ulteriori informazioni disponibili presso le banche dati pubbliche.

Pur avendo effettuato opportune analisi dei documenti ricevuti, ai fini della presente stima non sono state svolte procedure di revisione contabile. Non sono state effettuate verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche di tipo ambientale o sicurezza sul lavoro, o legate a rischi di qualsiasi tipologia afferenti alla Società.

1.2 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Per l'espletamento dell'incarico ricevuto, la scrivente ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione:

- Prospetto riepilogativo sulle testate editoriali trasmesso dalla società;
- Contratto di licenza d'uso a termine di n. 5 testate alla società Casa Editrice Pagine S.r.l.
- Importi fatturato dal 2021 al 2025;
- Bilancio di esercizio 2020;
- Bilancio di esercizio 2021;
- Bilancio di esercizio 2022;
- Bilancio di esercizio 2023;
- Bilancio di esercizio 2024 (non approvato);
- Situazione economico patrimoniale aggiornata al 26/11/2025.

2. LA SOCIETÀ E LE TESTATE EDITORIALI

2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ

La società Pagine S.r.l. in liquidazione (cod. fisc. e part. IVA 04337971008, REA n. RM-755945), con sede legale in Roma, via Gregorio VII 160, è stata costituita in data 24 giugno 1992 e iscritta nella sezione ordinaria del Registro delle Imprese in data 23 luglio 1992.

La società operava nel settore editoriale, con il codice ateco per attività prevalente 58.11 – edizione di libri e con le seguenti attività secondarie: 58.13 – Edizione di riviste e periodici, 82.20 – Attività di call center, 85.59.20 – Altra formazione culturale.

L'oggetto sociale consisteva in:

- edizione di libri;
- edizione di riviste e periodici;
- attività di comunicazione, informazione e divulgazione culturale;
- attività accessorie e strumentali connesse all'editoria.

In data 25 giugno 2025 (iscrizione del 14 luglio 2025) viene posta in liquidazione e nomina quale liquidatore il Sig. Luciano Lucarini.

La società è stata amministrata, sino al 11.1.2010 dalla Signora Letizia Lucarini.

Nel periodo compreso tra l'11.1.2010 e il 30.6.2010, la Società è stata amministrata da un consiglio di amministrazione così composto: Letizia Lucarini e Luca Lucarini quali consiglieri e Luciano Lucarini quale presidente del CDA.

In data 30.6.2010 il Signor Luciano Lucarini è stato sostituito, quale presidente del CDA, dal Signor Antonino Di Salvo, il quale, in data 10.2.2023, viene nominato amministratore unico (con conseguente cessazione dalla carica di consiglieri dei Signori Letizia Lucarini e Luca Lucarini).

In data 10.5.2023, il Signor Antonino Di Salvo viene sostituito, quale amministratore unico, dal Signor Luciano Lucarini, il quale, in data 14.7.2025, assume la carica di Liquidatore della Società (rimanendo in carica sino all'apertura della liquidazione giudiziale).

Di seguito una tabella riepilogativa dell'evoluzione dell'organo amministrativo:

QUALIFICA		DA	A
liquidatore volontario	Luciano Lucarini	25/06/2025 data iscrizione 14/07/2025	in carica
Amministratore Unico	Luciano Lucarini	10/05/2023	25/06/2025
Amministratore Unico	Antonio Di Salvo	10/02/2023	10/05/2023
Presidente CDA	Antonio Di Salvo	30/06/2010	10/02/2023

QUALIFICA		DA	A
consigliere	Letizia Lucarini	30/06/2010	10/02/2023
consigliere	Luca Lucarini	30/06/2010	10/02/2023
Presidente CDA	Luciano Lucarini	11/01/2010	30/06/2010
consigliere	Letizia Lucarini	11/01/2010	30/06/2010
consigliere	Luca Lucarini	11/01/2010	30/06/2010
Amministratore Unico	Letizia Lucarini	24/06/1992	11/01/2010

Alla data di apertura della procedura, il capitale sociale, pari a euro 118.000 interamente deliberato, sottoscritto e versato, risulta ripartito tra:

- Signora Letizia Lucarini, che detiene una quota pari al 90% del capitale sociale (quota pari a euro 106.200);
- Signora Caterina Lucarini, che detiene una quota pari al 10% del capitale sociale (quota pari a euro 11.800).

La Società non risulta munita di un organo di controllo.

L'ultimo bilancio approvato risulta quello chiuso al 31/12/2023.

Dalla visura camerale risulta che, in data 13/12/2023, Pagine abbia affittato l'azienda alla società Casa Editrice Pagine S.r.l. (C.F. 16820341002), risolto anticipatamente in data 23/12/2024. Successivamente Pagine, con contratto di licenza d'uso a termine concluso in data 27.1.2025, concedeva Nel corso del 2024, concedeva in uso a Casa Editrice Pagine alcune testate giornalistiche di titolarità della debitrice.

2.2 LE TESTATE EDITORIALI

Alla data di apertura della liquidazione giudiziale la società è risultata proprietaria di diverse testate giornalistiche, le cui principali informazioni sono state fornite dal liquidatore volontario nel prospetto consegnato alla curatela.

Le testate editoriali sono le seguenti:

Testata	Direttore	N. iscrizione Tribunale	Data iscrizione	Periodicità
Alice (progetto Alice)	Mario Barra	414	05/10/2001	Quadrimestrale
Amministrazione e contabilità degli Enti Pubblici	Salvatore Sfrecola			Bimestrale
Avanguardia	Francesca Bernardini Napoletano	341/96	05/07/1996	Quadrimestrale
Candido	Alessio Di Mauro	101	24/04/2014	Non indicata
Costellazioni	Giuseppe Massara	22	23/02/2017	Quadrimestrale

Testata	Direttore	N. iscrizione Tribunale	Data iscrizione	Periodicità
Englishes	Giuseppe G. Castorina	492	08/08/1997	Quadrimestrale
Gli Italiani (online)	Giuseppe Sanzotta	29	17/02/2015	Online
Il Borghese	Giuseppe Sanzotta	387/2000	26/09/2000	Mensile
Imperi	Aldo Di Lello	358/2009	02/11/2005	Quadrimestrale
La Destra / Identità	Fabio Torriero	362/2009	11/03/2009	Non indicata
Lavori in corso primaria	Pietro Gentile	81	11/03/2009	Quadrimestrale
Lavori in corso secondaria	Stefania Senni	87	11/03/2009	Quadrimestrale
Nova Historica	Fabio Torriero	51/2003	05/02/2003	Trimestrale
Plaisance	Gabriele Aldo Bertozzi	225	27/05/2004	Non indicata
Poeti e Poesia	Elio Pecora	419/99	20/09/1999	Quadrimestrale
Scholia - Scholia didattica	Alessandro Cesareo	86/2009	11/03/2009	Quadrimestrale
Teatro e cinema contemporaneo	Gianfranco Bartalotta	84	11/03/2009	Quadrimestrale
Voce Romana	Sandro Bari	428	18/12/2008	Mensile
KRISIS	Massimo Nardi	301	02/07/2007	
L'Educatore		60	15/03/2018	
La Porta D'Oriente	Franco Cardini			

Formano oggetto del contratto di licenza d'uso le testate Costellazioni, Il Borghese, Lavori in Corso Primaria, Nova Historica e Teatro e Cinema contemporaneo. Al suddetto contratto risulta allegata (sub. A) una stima sintetica del valore delle suddette.

La stima si basa sul seguente fatturato complessivo annuo (non è indicato quale sia l'annualità di riferimento, ma verosimilmente, essendo il contratto del gennaio 2025, potrebbe trattarsi del 2024):

- Il Borghese euro 234.475 – con un numero abbonati pari a 3350;
- Lavori euro 85.204 - con un numero abbonati pari a 1219;
- Teatro euro 7.409 - con un numero abbonati pari a 106;
- Historica euro 56.899 – con un numero abbonati pari a 814;
- Costellazioni euro 0 – senza abbonati (testata online: https://www.rivistacostellazioni.org/);

Per la valutazione è stata utilizzata la seguente formula:

$$a\ x\ fatturato + b\ x\ rucavi\ pubblicitari - c\ x\ perdite\ operative$$

I ricavi pubblicitari e le perdite operative sono indicati pari a zero. Il moltiplicatore (a) del fatturato è stato assunto pari a 1. Pertanto il valore delle testate è risultato pari al fatturato annuo complessivo delle stesse, pari a complessivi euro 383.987.

Dal suddetto valore è stato poi determinato il canone per la concessione in uso, pari a euro 14.400, corrispondente al valore moltiplicato per il tasso di royalty medio del 3,75%.

2.3 RAPPRESENTAZIONE IN BILANCIO

L'attività della società si colloca nel contesto tipico delle imprese editoriali, caratterizzate da un'elevata incidenza di immobilizzazioni immateriali, tra cui assumono particolare rilievo le testate editoriali, i diritti di utilizzazione dei contenuti e, più in generale, gli elementi distintivi riconducibili al nome, al logo e alla reputazione della pubblicazione.

Nell'ultimo bilancio approvato dalla società le testate editoriali erano iscritte tra le immobilizzazioni immateriali PER EURO 580.686. il suddetto valore è costituito (fonte dati: partitari 2023) dai seguenti conti:

valore contabile	
rivalutazione testate editoriali	967.810,00 €
ammortamento in conto	- 193.562,00 €
testate editoriali	45.000,00 €
fondo amm.to testata editoriale	- 238.562,00 €
VALORE BILANCIO 2023	**580.686,00 €**

Il partitario "rivalutazione testate editoriali", che si riporta di seguito, assume un valore pari a euro 774.248, corrispondente a un valore lordo di euro 967.810 e un ammortamento di euro 193.562.

```
Pag.      7    [Ditta: 00001 - 2023]      Schede Contabili [Esercizio:2023]  (Euro)
27/11/2025    PAGINE s.r.l.

P
N Data Rg. Cs. Descrizione---- Descrizione Aggiuntiva-------- Numero Documento---- Data Dc. Protoc. --------------Dare/Avere ---------------Saldo

0001210018 RIVALUTAZIONE TESTATE EDITORIALI


  01/01/23 AC  Apertura conti  GENERALE DEI CONTI                              01/01/23                967.810,00               967.810,00
  31/12/23 016 OP.GIORNALIERA  AMMORTAMENTI AL 31.12.23                         / /                     193.562,00               774.248,00
  31/12/23 CC  Chiusura conti  GENERALE DEI CONTI                             31/12/23                  774.248,00                     0,00
                                                                                                    ------------------------
                                                                                                      967.810,00
                                                                                                      967.810,00

                                                                          DARE PERIODO :              967.810,00
                                                                          AVERE PERIODO:                    967.810,00
                                                                          SALDO PERIODO:                                             0,00
```

Risultava altresì presente il conto "testate editoriali" per euro 45.000 non ammortizzato e il conto "fondo amm.to testata editoriale" per euro 238.562.

Nel bilancio 2020 viene eseguita la rivalutazione delle immobilizzazioni immateriali.

Stato patrimoniale

	31-12-2020	31-12-2019
Stato patrimoniale		
Attivo		
B) Immobilizzazioni		
I - Immobilizzazioni immateriali	1.120.234	152.424
II - Immobilizzazioni materiali	21.747	3.229
III - Immobilizzazioni finanziarie	25.059	21.959
Totale immobilizzazioni (B)	1.167.040	177.612

(1)

Altre riserve	31/12/2020	31/12/2019
Riserva straordinaria	31.009	87.644
Riserva da rivalutazione testate editore	938.775	
Differenza da arrotondamento all'unità di Euro	(1)	

La rivalutazione è stata effettuata per euro 967.810 e ha comportato l'appostazione di una riserva di patrimonio di pari importo al netto degli ammortamenti per euro 938.775. Ne discende che, **nell'anno 2020, alle testate veniva attribuito un valore pari a euro 1.012.810 (pari alla rivalutazione di euro 967.810 sommato al valore contabile di euro 45.000)**. Normativamente il suddetto valore, secondo la normativa utilizzata per l'iscrizione, corrisponde al valore corrente, determinato utilizzando alternativamente il criterio del **valore d'uso oppure il criterio del valore di mercato**.

La riserva nell'ultimo bilancio approvato (2023) era pari a euro 721.567.

In nota integrativa si legge quanto segue

"*La società si è avvalsa della facoltà di rivalutare le immobilizzazioni immateriali evidenziando in apposito paragrafo, come previsto dall'articolo 110 del Decreto Legge 104/2020 (convertito dalla Legge 126/2020), le seguenti informazioni: criterio adottato; legge di riferimento; importo della rivalutazione, al lordo ed al netto degli ammortamenti; effetto sul patrimonio netto.*

La rivalutazione è stata effettuata su n. 21 testate editoriali sia cartacee che online rispettando il criterio della prudenza.

La normativa ha consentito di rivalutare anche i beni immateriali non iscritti prima in bilancio nello stato patrimoniale, ma solo al conto economico, secondo quanto previsto dall'OIC con il documento n. 7 del 31.03.2021. La società ha provveduto a versare l'imposta sostitutiva."

"*In base alle previsioni dell'articolo 110 del Decreto Legge 104/2020 (convertito dalla Legge 126/2020) la società ha ritenuto opportuno rivalutare le seguenti attività immateriali: Rivalutazione delle testati editoriali di proprietà della Società attraverso* ***relazione di stima di un perito incaricato.***

La rivalutazione dei beni d'impresa operata ai sensi dell'art. 110 commi 1-7 del DL 14.08.2020 n.104 convertito con la Legge 13 ottobre 2020, n.126, consente alle imprese, in deroga alle disposizioni dell'art. 2426 c.c., di iscrivere i maggiori valori effettivamente attribuibili ai beni secondo il valore corrente, determinato utilizzando alternativamente il criterio del valore d'uso oppure il criterio del valore di mercato. Si precisa che il valore d'uso e il valore di mercato rappresentano il limite massimo di rivalutazione, pertanto è rimessa all'organo amministrativo la facoltà di attestarsi su valori intermedi di rivalutazione."

La scrivente ha quindi richiesto la relazione di stima utilizzata per la rivalutazione.

3. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE TESTATE EDITORIALI

3.1 LE TESTATE EDITORIALI

La testata editoriale costituisce l'elemento identificativo di una pubblicazione periodica o comunque destinata alla diffusione di informazioni presso il pubblico, indipendentemente dal mezzo utilizzato (cartaceo o digitale). Essa rappresenta il segno distintivo attraverso cui il prodotto editoriale viene identificato sul mercato e si differenzia rispetto ad altri prodotti analoghi.

La testata diviene quindi una fonte di raccolta pubblicitaria attraverso la pubblicazione di annunci e messaggi di inserzionisti, ma assume anche rilievo la sua capacità di incidere sull'opinione pubblica, con particolare riguardo ai campi politico e sociale.

Sotto il profilo giuridico, la testata è riconducibile al titolo della pubblicazione e al relativo apparato distintivo (nome, logo, impaginazione), ed è soggetta agli obblighi di registrazione previsti dalla normativa sulla stampa, laddove ne ricorrano i presupposti.

L'art. 1 della L. 47/1948 (c.d. legge sulla stampa) si limita a definire stampe o stampati «*tutte le riproduzioni tipografiche o comunque ottenute con mezzi meccanici o fisico-chimici, in qualsiasi modo destinate alla pubblicazione*»; l'art. 1 della L. 62/2001 definisce invece il prodotto editoriale come «*il prodotto [..] destinato alla pubblicazione o, comunque, alla diffusione di informazioni presso il pubblico con ogni mezzo, [..] con esclusione dei prodotti discografici o cinematografici».*

L'art. 2 della legge sulla stampa stabilisce che, nella pubblicazione di tipo professionale, devono essere presenti i dati utili all'individuazione dei soggetti coinvolti nella realizzazione della pubblicazione medesima, quali:

- nome e domicilio dell'editore, se esiste (per i siti web può coincidere con l'autore);
- nome del proprietario e del direttore o vice direttore responsabile;

- luogo e anno della pubblicazione;
- nome e domicilio dello stampatore (per i siti è il fornitore di hosting).

L'art. 5 della legge sulla stampa prevede inoltre la registrazione presso la cancelleria del tribunale del luogo in cui la pubblicazione viene effettuata, mediante il deposito di una serie di documenti, taluni meramente dichiarativi, altri comprovanti il possesso in capo al proprietario e al direttore, o al vice direttore responsabile, del possesso di taluni requisiti, tra cui l'essere iscritto all'albo dei giornalisti.

In ambito civilistico ed economico, la testata non coincide con l'azienda editoriale nel suo complesso, ma costituisce un bene immateriale autonomamente individuabile, suscettibile di circolazione giuridica e di autonoma valutazione. Generalmente essa è riconducibile essenzialmente al titolo e al logo che la contraddistinguono.

Dal punto di vista economico-aziendale, la testata editoriale è caratterizzata da:

- una vita utile tendenzialmente indefinita, legata alla sua capacità di mantenere nel tempo riconoscibilità e attrattività presso il pubblico;
- una forte dipendenza dal contesto di mercato, dalle dinamiche tecnologiche e dai modelli di business adottati;
- la possibilità di conservare un valore economico anche in presenza di risultati negativi dell'impresa editrice, dando luogo al noto fenomeno della "testata forte in azienda debole".

La testata assume, pertanto, una funzione centrale nella creazione (o nella potenziale creazione) di valore, in quanto veicolo dei ricavi da vendite, abbonamenti e, soprattutto, da raccolta pubblicitaria, che rappresenta storicamente il principale driver economico del settore editoriale.

Il trattamento contabile delle testate editoriali si colloca in un ambito caratterizzato da assenza di una disciplina specifica nei principi contabili nazionali, con conseguente necessità di fare riferimento ai criteri generali applicabili alle immobilizzazioni immateriali.

Ai sensi dell'art. 2424 c.c. e del principio contabile OIC 24, il costo sostenuto per l'acquisizione di una testata editoriale può essere iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale tra le immobilizzazioni immateriali, generalmente alla voce relativa a concessioni, licenze, marchi e diritti simili, purché sussistano i requisiti di identificabilità, controllabilità e attendibile misurazione del costo.

In assenza di indicazioni specifiche:

- la testata editoriale è normalmente considerata un bene a vita utile indefinita;

- ne consegue che l'ammortamento sistematico risulta, nella prassi, limitato o escluso, privilegiandosi invece una verifica periodica della recuperabilità del valore (impairment test).

3.2 TRATTAMENTO CONTABILE

Il principio contabile internazionale IAS 38, pur non vincolante per i soggetti che redigono il bilancio secondo i principi nazionali, fornisce un utile riferimento interpretativo, qualificando le testate editoriali come attività immateriali non rivalutabili al fair value in assenza di un mercato attivo, non soggette a ammortamento sistematico se a vita utile indefinita e soggette a impairment test, volto a verificare l'eventuale perdita durevole di valore.

Nel caso di specie, la società ha proceduto, come già indicato, alla rivalutazione delle testate editoriali in base alle previsioni dell'articolo 110 del Decreto Legge 104/2020 (convertito dalla Legge 126/2020). La norma citata ha introdotto una misura straordinaria di rafforzamento patrimoniale, consentendo alle imprese di rivalutare i beni d'impresa risultanti dal bilancio, anche in deroga alle ordinarie disposizioni di cui all'art. 2426 c.c..

La rivalutazione de qua consentiva alle imprese di iscrivere i maggiori valori effettivamente attribuibili ai beni secondo il valore corrente. Nello specifico, la rivalutazione poteva essere effettuata entro il limite rappresentato:

- dal valore d'uso, inteso quale valore attuale dei flussi finanziari futuri attesi dall'utilizzo del bene nell'ambito dell'attività aziendale;
- dal valore di mercato, inteso quale presumibile valore realizzabile attraverso una libera negoziazione tra parti indipendenti.

Tali ultimi valori rappresentano il limite massimo di rivalutazione, non potendo questa eccedere il valore recuperabile del bene.

La rivalutazione è avvenuta sulla base di una relazione di stima da parte di un perito incaricato, secondo quanto indicato – in nota integrativa al bilancio 2020 – di aver acquisito.

3.3 I METODI PER DEFINIRE IL VALORE DELLE TESTATE EDITORIALI

La valutazione delle testate editoriali rientra nel più generale ambito della stima degli intangibles a vita utile indefinita, per i quali la dottrina economico-aziendale individua tre principali approcci metodologici, applicabili anche alle testate, con gli opportuni adattamenti.

Come è noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri e metodologie che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

I criteri di valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché della finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, si ritiene opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

La determinazione del valore degli asset immateriali è un procedimento complesso e le sue risultanze possono essere differenti a seconda della metodologia utilizzata.

La dottrina e la migliore prassi hanno individuato i seguenti metodi di valutazione:

- Reddituali – *income approach,*
- Di mercato – *market approach,*
- Dei costi – *cost approach,*
- Metodi misti e empirici.

3.4 CRITERI REDDITUALI

Nei metodi reddituali il valore del bene si basa sulla sua capacità futura di produrre reddito in futuro, contrapposta alla remunerazione del capitale investito ottenibile sul mercato dei capitali. La valutazione è dunque sintetica ed unitaria.

$$\boldsymbol{V = \sum_{T=1}^{n} \frac{R}{i}}$$

Dove

- V è il valore dell'asset immateriale,
- R - in ambito editoriale, R dipende dai ricavi prospettici da vendite, abbonamenti e pubblicità, al netto dei costi operativi necessari al mantenimento della testata stessa;
- i è il tasso di attualizzazione.

Questo metodo presuppone l'analisi della gestione passata al fine di individuare gli elementi che hanno determinato il risultato di esercizio e l'analisi delle prospettive di gestione future. Questa fase è prodromica rispetto alla determinazione del reddito atteso.

Il metodo è inapplicabile alle testate editoriali facenti parte di aziende in disequilibrio economico.

3.5 CRITERI DI MERCATO

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni similari avvenuti nel recente passato (c.d. transazioni comparabili). I criteri di mercato consistono nel riconoscere al bene immateriale un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende similari.

Tuttavia, la loro applicazione risulta spesso limitata, a causa:

- Assenza di un numero significativo di operazioni comparabili;
- Eterogeneità delle testate;
- Assenza di un mercato attivo e trasparente.

Per tali ragioni, l'approccio di mercato viene normalmente utilizzato come criterio di controllo, più che come metodo principale.

3.6 CRITERI DEL COSTO

L'approccio dei costi valorizza la testata in funzione dei costi sostenuti per la sua creazione e sviluppo, includendo le perdite operative sostenute nelle fasi di avviamento e consolidamento. Tale metodo risulta particolarmente utile nei casi in cui la testata non sia ancora in grado di esprimere una redditività stabile, ma sia dotata di una potenzialità economica.

3.7 CRITERI EMPIRICI E MISTI

I metodi empirici e misti si basano su grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche) e che, per l'industria, possono individuarsi per esempio nel fatturato o nel numero di unità produttive e, per le banche, nel volume della raccolta o nel numero degli sportelli.

Nella prassi valutativa delle testate editoriali, i suddetti approcci trovano sintesi in modelli empirici di tipo misto, basati sulle seguenti grandezze:

- ricavi caratteristici;
- ricavi pubblicitari;
- perdite operative storiche.

Tali metodologie, pur non configurandosi come formule matematiche rigide, consentono di esprimere un giudizio di valore coerente con le peculiarità del settore e con la frequente presenza di risultati economici negativi.

3.8 SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE

L'individuazione dei criteri da adottarsi ai fini della determinazione del valore corrente teorico delle testate ovvero di un ramo d'azienda ha dato adito a soluzioni contrastanti. La valutazione di un bene immateriale, come anche quella di un'azienda, si ispira a concetti, criteri e metodi ai quali si chiede di esprimere una misura dotata nel più alto grado possibile delle seguenti caratteristiche:

- di razionalità, nel senso che essa deve derivare da un processo logico chiaro e convincente, e come tale largamente condivisibile;
- di dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula grandezze supportate da dati comparabili;
- di neutralità, nel senso di escludere scelte meramente soggettive e perciò influenzanti senza ragione i risultati delle stime;
- di stabilità, nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a fattori contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.

Tutto ciò premesso, nella scelta del metodo occorre considerare gli elementi caratterizzanti il bene immateriale oggetto di valutazione.

Per la valutazione delle testate editoriali raramente vengono applicati i metodi diretti, basati sui multipli e sulle transazioni comparabili. Ciò in quanto non si ritiene siano rappresentativi del mercato editoriale (che per sua natura ha una base ristretta), sia perché non significativi in un settore considerando strategico. Nella prassi, i metodi che trovano maggiore applicazione, sono quelli empirici. La testata viene valorizzata come bene immateriale a vita utile pluriennale, potendosi assimilare a marchio dell'azienda editoriale. Nello specifico, generalmente, la valutazione delle testate viene effettuata mediante l'applicazione di metodi empirici, basati sulla seguente formula:

$$a\ x\ F + b\ x\ P - c\ x\ R$$

Dove:

F = fatturato medio annuo per la vendita del giornale;

P = fatturato medio annuo per pubblicità nazionale e locale;

R =livello medio delle perdite operative annuali;

a = moltiplicatore generalmente pari a 1;
b = moltiplicatore generalmente oscillante tra 1 e 3;
c = moltiplicatore generalmente oscillante tra 3 e 5.

Se la testata non produce perdite l'ultimo addendo non sussiste. Se si adotta il metodo complesso il secondo addendo può essere scomposto tra pubblicità locale e nazionale.

4. LA DETERMINAZIONE DEL VALORE

4.1 L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

In relazione alle testate il curatore avviava, con la sezione stampa del Tribunale di Roma, una interlocuzione finalizzata a verificare se la Società Pagine S.r.l. avesse adempiuto all'obbligo di pubblicazione periodica (con cadenza almeno annuale) delle riviste, relative alle testate che risultano di titolarità della Società in liquidazione giudiziale. Il curatore ha riferito alla scrivente (con pec del 3 aprile 2026) che con comunicazione del 27 febbraio 2026, la funzionaria del Tribunale di Roma, Dott.ssa Fatone, che sta seguendo la pratica, comunicava quanto segue: "*le testate registrate presso il nostro Ufficio di proprietà della Società Pagine S.r.l. sono diverse, ma quasi tutte non risultano aggiornate e pertanto non possiamo rilasciare il certificato di valida iscrizione perché potrebbero essere decadute. Infatti, occorre verificare con lei lo stato delle pubblicazioni ed eventualmente procedere alla cancellazione delle stesse per intervenuta decadenza, previo appuntamento in sede. Resto a disposizione per ulteriori informazioni al mio recapito telefonico, per concordare le modalità operative. Cordiali saluti"*
A seguito di tale comunicazione, il curatore, unitamente ai Signori Luciano Lucarini e Letizia Lucarini (quest'ultima anche quale referente della Società Casa Editrice Pagine) si recava presso la richiamata sezione del Tribunale per le attività funzionali a ricostruire la cronologia delle pubblicazioni, curate da Pagine S.r.l. e, successivamente, da Casa Editrice Pagine. Dalle verifiche effettuate dalla curatela è risultato che le uniche testate editoriali che, verosimilmente, potrebbero non essere incorse nelle decadenze indicate dal Tribunale, potrebbero essere quelle oggetto del rapporto contrattuale pendente con Casa Editrice Pagine, atteso che per le altre Pagine S.r.l. aveva già interrotto le pubblicazioni, per assenza di abbonati.

Quanto a quelle oggetto del contratto con Casa Editrice Pagine, quest'ultima in persona della Dott.ssa Lucarini ha comunicato che per il borghese non si è verificata la causa di decadenza, mentre le altre 4 la situazione è la seguente:

- Teatro e Cinema ultimo numero pubblicato 47- 48 del 01/07/2024;
- Nova Historica 83 ultimo numero pubblicato il 13/02/2025;
- Lavori in corso 50 ultimo numero pubblicato il 11/03/2025;
- Costellazioni dal numero 27 (stampato il 31/03/2025) e risulta pubblicato online.

In ogni caso, si procederà nel prosieguo alla valutazione delle n. 5 testate editoriali suddette, in quanto anche ove si fosse verificata la decadenza per tali ultime 4 testate, la società proprietaria conserva il diritto alla sua utilizzazione esclusiva per 2 anni. Pertanto, neppure risultano applicati coefficienti per ridurre il valore delle testate decadute.

Si precisa, comunque, che il contratto di licenza d'uso delle testate, all'articolo 5 prevede un espresso obbligo per la licenziataria di conservazione dell'integrità del valore economico.

Pertanto, sulla base di quanto emerso, per procedere alla valorizzazione delle testate editoriali di proprietà di Pagine è stata preliminarmente effettuata la seguente necessaria distinzione:

a) testate attualmente in corso di pubblicazione in quanto oggetto del contratto di licenza d'uso del 27 gennaio 2025. Trattasi, come anticipato, delle seguenti n. 5 testate editoriali: Costellazioni, Il Borghese, Lavori in Corso Primaria, Nova Historica e Teatro e Cinema contemporaneo;
b) testate editoriali decadute per assenza di pubblicazioni

Saranno oggetto di valutazione solo le testate di cui al punto a) e non quelle di cui al punto b).

Quanto alle testate di cui al punto b), nessun valore risulta attribuibile alle stesse in ragione del loro mancato utilizzo. Trattasi delle seguenti testate:

Testata
Alice (progetto Alice)
Amministrazione e contabilità degli Enti Pubblici
Avanguardia
Candido
Englishes
Gli Italiani (online)
Imperi
La Destra / Identità
Lavori in corso secondaria
Plaisance

Testata
Poeti e Poesia
Scholia - Scholia didattica
Voce Romana
KRISIS
L'Educatore
La Porta D'Oriente

Alcune delle testate di cui al punto b) producevano fatturato sino al 2022, mentre dopo il 2023 il fatturato prodotto è nullo. Pertanto, non è comunque possibile a procedere di alcuna valorizzazione in quanto per effetto dell'assenza di fatturato, il relativo valore sarebbe nullo. A mero scopo rappresentativo si riportano di seguito i dati di fatturato comunicati.

- **Scholia**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	18.525 €	0 €	0 €
2022	14.840 €	0 €	0 €
2023	18.999 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Avanguardia**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	4.363 €	0 €	0 €
2022	6.313 €	0 €	0 €
2023	343 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Poeti e Poesia**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	9.864 €	0 €	0 €
2022	12.110 €	0 €	0 €
2023	14.710 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Progetto Alice**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	11.088 €	0 €	0 €
2022	8.648 €	0 €	0 €
2023	5.051 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Lavori in corso 2° ciclo**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	3.088 €	0 €	0 €
2022	210 €	0 €	0 €
2023	0 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Voce Romana**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	16.910 €	0 €	0 €
2022	12.536 €	0 €	12.000 €
2023	8.870 €	0 €	2.000 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

- **Candido**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	50.114 €	0 €	0 €
2022	40.587 €	0 €	0 €
2023	39.163 €	0 €	0 €
2024	0 €	264 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

4.2 IL FATTURATO, I RICAVI PUBBLICITARI E LE PERDITE OPERATIVE

Quanto alle testate di cui al punto a), la scrivente ha richiesto alla società concessionaria del relativo utilizzo i dati di fatturato 2025.

La società Casa editrice Pagine ha quindi comunicato i livelli di fatturato, i ricavi pubblicitari e le perdite operative per l'anno 2025. Si riportano quindi di seguito i dati relativi alle n. 5 testate editoriali ricadenti nella categoria a).

- **Il Borghese**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	335.204 €	0 €	11.000 €
2022	336.431 €	0 €	0 €
2023	307.195 €	0 €	0 €
2024	234.475 €	3.417 €	0 €
2025	91.298 €	0 €	0 €

- **Historica**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	87.074 €	0 €	0 €
2022	67.729 €	0 €	0 €
2023	32.390 €	0 €	0 €
2024	56.899 €	350 €	0 €
2025	24.487 €	0 €	0 €

- **Teatro e Cinema contemporaneo**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	11.738 €	0 €	0 €
2022	21.032 €	0 €	0 €
2023	14.008 €	0 €	0 €
2024	7.409 €	0 €	0 €
2025	1.538 €	0 €	0 €

- **Lavori in corso**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	218.673 €	0 €	9.000 €
2022	186.983 €	0 €	0 €
2023	117.256 €	0 €	0 €
2024	85.204 €	1.118 €	0 €
2025	38.864 €	0 €	0 €

- **Costellazioni**

anno di comp.	Fatturato	perdita op.	ricavi pubblicità
2021	1.458 €	0 €	0 €
2022	2.733 €	0 €	0 €
2023	1.133 €	0 €	0 €
2024	0 €	0 €	0 €
2025	0 €	0 €	0 €

Si riassumono di seguito i dati relativi alle n. 5 testate editoriali nel 2025 concesse in uso. Il dato è limitato al fatturato in quanto nel 2025 non sono risultati presenti ricavi pubblicitari né perdite operative.

Testata	fatturato annuo 2025	valore mercato stima	Note
Costellazioni	- €	- €	
Il Borghese	91.297,99 €	91.297,99 €	3350 abbonati nel 2024, 1306 nel 2025
Lavori in corso primaria	38.864,40 €	38.864,40 €	1219 abbonati nel 2024, 556 nel 2025
Nova Historica	24.487,20 €	24.487,20 €	814 abbonati nel 2024, 350 nel 2025
Teatro e cinema contemporaneo	1.537,80 €	1.537,80 €	106 abbonati nel 2024, 22 nel 2025
TOTALE	**156.187,39 €**	**156.187,39 €**	

La tabelle sopra riportata, nella colonna "note", reca l'indicazione del numero di abbonati nel 2024 e nel 2025.

È evidente la diminuzione del numero di abbonati. Tale andamento risulta del tutto fisiologico nel mercato di riferimento delle testate di proprietà di Pagine. Occorre infatti considerare che si tratta di pubblicazioni esclusivamente in formato cartaceo e che gli abbonamenti sono stati storicamente sottoscritti tramite call center. Il pubblico di riferimento è inoltre caratterizzato da un'età anagrafica mediamente molto elevata, superiore ai 75 anni, circostanza che comporta, nel tempo, una naturale contrazione della base degli abbonati.

Questa riduzione non viene adeguatamente compensata dall'acquisizione di nuovi abbonati, anche in ragione delle difficoltà di intercettare nuova domanda per una tipologia di prodotto come quella offerta. È pertanto ragionevole prevedere che, in linea con il trend già in atto, il numero degli abbonati continuerà a diminuire anche nel breve-medio periodo.

4.3 I MOLTIPLICATORI

I dati relativi al fatturato delle testate editoriali destinate alla diffusione di informazioni presso il pubblico, indipendentemente dal mezzo utilizzato (cartaceo o digitale). Essa rappresenta il segno distintivo attraverso cui il prodotto editoriale viene identificato sul mercato e si differenzia rispetto ad altri prodotti analoghi.

Coerentemente con la prassi di settore il moltiplicatore del fatturato viene assunto pari a 1. I moltiplicatori dei ricavi pubblicitari e delle perdite operative non vengono determinati, non essendo

presenti i dati relativi ai fattori ai quali si dovrebbero applicare, con conseguente irrilevanza degli stessi nel metodo di valutazione adottato.

4.4 STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE TESTATE EDITORIALI

Di seguito un prospetto di riepilogo del valore delle testate editoriali, calcolato secondo la metodologia e le assunzioni esposte ai paragrafi che precedono:

Testata	fatturato annuo 2025	valore mercato stima
Costellazioni	- €	- €
Il Borghese	91.297,99 €	91.297,99 €
Lavori in corso primaria	38.864,40 €	38.864,40 €
Nova Historica	24.487,20 €	24.487,20 €
Teatro e cinema contemporaneo	1.537,80 €	1.537,80 €
TOTALE	**156.187,39 €**	**156.187,39 €**

5. CONCLUSIONI

Sulla base della metodologia e delle analisi sopra descritte, il valore delle testate editoriali di proprietà della Pagine S.r.l. in liq.ne può essere quantificato – a seguito di arrotondamento – come segue:

- Costellazioni valore nullo;
- Il Borghese euro 91.000;
- Lavoro in corso primaria euro 39.000;
- Nova Historica euro 24.500;
- Teatro e Cinema Contemporaneo euro 1.500.

Roma, 11 aprile 2026

Dott.ssa Francesca Sarcone

