



TRIBUNALE ORDINARIO DI ROMA
SEZIONE FALLIMENTARE

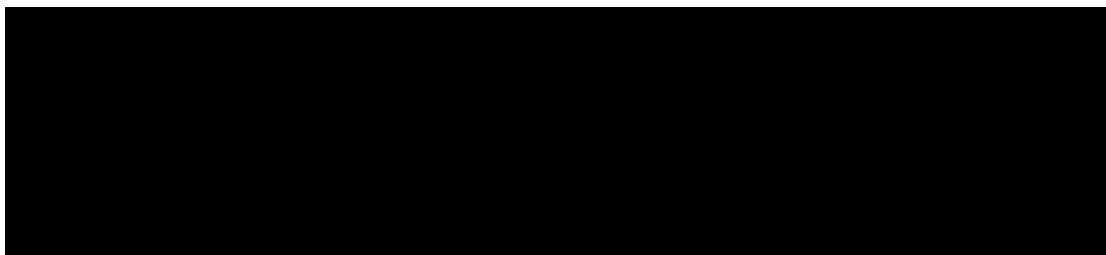
FALLIMENTO N. 545/2021

LT MULTIMEDIA S.R.L.

G.D. DOTT. MARCO GENNA

CURATORE AVV. MONICA FIORE

STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO “*MARCOPOLO*”



SOMMARIO

1. OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA	2
2. PRESUPPOSTI E LIMITI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	6
3. BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ E DEL SETTORE DI APPARTENENZA	8
4. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI	11
5. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA	15
6. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO	16
6.1 LE ROYALTIES ASSOCIABILI AL MARCHIO.....	16
6.2 IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	19
6.3 LA VITA UTILE DEL MARCHIO	21
6.4 IL VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO CALCOLATO CON IL METODO DI ATTUALIZZAZIONE DELLE ROYALTIES.....	21
7. CONCLUSIONI	22
8. ALLEGATI.....	23

1. Oggetto dell'incarico e documentazione esaminata

Il sottoscritto Dott. Gianluigi Degli Esposti Zoboli, [REDACTED]

[REDACTED] iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di [REDACTED] dal 24.1.2011 al n. [REDACTED] ed al Registro dei Revisori Legali al n. [REDACTED] D.M. 24.1.2011 G.U.R.I. n. 9 del 1.2.2011), è stato incaricato dall'Avv. Monica Fiore, curatore del fallimento n. 545/2021 LT MULTIMEDIA S.r.l., di valutare il marchio "Marcopolo" di proprietà della società fallita.

Di seguito vengono riportati gli estremi di registrazione italiana e comunitaria del marchio in esame:



Paese	Data del primo deposito	N. domanda	Data registrazione	N. registrazione	Data del rinnovo	Titolare
Italia	15.12.2010	RM2010C007571	23/03/2011	0001437242	11.6.2021	LT Multimedia S.r.l. in concordato preventivo



Paese	Data del primo deposito	N. domanda	Data registrazione	Data del rinnovo	Scadenza	Titolare
Unione Europea	23/09/2004	004043352	18/08/2008	24/09/2014	23/09/2024	LT Televisioni S.r.l.



Paese	Data del primo deposito	N. domanda	Data registrazione	Data del rinnovo	Scadenza	Titolare
Unione Europea	29/09/2004	004052957	18/07/2006	24/09/2014	29/09/2024	LT Televisioni S.r.l.

Al marchio “*Marcopolo*” è strettamente legato - anche dal punto di vista grafico - il marchio editoriale “*Diari di Viaggio by Marcopolo*”, cui sono collegate le testate editoriali “*Diari di Viaggio by Marcopolo*” e “*Diari di Viaggio i Quaderni*” e quella televisiva “*Marcopolo*”.

DIARI DI VIAGGIO BY
MARCOPOLO

I Quaderni
Diari di Viaggio

Di seguito si riportano gli estremi di registrazione del marchio e delle testate.

Marchio " <i>Diari di Viaggio by Marcopolo</i> "						
Paese	Data del primo deposito	N. domanda	Data registrazione	N. registrazione	Data del rinnovo	Titolare
Italia	10.8.2010	RM2010C005144	25/02/2011	0001424612	12.8.2020	LT Multimedia S.r.l.

Testata editoriale " <i>Diari di Viaggio by Marcopolo</i> "				
Periodicità	Direttore responsabile	N. iscrizione	Data iscrizione	Tribunale
Mensile	██████████	393/2009	19.11.2009	Roma

Testata editoriale " <i>Diari di Viaggio i Quaderni</i> "				
Periodicità	Direttore responsabile	N. iscrizione	Data iscrizione	Tribunale
Bimestrale	██████████	349/2012	20.12.2012	Roma

Testata editoriale televisiva " <i>Marcopolo</i> "				
Periodicità	Direttore responsabile	N. iscrizione	Data iscrizione	Tribunale
Quotidiano	██████	356/1998	10.7.1998	Roma

Si ritiene opportuno valutare unitariamente nell'ambito del marchio "*Marcopolo*" l'insieme dei marchi e delle testate sopra evidenziati. In tal senso il marchio "*Marcopolo*" è stato inteso come un unico segno distintivo declinato in un'offerta commerciale articolata nel campo televisivo e editoriale.

Lo scrivente ha adempiuto all'incarico ricevuto sulla base dei dati, delle informazioni e della metodologia esposti nei successivi capitoli, con le avvertenze e le precisazioni riepilogate di seguito.

La documentazione esaminata ai fini dell'espletamento dell'incarico ricevuto, consegnata dal curatore del fallimento Avv. Monica FIORE, è la seguente:

1. Parere sul valore attribuibile ai beni immateriali marchio "*Marcopolo*" e library programmi, detenuti dalla Società "LT Multimedia S.p.A.", alla data di riferimento del 31 dicembre 2015 redatta dal [REDACTED] (All. n. 1);
2. Stima del valore economico dei beni immateriali marchio "*Marcopolo*" e library programmi redatta dal perito della procedura concordataria Dott. [REDACTED] (All. n. 2);
3. Ricognizione e stima del valore economico dei marchi di proprietà della "[REDACTED]" avente ad oggetto i marchi [REDACTED] e [REDACTED] redatta dal Prof. [REDACTED] (All. n. 3);
4. Avviso della procedura di vendita dei i marchi [REDACTED] e [REDACTED] che ha avuto luogo il 13 gennaio 2022 (All. n. 4);
5. Ricorso ex art. 161, comma 6 L.F. presentato in data 4 novembre 2020 da [REDACTED] presso il Tribunale di Tivoli (All. n. 5).

Tanto premesso nel prosieguo della presente relazione si procede:

- nel cap. 2 all'illustrazione dei presupposti e dei limiti di svolgimento del presente incarico;
- nel cap. 3 ad una breve descrizione della società e del settore di appartenenza;
- nel cap. 4 alla presentazione delle principali metodologie di stima del valore economico dei marchi;
- nel cap. 5 alla scelta della metodologia valutativa;
- nel cap. 6 alla stima del valore economico del marchio;
- nel cap. 7 a formulare le conclusioni cui si è pervenuti a seguito della stima effettuata.

2. Presupposti e limiti nello svolgimento dell'incarico

La presente relazione si basa sui seguenti presupposti e limitazioni:

- i dati, i documenti e le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della relazione sono stati forniti dalla curatela fallimentare. Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni;
- la valutazione prescinde da qualsivoglia verifica sulla titolarità del marchio e sulla sussistenza dei requisiti giuridici che ne garantiscano la validità;
- la valutazione è stata effettuata esclusivamente sulla base dei dati forniti e nel presupposto della completa disponibilità del marchio e non tiene pertanto conto di alcun gravame o limitazione che possa incidere sull'utilizzo;
- la stima è stata effettuata avendo riferimento alle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. La stima non tiene, pertanto, conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali). Nulla di quanto esposto nella presente relazione può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa la redditività prospettica del marchio ovvero il suo andamento economico futuro;
- le conclusioni cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- la stima del valore del marchio è stata effettuata prescindendo dalle eventuali sinergie e dalle economie/diseconomie che potrebbero derivare dall'inserimento del marchio nell'economia di un eventuale specifico soggetto acquirente.

Lo scrivente fa presente che nello svolgimento dell'incarico si sono riscontrate le seguenti principali difficoltà:

- non sono disponibili proiezioni aggiornate in ordine all'andamento economico, patrimoniale e finanziario che permettano una affidabile previsione circa i risultati attesi dallo sfruttamento del marchio. Si precisa che non è stato possibile accedere alla documentazione contabile della ██████████, affittuaria dell'azienda della LT Multimedia dal 1° ottobre 2015 al 13 aprile 2021, anch'essa dichiarata fallita dal Tribunale di Tivoli con sentenza n. 12 del 17 febbraio 2021 (Fall. n. 3/2021). Pertanto, l'unico parametro di riferimento è costituito dalla documentazione e dalle proiezioni contenute nel parere redatto dal Prof. ██████████ e riferito alla data del 31 dicembre 2015;
- tuttavia, dall'esame del ricorso ex art. 161, comma 6 L.F. (**All. n. 5** - pagg. 3-4) presentato in data 4 novembre 2020 da ██████████. presso il Tribunale di Tivoli, si evince che l'affittuaria dell'azienda sino al 2020 aveva proseguito la pubblicazione delle seguenti testate editoriali: *I Quaderni di ██████████* (mensile: ultima uscita agosto 2020), *I diari di viaggio by Marcopolo* (mensile: ultima uscita maggio 2020), *I quaderni – diari di Viaggio* (mensile: ultima uscita maggio 2020), *Best 100 – diari di Viaggio* (mensile: ultima uscita gennaio 2020);
- i dati di fatturato conseguito dalla società, all'epoca in bonis, per vendite riferite ai prodotti e servizi contrassegnati dal marchio a disposizione dello scrivente sono frutto di un'elaborazione risalente al 2015 del *management* della LT Multimedia. L'attendibilità di tali informazioni non è stata in alcun modo verificata;
- non è stato possibile individuare dati di mercato riferiti a operazioni di compravendita di marchi assimilabili a quelli di LT Multimedia S.r.l. ovvero dati relativi alla concessione in licenza di marchi specificamente comparabili dai quali potere enucleare un *royalty rate* puntuale, si farà quindi riferimento al tasso adottato nel parere del Prof. ██████████ peraltro confermato nella successiva stima del Dott. ██████████

Tenuto conto di quanto rappresentato, si sottolinea che la valutazione effettuata sconta inevitabilmente gradi di aleatorietà e incertezza maggiori di quelli, peraltro già tipici, di ogni procedimento valutativo che mira - come è corretto che sia - a stimare il valore di un'attività economica sulla base della sua capacità prospettica di generare benefici economici.

3. Breve descrizione della società e del settore di appartenenza

La LT Multimedia S.p.A. è stata costituita in data 27 ottobre 2011 ed iscritta presso la Sezione Ordinaria della C.C.I.A.A. di Roma il successivo 11 novembre 2011.

La società svolgeva attività di emittente televisiva, editoriale e l'esercizio del commercio di libri e periodici, nonché di concessionaria di raccolta pubblicitaria. La "LT Multimedia", appena costituita mediante conferimento, ha acquisito alcune divisioni editoriali e commerciali presenti sul mercato televisivo italiano sin dall'anno 1997, contraddistinte dai marchi¹ ██████████ "Marcopolo", ██████████ e ██████████

Il core business della "LT Multimedia" comprendeva la declinazione verticale di contenuti tematici attraverso le più innovative piattaforme digitali (televisione, internet, mobile, ecc...), affiancata alla distribuzione tradizionale su carta stampata. Più precisamente, il modello di business della società prevedeva la valorizzazione di assets tipicamente italiani e, segnatamente, cibo/cucina, mondo dell'home e turismo/territorio, sviluppandosi nel tempo attraverso una fittiva e continuativa collaborazione con Sky, dal 1997 sino al 31 dicembre 2013, in forza della quale "LT Multimedia" ideava e realizzava, a proprie spese, i canali televisivi tematici ██████████ "Marcopolo", ██████████ e ██████████ che venivano trasmessi sulla piattaforma televisiva satellitare della stessa Sky.

I quattro canali erano inseriti da SKY nel proprio bouquet come parte integrante dell'offerta televisiva fornita a tutti gli abbonati. La peculiarità di tale rapporto contrattuale consisteva nel fatto che SKY, in quanto titolare dell'unica piattaforma satellitare a pagamento esistente sul territorio italiano, rappresentava

¹ I marchi ██████████ e ██████████ sono di proprietà del fallimento n. ██████████ "██████████" del Tribunale di Roma.

anche l'unico operatore al quale "LT Multimedia" poteva rivolgersi per la diffusione e distribuzione dei propri canali televisivi, ricevendo, a fronte della licenza (content provider) dei propri contenuti editoriali, una remunerazione contrattualmente predefinita dalla stessa SKY (service provider). Il rapporto di licenza e di distribuzione a pagamento sulla piattaforma satellitare ha coperto senza soluzione di continuità un lungo periodo a partire dal 1997 (con la allora piattaforma Tele+), passando per un primo contratto di licenza sottoscritto in continuità con Sky Italia nel 2003, successivamente rinnovato nel dicembre 2008 e conclusosi - del tutto inaspettatamente - il 31 dicembre 2013. È proprio tale data a segnare il drastico cambio di rotta nella gestione editoriale ed economica/industriale della "LT Multimedia", allorquando, dopo mesi di trattative per il rinnovo in continuità del contratto di licenza con l'operatore SKY, quest'ultimo ha interrotto ogni negoziazione.

Ciò ha determinato per "LT Multimedia" un improvviso calo di fatturato (solo l'ultimo anno di licenza ha generato ricavi per distribuzione pay pari a circa 14 milioni di euro), oltre alla necessità di rimodulare il modello industriale e riformulare l'offerta editoriale, passando dalla distribuzione satellitare pay alla distribuzione digitale terrestre in chiaro (non remunerata da abbonamenti). Così da dover sostenere, in via diretta, i costi di distribuzione attraverso la sottoscrizione di un contratto di servizio con l'operatore di rete Persidera S.p.A. (anch'esso sostanzialmente unico operatore sul mercato con capacità di trasmissione disponibile su frequenze digitali terrestri). Alla luce di tali accadimenti, di natura straordinaria ed imprevedibile, "LT Multimedia" ha avviato un radicale piano di ristrutturazione, ridefinendo il proprio perimetro editoriale ed industriale. Con tali prospettive la società, nell'ultimo biennio, ha riposizionato la propria offerta editoriale, passando dalla distribuzione satellitare pay alla distribuzione digitale terrestre free, concentrando il core business sugli assets ██████ e "Marcopolo" e tralasciando i progetti la cui sostenibilità economica non era garantita dal mercato pubblicitario (██████ e ██████).

Del pari, ha iniziato a diminuire le spese generali anche grazie alla riduzione dell'organico.

Parallelamente alla riduzione del personale, è stata programmata l'esternalizzazione di alcuni servizi, avviandosi così la concreta ristrutturazione organizzativa, condizione essenziale per il conseguimento dell'indispensabile risparmio sui costi gestionali.

Nonostante ciò, la società non è riuscita a superare la crisi aziendale e, in data 29 settembre 2015, ha concesso in affitto alla ██████████, il ramo d'azienda operativo nel settore dell'editoria televisiva, digitale e tradizionale della carta stampata, unitamente alla divisione dedicata alla raccolta pubblicitaria e alle iniziative commerciali, compreso anche il diritto allo sfruttamento del marchio "Marcopolo" e della library "Lt Multimedia" e ha presentato, in data 6 ottobre 2015, ricorso ex art. 161 VI comma L.F. presso il Tribunale di Roma rubricato al n. 84/2015.

La proposta definitiva è stata depositata, a seguito di proroga, in data 7 marzo 2016, cui è seguita una modifica in data 2 maggio 2016. In data 4 maggio 2016 la società è stata ammessa alla procedura.

Il concordato preventivo è stato omologato con decreto del 21 dicembre 2016 all'esito degli accertamenti eseguiti dal Commissario Giudiziale, Prof. ██████████. Con il decreto di omologa il Tribunale ha altresì nominato il Liquidatore nella persona del Prof. ██████████.

Tuttavia, con la sentenza n. 12191/2021, resa in data 14 luglio 2021, il Tribunale, su istanza di ██████████ ██████████, già presidente del C.d.A. della LT Multimedia S.r.l., ha dichiarato la risoluzione del concordato avendo accertato:

- l'oggettiva impossibilità di realizzo di una delle voci più consistenti dell'attivo concordatario, rappresentata dai flussi della continuità indiretta, a seguito del fallimento della ██████████ ██████████, dichiarato dal Tribunale di Tivoli con sentenza n. 12 del 17 febbraio 2021 (Fall. n. 3/2021), e della comunicazione della curatela in data 13 aprile 2021 di scioglimento dal contratto di affitto di ramo di azienda ai sensi dell'art. 79 L.F., risultando peraltro l'affittuaria già inadempiente all'obbligo di pagamento di canoni di affitto per circa € 3.800.000;
- la mancata liquidazione dei due asset immateriali, il marchio "Marcopolo" e la library, non avendo la ██████████ dato seguito all'offerta irrevocabile di acquisto, peraltro ormai caducata per

effetto del fallimento, ed avendola anzi modificata in peius (€ 450.000 per il marchio “*Marcopolo*” ed € 2.000.000 in 36 rate per la library), non essendo pervenuta agli organi della procedura alcuna manifestazione di interesse all’acquisto.

4. Le metodologie di stima del valore economico dei marchi

Le metodologie di stima del valore economico dei marchi possono essere classificate nelle seguenti classi:

- metodi economico-reddituali;
- metodi basati sui costi;
- metodi basati sugli indicatori empirici.

I *metodi economico-reddituali* definiscono il valore economico di un marchio come valore attuale della differenza tra il reddito del prodotto/servizio/*location* dotato di marchio e quello che potrebbe ottenersi con un prodotto/servizio/*location* simile privo di marchio.

In formula:

$$W_m = R_1 v + R_2 v^2 + \dots + R_n v^n$$

dove:

W_m è il valore economico del marchio;

$R_1, R_2 \dots R_n$ sono i redditi differenziali attesi nel tempo;

$v, v^2 \dots v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei redditi differenziali;

n è il numero degli anni di prevedibile durata utile del marchio.

Nell'ambito dei metodi economico-reddituali, quello che ha trovato maggiore diffusione nella prassi valutativa è il metodo di attualizzazione delle *royalties*, che determina il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare di *royalties* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquisire in licenza il marchio stesso. La *royalty*, infatti, esprime, in modo forfetizzato, il differenziale di valore associato al prodotto/servizio/*location* dotato di marchio rispetto al prodotto/servizio/*location* privo di marchio e pertanto misura il valore riferibile allo specifico marchio.

Qualora si assuma una vita utile del marchio indefinita e si applichi metodo di attualizzazione delle *royalties*, la formula di valutazione economico-reddituale si modifica come segue:

$$W_m = RR / i$$

dove:

W_m è il valore economico del marchio;

RR è il valore delle *royalties* associabili al marchio oggetto di valutazione;

i è il tasso d'attualizzazione.

Per quanto attiene alla stima del *tasso di attualizzazione*, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare *flussi netti* (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare *flussi operativi* (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

Il costo del capitale proprio può essere determinato secondo molteplici approcci. Tra questi, uno dei più diffusi nella prassi valutativa è il c.d. metodo del “*build up approach*” per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

- i è il tasso di attualizzazione;
- i_1 è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio;
- i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

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

- scr* è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile;
- md* è la maggiorazione del tasso correlata al fatto che *asset* non negoziati su mercati regolamentati scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

In ordine alla stima del costo medio ponderato del capitale (*wacc*), si fa presente che la formula di determinazione del *wacc* più diffusa nella prassi valutativa, coerente con una configurazione di *flusso al netto delle imposte teoriche*, è la seguente:

$$wacc = i_c * E / (E + D) + i_d (1 - t) * D / (D + E)$$

dove:

- wacc* è il costo medio ponderato del capitale;
- i_c è il costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica dianzi illustrata;

$i_d(1-t)$ è il costo del capitale di debito, al netto delle imposte, da determinare avendo quale parametro di riferimento il costo dei finanziamenti di attività aventi analogo grado di rischio;

$E/(E+D)$ e

$D/(E+D)$ rappresentano rispettivamente l'incidenza del costo del capitale proprio e del capitale di debito.

I *metodi basati sui costi* possono essere classificati in base alla diversa configurazione di costo posta a fondamento della valutazione e vengono suddivisi in quattro principali categorie:

- il metodo del costo storico: tale metodo si basa sui costi sostenuti durante le diverse fasi del ciclo di vita del marchio per l'ideazione, il lancio e il suo sviluppo;
- il metodo del costo storico rivalutato: tale metodo si basa sui costi storici associabili al marchio, rivalutati per tener conto della variazione del diverso valore della moneta negli anni e di altri fenomeni;
- il metodo del costo di sostituzione o riproduzione: tale metodo considera i costi virtuali che al momento della valutazione sarebbe necessario sostenere per disporre di un marchio equivalente sotto il profilo dell'utilità a quello oggetto di stima;
- il metodo del costo della perdita: tale metodo stima il valore economico di un marchio attualizzando i margini differenziali prevedibili negativi che l'imprenditore dovrebbe sopportare nel caso in cui si privasse del marchio.

I *metodi basati sugli indicatori empirici* infine determinano il valore economico di un marchio applicando una percentuale o un moltiplicatore ad una grandezza rappresentativa dell'elemento da valutare (es. utile netto, fatturato). Tali metodologie trovano il loro fondamento nei dati espressi da transazioni di mercato che abbiano riguardato marchi simili a quello oggetto di stima.

5. La scelta della metodologia valutativa

Il valore economico dei marchi è stato determinato mediante l'applicazione del metodo economico-reddituale.

La decisione di adottare tale metodologia dipende sia dalla circostanza che il metodo in questione è quello ritenuto maggiormente appropriato per la valutazione di un marchio aziendale (il valore di un bene immateriale, per concorde dottrina, è infatti rappresentato dal valore attuale dei flussi che si prevede si possano da esso ritrarre nel periodo di durata economica del bene), sia dal fatto che le informazioni disponibili nel caso di specie impedivano di fatto l'adozione di metodologie basate sui costi o sugli indicatori empirici.

Il metodo economico-reddituale è stato applicato nella versione nota come metodo di attualizzazione delle *royalties* attese, criterio che basa il calcolo del contributo economico del marchio alla redditività gestionale su di una stima, necessariamente forfettizzata, delle *royalties* che, si ipotizza, potrebbero ragionevolmente essere ritratte dalla concessione in licenza del marchio sul mercato a un soggetto terzo, indipendente e disponibile a effettuare l'operazione economica.

I limiti connessi all'applicazione di tale metodologia sono rappresentati dalla scarsità di dati previsionali in ordine all'ipotizzabile andamento economico prospettico dei ricavi producibili dai marchi e dalla sostanziale indisponibilità di dati pubblici circa le *royalties* applicate a rapporti commerciali comparabili a quelli dei marchi. Come accennato, peraltro, l'adozione di altre metodologie valutative, in sé stesse già più carenti sotto il profilo della razionalità economica, non avrebbe avuto il pregio di migliorare la qualità della base informativa sottostante alla loro applicazione.

Tenuto conto di quanto rappresentato, si sottolinea che le singole scelte effettuate in ordine alla definizione dei parametri impiegati per la stima del valore dei marchi con il metodo di attualizzazione delle *royalties* non possono essere riguardate singolarmente, ma nel loro complesso, atteso che esse rappresentano un mezzo al fine della valutazione dei marchi.

Ne consegue che la definizione di ciascuno dei parametri è stata condizionata da (e allo stesso tempo ha influenzato) la scelta degli altri parametri valutativi in un processo di reciproca compensazione delle caratteristiche quali-quantitative degli stessi, finalizzata a giungere alla individuazione di un valore ragionevolmente attendibile, stanti i presupposti e i limiti della presente stima, del valore del marchio.

6. La stima del valore economico del marchio

La stima del valore economico del marchio con il metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi di *royalties* ha richiesto l'applicazione del seguente algoritmo:

$$W_m = RR_1 (1+i)^{-1} + RR_2 (1+i)^{-2} + \dots + RR_n (1+i)^{-n}$$

dove:

W_m è il valore economico del marchio;

RR è il valore delle *royalties* associabili al marchio oggetto di valutazione;

i è il tasso d'attualizzazione.

n è il numero degli anni di prevedibile durata utile del marchio.

Nel seguito, viene illustrato il processo di determinazione dei parametri utilizzati per l'applicazione del metodo in parola.

6.1 Le *royalties* associabili al marchio

L'intervenuto fallimento della società, e la conseguente assenza di proiezioni economiche prospettiche, non ha reso possibile la stima puntuale del fatturato atteso dal marchio oggetto di

valutazione. Peraltro, non è stato possibile accedere alla documentazione contabile della ██████████ ██████████, affittuaria dell'azienda della LT Multimedia dal 1° ottobre 2015 al 13 aprile 2021, anch'essa dichiarata fallita dal Tribunale di Tivoli con sentenza n. 12 del 17 febbraio 2021 (Fall. n. 3/2021). Si è ritenuto pertanto opportuno tener conto della stima del fatturato all'epoca indicata nella stima redatta dal ██████████ ██████████ (All. n. 1), successivamente confermata dal perito della procedura concordataria, ██████████ ██████████ (All. n. 2), apportando le opportune rettifiche per tener conto del lasso di tempo trascorso – circa cinque anni – dalle suddette valutazioni, nonché dell'inutilizzo dell'*intangibile* almeno nelle ultime tre annualità.

Si rammenta, infatti, che dall'esame del ricorso ex art. 161, comma 6 L.F. (All. n. 5 - pagg. 3-4) presentato in data 4 novembre 2020 da ██████████ ██████████, presso il Tribunale di Tivoli, si evince che l'affittuaria dell'azienda sino al 2020 aveva proseguito la pubblicazione delle seguenti testate editoriali: *I Quaderni di ██████████* (mensile: ultima uscita agosto 2020), *I diari di viaggio by Marcopolo* (mensile: ultima uscita maggio 2020), *I quaderni – diari di Viaggio* (mensile: ultima uscita maggio 2020), *Best 100 – diari di Viaggio* (mensile: ultima uscita gennaio 2020);

Si è ritenuto, pertanto, di dover adottare una stima più prudentiale del fatturato atteso, quantificato in misura pari al 50% di quello all'epoca ipotizzato in sede concordataria, pur tuttavia confermando un tasso di crescita (*g*) pari al 2%, in linea con le proiezioni inflazionistiche medie nell'orizzonte temporale oggetto della stima pari – come si vedrà – a 20 anni. Si riporta di seguito un riepilogo del fatturato stimato nel presente elaborato peritale, ponendolo a raffronto con quanto indicato nelle stime del ██████████ ██████████ e del ██████████ ██████████

t	Fatturato stimato ██████████ ██████████	Fatturato ipotizzato nella presente relazione
1	2200	1100
2	2244	1122
3	2289	1144
4	2335	1167
5	2381	1191
6	2429	1214
7	2478	1239
8	2527	1264
9	2578	1289
10	2629	1315
11	2682	1341
12	2735	1368
13	2790	1395
14	2846	1423
15	2903	1451
16	2961	1480
17	3020	1510
18	3081	1540
19	3142	1571
20	3205	1602

La percentuale di *royalty* da applicare ai dati di fatturato atteso è stata confermata nella misura del 7% indicata nella perizia di stima del ██████████ calcolata in misura media alle *royalties* osservate sul mercato di riferimento negli ultimi anni per operazioni analoghe.

Al valore della *royalty* lorda associabile al marchio è stato sottratto il valore della relativa componente fiscale che, diversamente da quanto indicato nelle perizie di stima all'epoca redatte, è stata identificata pari al 27,90%, per tener conto delle aliquote attualmente vigenti.

Le *royalties* sono state quindi calcolate come percentuale del fatturato atteso dal marchio oggetto di valutazione.

6.2 Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima del valore economico del marchio è stato assunto pari al costo medio ponderato del capitale ($i = wacc$, Weighted Average Cost of Capital) nell'ipotesi di *non indebitamento*.

Nel caso in esame l'assunzione di un'ipotesi di non indebitamento risulta rilevante. Infatti, l'oggetto della stima (il valore del marchio aziendale “*Marvopolo*”), impone di prescindere da eventuali benefici specifici all'azienda considerata, quali quelli derivanti ad una determinata struttura finanziaria. In altri termini, la considerazione dei benefici fiscali associati ad una determinata struttura finanziaria (sia attuale sia “target”) avrebbe comportato l'inclusione nel valore del marchio di benefici economici specifici dell'azienda detentrici del bene immateriale (in questo caso rappresentati da “benefici fiscali” derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi ai fini fiscali).

Tanto premesso, il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima del valore economico del marchio è stato posto pari al mero costo del capitale proprio, determinato secondo il già citato metodo del “*build up approach*”:

$$i = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

i è il tasso di attualizzazione;

i_1 è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio. Tale saggio viene, di norma, calcolato sul fondamento del rendimento medio (storico o prospettico) dei titoli di Stato a medio/lungo termine, in quanto si ritiene che tali titoli costituiscano un attendibile *proxy* del rendimento di un *asset* privo di rischio;

i_2 è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario) per il premio medio di mercato o *Equity Risk Premium* – EPR (dato dalla differenza tra il rendimento

medio atteso del mercato azionario - R_m - e il rendimento medio atteso degli investimenti privi di rischio - i_1):

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

scr è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile;

md è la maggiorazione del tasso correlata al fatto che *asset* non negoziati su mercati regolamentati scontano rischi di negoziabilità superiori a quelli delle azioni quotate.

Il saggio *risk free* i_1 , tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato posto pari al saggio nominale corrente su titoli di Stato a lunga scadenza al giugno 2022, pari al 4,23%.

Esso è stato determinato pari al “rendimento lordo alla scadenza” su BTP a trenta anni, calcolato come media dei rendimenti del mese di giugno 2022 = 4,23% (**All. n. 6** - Risultati collocamento disponibili sul sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze).

Il valore dell'Equity Risk Premium – ERP, pari a $(R_m - i_1)$, è stato individuato nella misura del 6,42%, in linea con le stime rese disponibili sul sito del celeberrimo Professore della New York University Aswath Damodaran (<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) aggiornate per il nostro Paese al 5 gennaio 2022 (**All. n. 7**).

Parimenti il valore del β *unlevered*, relativo al settore broadcasting, è stato assunto pari a 0,7522, così come indicato nel sito del Prof. Damodaran e aggiornato al 5 gennaio 2022 (**All. n. 8**).

Si è ritenuto opportuno adottare, analogamente a quanto indicato negli elaborati del [REDACTED] e del [REDACTED] un *premio per il rischio dimensionale* (Size Premium). Come evidenziato dal [REDACTED] il premio per il rischio dimensionale è usualmente stimato, a seconda dei mercati di riferimento, del periodo di tempo considerato e delle dimensioni delle imprese, in un valor medio compreso tra 1-7%.

Si condivide pertanto la scelta operata facendo riferimento, sulla base dei dati forniti dal dataprovider

statunitense “Tbbotson Associates”, al premio medio calcolato su base storica, per il mercato statunitense, su periodi di tempo lunghi (dal 1926 al 2005), per imprese di limitate dimensioni (Micro Cap – 10 smallest percentile), pari a 6,10% (fonte: “Tbbotson Associates”, Risk Premia over Time Report: 2012).

Di qui il saggio di attualizzazione i è stato determinato così come segue:

$$i = 4,23\% + (6,42\% \times 0,7522) + 6,10\% = 15,16\%$$

6.3 La vita utile del marchio

La stima del periodo di vita utile di un marchio risulta assai complessa in ragione del fatto che su di essa incidono numerosi elementi difficilmente prevedibili.

Tenuto conto che:

- il marchio è presente sul mercato nazionale da ormai molti anni e ha conservato, pur nelle alterne vicende che hanno riguardato il gruppo che ne ha sfruttato commercialmente l'utilizzo, una apprezzabile notorietà;
- la vita economica utile dei marchi viene compresa in un range di 20-40 anni;
- un'estensione di vita utile oltre i 40 anni approssimerebbe un periodo di durata indefinita;
- occorre considerare nella definizione dei singoli parametri valutativi anche le scelte effettuate nella determinazione degli altri parametri rilevanti (royalty rate, wacc, ecc.);
- il marchio non è stato commercialmente sfruttato negli ultimi tre anni;

si è ritenuto opportuno considerare una durata di vita utile del marchio pari a 20 anni, valore minimo del *range* sopra indicato, in linea con quanto effettuato nelle stime rese dal [REDACTED] [REDACTED] e dal [REDACTED]

[REDACTED]

6.4 Il valore economico del marchio calcolato con il metodo di attualizzazione delle royalties

Una volta determinati tutti i parametri rilevanti è stato possibile quantificare il valore del marchio aziendale “*Marcopolo*” in base al metodo dei tassi di royalty. Il calcolo viene riportato nella seguente tabella

(valori espressi in migliaia di euro):

t	Anni	Fatturato	Royalties	Imposte	Royalties nette	Coefficiente di attualizzazione $1/(1+i)^t$	Royalties attualizzate
		<i>g=2%</i>	<i>7%</i>	<i>27,90%</i>		15,16%	
1	2023	1100	77	-21	56	0,868	48
2	2024	1122	79	-22	57	0,754	43
3	2025	1144	80	-22	58	0,655	38
4	2026	1167	82	-23	59	0,569	34
5	2027	1191	83	-23	60	0,494	30
6	2028	1214	85	-24	61	0,429	26
7	2029	1239	87	-24	63	0,372	23
8	2030	1264	88	-25	64	0,323	21
9	2031	1289	90	-25	65	0,281	18
10	2032	1315	92	-26	66	0,244	16
11	2033	1341	94	-26	68	0,212	14
12	2034	1368	96	-27	69	0,184	13
13	2035	1395	98	-27	70	0,160	11
14	2036	1423	100	-28	72	0,139	10
15	2037	1451	102	-28	73	0,120	9
16	2038	1480	104	-29	75	0,105	8
17	2039	1510	106	-29	76	0,091	7
18	2040	1540	108	-30	78	0,079	6
19	2041	1571	110	-31	79	0,068	5
20	2042	1602	112	-31	81	0,059	5
						Totale	385

7. Conclusioni

Il Valore Economico del marchio “*Marcopolo*”, inteso come insieme dei marchi e delle testate identificati nel capitolo 1, tenuto conto di quanto esposto nella presente relazione e richiamate le avvertenze e le precisazioni di cui, in particolare, al capitolo 2, può essere stimato forfetariamente in **€ 385.000,00**.

-oOo-

Ringraziando per la fiducia accordata, lo scrivente rimane a disposizione per eventuali delucidazioni o integrazioni.

Con perfetta osservanza.

Roma, 16.12.2022

Il consulente

(Dott. XXXXXXXXXX)

8. Allegati

1. Parere sul valore attribuibile ai beni immateriali marchio “Marcopolo” e library programmi, detenuti dalla Società “LT Multimedia S.p.A.”, alla data di riferimento del 31 dicembre 2015 redatta dal [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
2. Stima del valore economico dei beni immateriali marchio “Marcopolo” e library programmi redatta dal perito della procedura concordataria [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
3. Ricognizione e stima del valore economico dei marchi di proprietà della “Società Italiana Media S.r.l.” avente ad oggetto i marchi [REDACTED] e [REDACTED] redatta dal [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED]
4. Avviso della procedura di vendita dei i marchi [REDACTED] e [REDACTED] che ha avuto luogo il 13.1.2022;
5. Ricorso ex art. 161, comma 6 L.F. presentato in data 4 novembre 2020 da [REDACTED] presso il Tribunale di Tivoli;
6. Risultati collocamento BTP a trenta anni – 14/15 giugno 2022;
7. Foglio di lavoro Equity Risk Premium Prof. Aswath Damodaran e aggiornato al 5 gennaio 2022;
8. Foglio di lavoro β *unlevered* estratto dal sito del Prof. Aswath Damodaran e aggiornato al 5 gennaio 2022.