



TRIBUNALE DI ROMA

SEZIONE PRIMA CIVILE E FALLIMENTARE

FALLIMENTO N. 877/2016 SIM S.R.L.

RICOGNIZIONE E STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

DI PROPRIETA' DELLA "SOCIETA' ITALIANA MEDIA S.R.L.



ASTE  
GIUDIZIARIE.it





Sommario

1. OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA .....	3
2. PRESUPPOSTI E LIMITI NELLO SVOLGIMENTO DELL'INCARICO .....	4
3. BREVE DESCRIZIONE DI SIM, DEL SETTORE DI APPARTENENZA E DEI MARCHI.....	6
4. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI.....	9
5. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA .....	11
6. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI.....	13
6.1. Le royalties associabili al Marchio .....	13
6.2. Il tasso di attualizzazione .....	15
6.3. La vita utile del Marchio.....	17
6.4. Il valore economico del Marchio calcolato con il metodo di attualizzazione delle <i>royalties</i> .....	17
7. CONCLUSIONI .....	19



*Saverio Signori*

## 1. OGGETTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

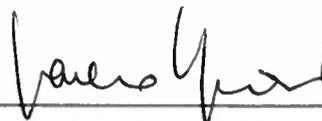
A seguito dell'istanza presentata in data 28 settembre 2017 dal Curatore fallimentare di "Società Italiana Media" S.r.l. in fallimento (nel seguito SIM o la Società), Avv.to Luca Gratteri, per la nomina, ai sensi dell'art. 41, comma 4, l. fall., di un Perito con l'incarico di valutare i marchi appartenenti alla società debitrice, il Giudice Delegato alla procedura, Dott. Fabio De Palo, in data 03/10/2017, ha nominato lo scrivente prof. Saverio Signori, con studio in Roma, Lungotevere Arnaldo da Brescia n. 9/A, revisore legale dei conti e dottore commercialista iscritto all'ordine dei dottori commercialisti ed esperti legali dei conti di Roma, al fine di effettuare "la ricognizione e la stima di tutti i marchi, nomi a dominio e testate giornalistiche di proprietà della fallita".

La presente valutazione è stata effettuata, pertanto, considerando che la Società si trova nell'ambito di una procedura concorsuale, in un'ottica di realizzo e di prudenza nella determinazione dei valori. Al riguardo si rappresenta che i marchi di proprietà della Società, acquisiti in seguito alla fusione per incorporazione di \*\*\*\*\* sono stati oggetto, prima della fusione, di contratto di licenza di marchi tra \*\*\*\*\* e successivamente oggetto di affitto di ramo d'azienda, da parte di \*\*\*\*\* alla \*\*\*\*\*

Lo scrivente ha adempiuto all'incarico ricevuto sulla base dei dati, delle informazioni e della metodologia esposta nei successivi capitoli, con le avvertenze e le precisazioni riepilogate di seguito. Le rilevazioni, gli accertamenti e le stime relativi al Marchio, ove non diversamente specificato, sono riferiti alla data di redazione della presente relazione di stima.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico è stata esaminata la seguente documentazione:

1. fascicoli di bilancio per gli anni 2014 – 2016;
2. situazione patrimoniale ed economica alla data di apertura del fallimento 09/11/2016;
3. relazione ex art. 33 L.F. predisposta in data 10 gennaio 2017;
4. relazione giurata per la valutazione economica della società \*\*\*\*\* emessa in data 25/04/2015;
5. primo rapporto riepilogativo del fallimento \*\*\*\*\* el 12/07/2017;
6. contratto di licenza di marchi tra \*\*\*\*\*;
7. programma di liquidazione ex art. 104 ter, L. fall.;
8. ricevuta di presentazione rinnovo marchio "Agenda Alice";
9. ricevuta di presentazione rinnovo marchio "Alice Collezione";
10. corrispondenza varia inerente la risoluzione del contratto di licenza del marchio \*\*\*\*\*;
11. documentazione emessa dalla società \*\*\*\*\* inerente il rinnovo della registrazione



del marchio "Alice Collezione";

12. documentazione emessa da \*\*\*\*\* | inerente il rinnovo della registrazione del marchio "Agenda Alice";

13. documentazione prodotta da \*\*\*\*\* | a seguito del mandato conferito dallo scrivente, inerente i marchi, nomi a dominio e testate giornalistiche di proprietà della Società;

14. bilancio 2015 e 2016 di \*\*\*\*\*

Tanto premesso, nel prosieguo della presente relazione si procede:

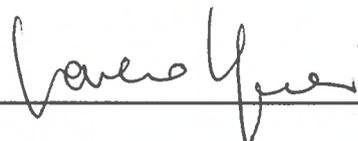
- nel cap. 2 all'illustrazione dei presupposti e dei limiti di svolgimento del presente incarico;
- nel cap. 3 ad una breve descrizione della Società e del settore di appartenenza;
- nel cap. 4 alla presentazione delle principali metodologie di stima del valore economico del Marchio;
- nel cap. 5 alla 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.

Il principio di valutazione adottato, che costituisce di fatto la base del valore, è che i marchi continuino ad essere utilizzati per attività economiche, salvo interruzioni per periodi limitati di tempo, e si accompagnino al conseguimento di futuri ricavi. In mancanza di tale condizione, la stima del valore dei beni immateriali diviene poco significativa, non potendo sussistere, per gli stessi, un valore residuale come nel caso dei beni materiali, salvo specifici casi e che i marchi abbiano una notorietà "storica" in sé e la stessa perduri nonostante l'inattività.

## 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 dal curatore della Società. 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 ha tenuto conto della verifica, effettuata da una società specializzata, sulla titolarità dei Marchi e sulla sussistenza in capo ad essi 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 dei Marchi e non tiene pertanto conto di alcun gravame o limitazione che possa incidere sul suo pieno 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 soprattutto relativamente al mercato delle forniture di servizi di media audiovisivi. 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 dei Marchi ovvero del loro andamento economico futuro, basandosi gli stessi esclusivamente su base contrattuale come meglio in seguito specificato.

- 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 data convenzionale di riferimento della presente relazione è quella di redazione del presente documento, ossia luglio 2018. Rilievi, accertamenti e valutazioni debbono, pertanto, intendersi riferiti a tale data. Lo scrivente precisa che essa è stata convenzionalmente individuata nell'ultimo giorno del mese antecedente a quello di deposito della relazione al solo scopo di identificare una data di riferimento della stima non essendovi dati contabili aggiornati di recente a cui utilmente fare riferimento per più puntualmente qualificare la data della valutazione.

- La stima del valore dei Marchi è stata effettuata prescindendo dalle sinergie e dalle economie/diseconomie che potrebbero derivare dall'inserimento degli stessi nell'economia di un eventuale specifico soggetto acquirente.

Lo scrivente fa presente che nello svolgimento dell'incarico non ha potuto disporre dei dati del fatturato conseguito dalla Società per vendite riferite ai prodotti contrassegnati dai Marchi in quanto il loro sfruttamento è stato concesso a terzi con contratto di licenza sottoscritto precedentemente la fusione di \*\*\*\*\*

*Saverio Signori*

Lo scrivente perito ha potuto acquisire il bilancio 2015 e 2016 della società \*\*\*\*\*  
concessionaria del solo marchio Alice.



Tenuto conto di quanto rappresentato nel presente capitolo, 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.



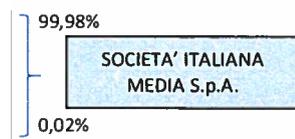
### 3. BREVE DESCRIZIONE DI SIM, DEL SETTORE DI APPARTENENZA E DEI MARCHI

La Società Italiana Media S.r.l., iscritta al Registro imprese di Roma con numero REA RM 960331 e con C.F. e P.IVA n. 13134430159, è stata costituita in data 12/05/2000 con denominazione sociale \*\*\*\*\* d è stata dichiarata fallita in data 09/11/2016. Inizialmente iscritta presso il Registro imprese di Milano, nel 2009 la Società è stata trasferita presso il Registro imprese di Roma. Alla data del fallimento, l'oggetto sociale riguardava la fornitura di servizi di software, multimediali, consulenza in materia informatica, formazione e professionale.

Nel dettaglio la Società ha gestito i tre marchi di maggior rilievo "Alice", "Leonardo" e \*\*\*\*\* , rispetto a quelli "minori" come specificato nel prospetto alla successiva pagina 8, attivi nel mercato dell'editoria attraverso l'ausilio di diversi *media* quali la televisione, via satellite e cavo, internet e telefoni cellulari.

Da quanto emerge dalla relazione ex art. 33 L.F., consegnata dalla curatela allo scrivente, alla data del fallimento il capitale sociale della Società, pari a euro 15.889.000, era così costituito:

\*\*\*\*\*



In data 01.04.2015, \*\*\*\*\* successivamente fusa in data 30.06.2015 in Società Italiana Media S.r.l. (SIM), trasferiva \*\*\*\*\* il diritto esclusivo dell'utilizzo dei marchi "Alice", "Leonardo" e \*\*\*\*\* per un periodo di 30 anni, con scadenza 31.12.2044 ad esclusione del marchio "Nuvolari" i cui termini di licenza sarebbero scaduti il 31.12.2034, e con rinnovo automatico per ulteriori 30 anni, a fronte di un corrispettivo costituito da una parte fissa, ridotta per i primi tre anni, ed una variabile a partire dal quarto anno.

A seguito dell'emendamento intervenuto in data 24.09.2015, le parti hanno escluso i diritti di utilizzazione dei marchi "Leonardo" e \*\*\*\*\* a "causa dei recenti sfavorevoli accadimenti di natura straordinaria" che hanno costretto il licenziatario "a cessare i progetti editoriali connessi ai brand \*\*\*\*\* : Leonardo, in quanto non più



sostenuti né sostenibili dai relativi proventi pubblicitari, nonché a ricorrere alla procedura di concordato preventivo ex art. 161 L.F.", manifestando un reciproco interesse al mantenimento del contratto di licenza limitatamente al brand "Alice" determinandone il corrispettivo come segue:

- in misura fissa per euro 150.000 annui;
- in misura variabile pari al 5% in ragione del fatturato annuo, a condizione che esso sia almeno pari o superiore a euro 12.000.000, derivante dall'attività editoriale del licenziatario riferita al solo marchio oggetto della presente licenza, abbattuto di un importo pari al 30% a titolo di costi commerciali.

Per gli anni 2015, 2016 e 2017, veniva escluso il riconoscimento delle royalties in base percentuale e previsto il pagamento del solo corrispettivo fisso nella misura di euro 50.000 per l'esercizio 2015 e di euro 150.000 annui per il 2016 e 2017, da versare in un'unica soluzione con scadenza rispettivamente al 31.03.2016, 31.03.2017 e 31.03.2018.

In data 29.09.2011 \*\*\*\*\* stipulava con \*\*\*\*\* un contratto di affitto di ramo d'azienda con il quale concedeva "il ramo d'azienda operativo nello specifico settore dell'editoria televisiva, digitale e tradizionale" determinando il subentro nei contratti stipulati dalla concedente tra i quali quello di licenza del marchio dell'01/04/2015 in corso con \*\*\*\*\* Dai documenti acquisiti dallo scrivente si evince che è stato sottoscritto tra \*\*\*\*\* e \*\*\*\*\* r.l. un accordo, autorizzato dal G.D. con provvedimento del 03/07/2017, che prevede una dilazione dei pagamenti da quest'ultima dovuti in forza del subentro nei contratti di licenza del marchio "Alice". Nello specifico l'autorizzazione del Giudice Delegato prevede il versamento di quanto dovuto per le annualità 2015 e 2016, pari a euro 244.000, mediante la corresponsione di n. 9 rate periodiche con scadenza 31.03.2018. Da informazioni assunte presso la curatela, i pagamenti sono avvenuti in maniera puntuale.

In estrema sintesi, i tre marchi riconducibili ai canali televisivi della piattaforma del digitale terrestre oggetto di licenza del contratto possono essere descritti come segue:

Il marchio \*\*\*\*\* si riferisce al noto personaggio delle corse automobilistiche e, pertanto, particolarmente adatto a canali che si occupano di automobilismo e delle relative competizioni.

Il marchio "Leonardo" è riconducibile al noto personaggio storico e risulta adatto a canali che trattano tematiche di carattere scientifico, tecnologico ed artistico.

Il marchio "Alice" sicuramente evocativo anche se fantasioso, si ispira al noto personaggio "Alice in the wonderland", e può risultare riconducibile a qualsiasi aspetto legato alla libera fantasia, alla creazione e alla libertà.

In riferimento a quest'ultimo marchio, è stata acquisita dalla \*\*\*\*\* la fattura, emessa in data 16.06.2017, relativa al rinnovo della registrazione n. 1222337 per il marchio "Agenda Alice" con scadenza 15/12/2026, e la fattura, emessa sempre in data 16.06.2017, relativa al rinnovo della registrazione n. 1222335 per il marchio "Alice Collezioni", sempre in scadenza il 15/12/2026.

Come autorizzato dall'Ill.mo Giudice Delegato Dott. Fabio De Palo, lo scrivente Perito, ha proceduto alla ricognizione di tutti i marchi, nomi a dominio e testate giornalistiche di proprietà della fallita, dando mandato al riguardo alla \*\*\*\*\* d'opportuno evidenziare come emerge dalla tabella che segue, che

i marchi sono ancora formalmente nella titolarità di \*\*\*\*\* ha poi cambiato denominazione in \*\*\*\*\*

Le risultanze di tali verifiche esperite presso gli uffici competenti sono riportate nella tabella che segue:

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rapp. Grafica	Data di scadenza	Paesi
Reg. internazionale n. 732423	38	ALICE WONDERCHANNEL *****	20.03.2020	AT - CZ - DE - ES - FR - PL - PT
Reg. internazionale n. 732422	38	*****	20.03.2020	CZ - DE - ES - FR - PL - PT
Reg. internazionale n. 732421	38	LEONARDO CHANNEL *****	20.03.2020	CZ - DE - FR - PL - PT
Reg. italiana n. 1356290	38, 41	*****	09.01.2019	
Reg. italiana n. 790133	38	*****	27.05.2018	
Reg. italiana n. 790135	38	LEONARDO CHANNEL *****	27.05.2018	
Reg. italiana n. 1356136	38, 41	*****	09.01.2019	
Reg. italiana n. 898788	38	*****	20.04.2020	
Reg. italiana n. 1408516	38	*****	18.02.2020	
Reg. italiana n. 986986	35	*****	20.11.2021	

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rapp. Grafica	Data di scadenza
Reg. italiana n. 1092305	38		15.01.2024
Reg. italiana n. 1141183	16, 41	 *****	07.03.2025
Reg. italiana n. 1142329	3, 6, 9, 14, 16, 18, 25, 28, 41	*****	07.04.2025

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rapp. Grafica	Data di scadenza
Reg. italiana n. 916094	9, 35, 38, 41, 42	*****	12.07.2020
Reg. italiana n. 1442978	38, 41	*****	21.01.2021

**SOCIETA' ITALIANA MEDIA S.R.L.**

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rapp. Grafica	Data di scadenza	Paesi
Reg. internazionale n. 826149	38		26.05.2024	AT - CH - DE - ES - FR - IT
Reg. internazionale n. 827599	38	LEONARDO 	26.05.2024	CH - DE - ES - IT - PT - RU

E' tuttavia necessario precisare come da informazioni assunte dalla curatela, il marchio Nuvolari non sia più nelle disponibilità della società fallita. Infatti il contratto di licenza d'uso esclusiva del marchio \*\*\*\*\*", stipulato in data 12.07.2006 t\*\*\*\*\* è stato risolto precedentemente la dichiarazione di fallimento come da informazioni assunte dalla curatela.

#### 4. LE METODOLOGIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

Le metodologie di stima del valore economico dei marchi possono essere distinte 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 ma privo di marchio.

In formula

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

dove:

- $W_m$  è il valore economico del marchio;
- $R_1, R_2, \dots, R_n$  sono i redditi differenziati 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 il metodo di attualizzazione delle *royalties*, la formula di valutazione economico-reddituale si modifica come segue:

$$W_m = \frac{RR}{i}$$

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 con riferimento al 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* ( $\beta$ ) (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:

$$wacc = i \theta + i_d (1 - \theta) (1 - \theta)$$

dove:

$wacc$  è il costo medio ponderato del capitale;

$i$  è il costo del capitale proprio, calcolato secondo la tecnica dianzi illustrata;

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

$\theta$  e  $(1-\theta)$  rappresentano rispettivamente l'incidenza del costo del capitale proprio e del capitale di credito.

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

La scelta del metodo più adatto deve essere effettuata di volta in volta, oltre che sulla base di quelle che sono le variabili che meglio esprimono il valore del marchio, anche tenendo in debito conto informazioni acquisibili dall'azienda e, per quanto possibile, dal mercato.

Nella pratica, tuttavia, si può affermare che non esista un metodo di valutazione universalmente riconosciuto, anche perché non sono sempre disponibili tutti gli elementi necessari ed idonei per effettuare una valutazione tipizzata uniformemente accettabile ed eventualmente da reiterare ed, in generale, tutte le metodologie applicabili soggiacciono ad una forte soggettività nella determinazione di alcuni elementi posti alla base delle valutazioni stesse.

Pertanto, la scelta del metodo di valutazione va attentamente ponderata analizzando, caso per caso, la realtà aziendale dell'impresa ad un dato momento, la sua specifica situazione attuale e le sue prospettive future, per giungere al metodo che presenti meno difetti (e che quindi si presti a minori contestazioni in futuro) in relazione al caso specifico.

È quindi caso per caso che si deve fare un'analisi della concreta realtà aziendale.

Per esempio, nel caso di una società in stato di fallimento, la situazione di inattività aziendale (oltre a poter nel lungo periodo porre problemi di mancanza di uso effettivo del marchio) non farebbe propendere per una prospettiva "di redditività", ma piuttosto di liquidazione dei beni aziendali, portando pertanto ad escludere l'utilizzo di metodologie che fondano la valutazione principalmente su risultati economici e/o finanziari da realizzare in prospettiva futura, eccetto nel caso in cui la redditività derivi, come nel caso *de quo*, da *royalties* a seguito della stipula di un contratto di licenza dei marchi.

Il valore economico del Marchio 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 impediscono di fatto l'adozione di metodologie basate sui costi o sugli indicatori empirici.

Tale metodologia è ritenuta la più idonea anche in relazione a quella che è stata l'attività della Società e al settore di appartenenza, ancorché alla data di redazione della presente relazione la Società sia sottoposta a procedura fallimentare che determina una liquidazione dei residui valori espressi dall'attivo patrimoniale tra cui i marchi.

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 dal Marchio e dalla sostanziale indisponibilità di dati pubblici circa le *royalties* applicate a rapporti commerciali comparabili a quelli del Marchio. Come accennato, peraltro, l'adozione di altre metodologie valutative, in se stesse già più carenti sotto il profilo della razionalità economica – non avrebbe 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 del Marchio 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 del Marchio. Ne consegue che la definizione di ciascuno dei parametri è condizionata da (e allo stesso tempo influenza) 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 delle attività di stima, del valore del Marchio.

## 6. LA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

La stima del valore economico dei Marchi con il metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi di royalties richiede l'applicazione del seguente algoritmo:

$$W_m = RR_1x(1+i)^{-1} + RR_2x(1+i)^{-2} + \dots + RR_nx(1+i)^{-n}$$

dove:

$W_m$  è il valore economico del marchio;

$RR_1, RR_2, \dots, RR_n$  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

Lo *status* di fallimento della Società, e la conseguente assenza di proiezioni economiche prospettiche, non ha reso possibile la stima del fatturato atteso dai marchi oggetto di valutazione, al fine della determinazione delle *royalties* quale percentuale dello stesso; inoltre, lo scrivente perito non ha potuto neanche contare su dati contabili e/o extracontabili in grado di permettere una ricostruzione puntuale del fatturato sviluppato dai marchi concessi in licenza.

Per quanto riguarda il periodo di tempo per il quale procedere all'attualizzazione delle royalties, è opportuno sottolineare che parte della dottrina ritiene di assumere nella fattispecie la durata di tre anni, in quanto trattasi di marchi legati all'azienda fallita la cui notorietà, se non "alimentata" da una costante diffusione del prodotto, permane con un orizzonte temporale notevolmente limitato.

Lo scrivente ritiene, comunque, di valutare l'intangible sulla base della sua autonoma capacità di produzione del reddito basata sui flussi reddituali temporalmente e contrattualmente determinati ed efficaci tra le parti. Pur essendo l'azienda in uno stato di fallimento, la stessa continua a percepire flussi reddituali, motivo per cui il Marchio Alice oggetto di valutazione continua a godere di un proprio intrinseco valore. Non è stata riscontrata, tra l'altro, evidenza di clausole relative al contratto di licenza che possano determinare, in virtù dello status assunto dalla Società, la rescissione del contratto in questione, né specifici obblighi in capo al licenziante di capex o altro.

Gli unici dati in possesso del perito, attengono ai corrispettivi riconducibili al "Contratto di licenza di marchi", e successivo emendamento, che prevede una durata della licenza pari a 30 anni, con effetto a far data dal 01/04/2015, e pertanto fino al 31/12/2044. Come già detto è stato, inoltre, acquisito il bilancio per gli esercizi 2015 e 2016 dell'attuale concessionaria del marchio Alice \*\*\*\*\* al fine di verificare il livello di fatturato maturato dalla società attraverso l'utilizzo del marchio Alice. Si ribadisce come l'emendamento al suddetto contratto di licenza, consideri e quantifichi in termine di riconoscimento di royalties il solo Marchio Alice, determinandone in euro 150.000 annui il corrispettivo in misura fissa cui si somma una componente variabile in ragione del 5% del fatturato annuo eccedente o uguale a euro 12.000.000, al netto di un importo pari al 30% a titolo di costi commerciali sostenuti dal licenziatario. A tale riguardo il fatturato della licenziataria al 31.12.2016 ammonta a euro 9,7 milioni circa ed è riconducibile alla conduzione in affitto "della gran parte delle attività editoriali e commerciali precedentemente oggetto dell'attività della I \*\*\*\*\*"; e ancora gli amministratori della \*\*\*\*\* rivivono nella nota integrativa al bilancio 2016 come "obiettivo primario della società è stato quello di rilanciare le attività dei canali televisivi Alice e \*\*\*\*\* dei periodici \*\*\*\*\*" li distribuiti in edicola e del segmento libri. Inoltre è stata avviata l'analisi e l'impostazione di una nuova strategia digitale (web & social) presa in gestione dalla Società da una situazione in gran parte compromessa".

Tale situazione ha reso necessaria la richiesta alla curatela di informazioni sulla composizione e l'andamento del fatturato della società licenziataria, al fine di verificare quanto dello stesso fosse riconducibile al marchio oggetto del contratto in essere con \*\*\*\*\* i fatti, qualora tale fatturato eccedesse i 12 milioni, come contrattualmente previsto, occorrerebbe rideterminare le royalties da corrispondere alla Società. Come emerge da scambio di mail intercorse tra le parti, non è stato possibile acquisire tale dato..

Va, inoltre, considerato come nell'attività ricognitiva effettuata dalla \*\*\*\*\* iano emersi, come indicato nel presente lavoro peritale, marchi minori, oltre Alice, Leonardo \*\*\*\*\* quest'ultimo non più nella disponibilità della fallita. Essi non risultano, attualmente e nel passato recente, come da informazioni assunte dalla curatela, oggetto di contrattualizzazione e fonte di flussi reddituali, e la loro tutela legale è, tra l'altro, di prossima scadenza. Tali condizioni non consentono un'autonoma valutazione da parte dello scrivente e, pertanto, prudenzialmente non sono stati oggetto di valorizzazione nel presente lavoro peritale.

Le royalties riconducibili all'unico marchio oggetto di trasferimento, identificabile nel marchio Alice, possono, pertanto, essere rappresentate dalla tabella a seguire:

annualità	marchi	ALICE	iva	totale a pagare	da incassare
2016		50.000	11.000		
2017		150.000	33.000		
2018		150.000	33.000	183.000	114.000
2019		150.000	33.000	183.000	114.000
2020		150.000	33.000	183.000	114.000
2021		150.000	33.000	183.000	114.000
2022		150.000	33.000	183.000	114.000
2023		150.000	33.000	183.000	114.000
2024		150.000	33.000	183.000	114.000
2025		150.000	33.000	183.000	114.000
2026		150.000	33.000	183.000	114.000
2027		150.000	33.000	183.000	114.000
2028		150.000	33.000	183.000	114.000
2029		150.000	33.000	183.000	114.000
2030		150.000	33.000	183.000	114.000
2031		150.000	33.000	183.000	114.000
2032		150.000	33.000	183.000	114.000
2033		150.000	33.000	183.000	114.000
2034		150.000	33.000	183.000	114.000
2035		150.000	33.000	183.000	114.000
2036		150.000	33.000	183.000	114.000
2037		150.000	33.000	183.000	114.000
2038		150.000	33.000	183.000	114.000
2039		150.000	33.000	183.000	114.000
2040		150.000	33.000	183.000	114.000
2041		150.000	33.000	183.000	114.000
2042		150.000	33.000	183.000	114.000
2043		150.000	33.000	183.000	114.000
2044		150.000	33.000	183.000	114.000

### 6.2. Il tasso di attualizzazione

In merito alla stima del *tasso di attualizzazione*, si ribadisce che nel caso in cui si debbano attualizzare flussi netti, gli stessi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio.

Il tasso di attualizzazione utilizzato per la stima del valore economico dei Marchi è pertanto il costo del capitale proprio determinato secondo il metodo del “*build up approach*” 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* ( $\beta$ ) (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.

Il saggio *risk free*  $i_1$ , tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato nella misura del 1,57% come media dei dati stimati a 25 anni *Eurirs*.

Il premio per il rischio  $i_2$  è stato determinato come segue:

Stima ERP		
Parameter	Value	Expression
ERP	7,27%	<--- Valori %
Unlevered b	1,12	<--- Valori assoluti
Tax rate	0%	<--- Valori %
Leverage	0%	<--- Valori %
Levered beta	1,12	<--- Valori assoluti
$i_2$	8,14%	

Il valore dell'ERP (*Equity Risk Premiums*), pari a 7,27%, è stato assunto da apposita documentazione Country Default Spreads and Risk Premiums - Last updated: January 2018 dal sito Damodaran.

Il valore di  $\beta$  nella sua versione *unlevered* è stato stimato in 1,12 da fonte *Damodaran*, settore *broadcasting*, aggiornato al 05/01/2018.

Le maggiorazioni *scr* e *md*<sup>1</sup> non sono state quantificate in quanto non ritenute pertinenti rispetto alla valutazione peritale effettuata.

Il tasso di attualizzazione *i* è pertanto pari a 9,71% come di seguito rappresentato:

Build up approach			
Description	Parameter	Value	Expression
Risk free	$i_1$	1,57%	<--- Valori %
ERP	$i_2$	8,14%	<--- Valori %
Specific Company Risk	SCR	0%	<--- Valori %
	MD	0%	<--- Valori %
	Discount Factor	9,71%	

### 6.3. La vita utile del Marchio

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

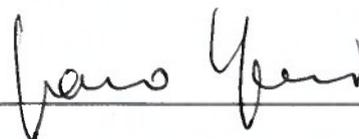
Tenuto conto che:

- i Marchi Alice e Leonardo sono presenti sul mercato nazionale da diversi anni e hanno conservato, pur nelle alterne vicende che hanno riguardato l'azienda e le licenziatrici utilizzatrici, 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;
- il presupposto essenziale per la valutazione dei marchi per un periodo di tale portata è il rispetto dell'assunzione che prevede il rinnovo delle coperture legali dei marchi qualora scadenti nell'arco temporale di riferimento; si è ritenuto opportuno considerare una durata di vita utile dei Marchi pari alla durata contrattualmente prevista, ossia per il Marchio Alice di 30 anni, depurando l'importo già corrisposto per le annualità 2015, 2016 e 2017.

### 6.4. Il valore economico del Marchio calcolato con il metodo di attualizzazione delle *royalties*

Il valore economico del **Marchio Alice**, calcolato applicando la metodologia di stima illustrata e assumendo che l'entità della *royalties* rimanga costante nel tempo e tenuto conto delle ipotesi in ordine al valore da attribuire al tasso di attualizzazione (8,87%) e alla vita utile del Marchio (30 anni), risulta pari a euro 1.077.894, arrotondato a **euro 1.080.000.**

<sup>1</sup> *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



PROF. SAVERIO SIGNORI

In riferimento al **Marchio Leonardo**, oggetto di recente contrattualizzazione nel 2015, successivamente modificata da apposito emendamento (come precedentemente specificato), lo scrivente perito ha ritenuto, in virtù della notorietà del suddetto marchio, di procedere ad una autonoma valutazione, ancorché ad oggi non generi royalties, sulla base del “peso” contrattuale assunto nel “contratto di licenza di marchi” del settembre 2015 nella versione pre emendamento, come meglio indicato nel paragrafo 3 che precede. Alla luce di tale considerazione e nell’assunto che il tasso (il medesimo determinato per il Marchio Alice) e l’arco temporale di riferimento rimangano i medesimi, e permanga la copertura legale per il periodo in esame, il valore determinato risulta pari a euro 535.960, arrotondato a **euro 530.000**.

In sintesi i valori dei marchi possono essere rappresentati come segue:

Marchio	Valore in euro
ALICE	1.080.000
LEONARDO	530.000
totale	1.610.000

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

*Saverio Signori*

7. CONCLUSIONI



I marchi di proprietà della fallita possono essere rappresentati come segue:

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rappr. Grafica	Data di scadenza	Paesi
Reg. internazionale n. 732423	38	ALICE WONDERCHANNEL	20.03.2020	AT - CZ - DE - ES - FR - PL - PT
Reg. internazionale n. 732421	38	LEONARDO CHANNEL *****	20.03.2020	CZ - DE - FR - PL - PT
Reg. italiana n. 1356290	38, 41		09.01.2019	
Reg. italiana n. 790135	38	LEONARDO CHANNEL	27.05.2018	
Reg. italiana n. 1356136	38, 41	*****	09.01.2019	
Reg. italiana n. 898788	38		20.04.2020	
Reg. italiana n. 1403516	38	ALICE WONDERCHANNEL *****	18.02.2020	
Reg. italiana n. 986986	35		20.11.2021	

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rappr. Grafica	Data di scadenza
Reg. italiana n. 1092305	38		15.01.2024
Reg. italiana n. 1141183	16, 41		07.03.2025

\*\*\*\*\*

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rappr. Grafica	Data di scadenza
Reg. italiana n. 916094	9, 35, 38, 41, 42	*****	12.07.2020
Reg. italiana n. 1442978	38, 41	SITCOM CLUB	21.01.2021

**SOCIETA' ITALIANA MEDIA S.R.L.**

Numero e paese di registrazione	Classe/i	Denominazione/Rappr. Grafica	Data di scadenza	Paesi
Reg. internazionale n. 826149	38		26.05.2024	AT - CH - DE - ES - FR - IT
Reg. internazionale n. 827599	38	LEONARDO 	26.05.2024	CH - DE - ES - IT - PT - RU



*Saverio Signori*

PROF. SAVERIO SIGNORI

Il valore economico dei marchi ALICE e LEONARDO alla data di redazione del presente documento, tenuto conto di quanto esposto nella presente relazione e richiamate le avvertenze e le precisazioni di cui, in particolare, al capitolo 2, è pari a euro 1.610.000 così ripartito:

Marchio	Valore in euro
ALICE	1.080.000
LEONARDO	530.000
<b>Totale</b>	<b>1.610.000</b>

La presente relazione si compone di n. 20 pagine siglate e numerati e dei seguenti allegati :

- A. CONTRATTO DI LICENZA DI MARCHI del 1/04/2015
- B. EMENDAMENTO AL CONTRATTO DI LICENZA DI MARCHI del 24/09/2015

Roma, 31 luglio 2018

Prof. Saverio Signori

