

## Il Marchio

Il marchio In Viaggi è stato iscritto, presso il Ministero dello Sviluppo Economico – Direzione Generale per la lotta alla contraffazione – Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, con le seguenti domande:

1) deposito del 05.12.2002 (TR2002C00060), recante numero 302002901069598 (all. n. 1).

La registrazione del citato marchio è avvenuta presso la Camera di Commercio di Terni il 30.11.2006 al numero 0001029497.

Più esattamente, l'esatta descrizione del summenzionato bene immateriale è la seguente: "IN VIAGGI".

La scritta In Viaggi è inserita in una sagoma che rappresenta un occhio.

La Società ha rivendicato tutti i colori.

La tutela è avvenuta unicamente per la Classe n. 39 - Trasporto; imballaggio e deposito merci; organizzazione di viaggi.

E' oggetto di protezione, anche se non inclusa nella classificazione "Nizza-MGS", la "ORGANIZZAZIONE DI VIAGGI".

Titolare del marchio in argomento è la

2) deposito dell' 01.10.2012 (TR2012C00068), recante numero 302012902088402 (all. n. 2).

La registrazione del citato marchio è avvenuta presso la Camera di Commercio di Terni il 15.05.2013 al numero 0001542593.

Più esattamente, l'esatta descrizione del summenzionato bene immateriale è la seguente: "IN VIAGGI LA VACANZA A CUI PENSAVI".

Il carattere tipografico del testo è "GILL SANS MT".

La "V" di Viaggi è stilizzata con effetto a pennello.

La Società ha rivendicato tutti i colori.

La tutela è avvenuta unicamente per la Classe n. 39 - Trasporto; imballaggio e deposito merci; organizzazione di viaggi.

E' oggetto di protezione, anche se non inclusa nella classificazione "Nizza-MGS", la "ORGANIZZAZIONE DI VIAGGI".

Titolare del marchio in argomento è la \_\_\_\_\_, con sede in \_\_\_\_\_



3) **deposito del 18.12.2013 (TR2013C000108), recante numero 302013902218719 (all. n. 3).**

La registrazione del citato marchio è avvenuta presso la Camera di Commercio di Terni il 21.08.2014.

Più esattamente, l'esatta descrizione del summenzionato bene immateriale è la seguente: "IN VIAGGI CLUB & SERVICES".

Il carattere tipografico del testo è "GILL SANS MT".

La "V" di Viaggi è stilizzata con effetto a pennello.

La Società ha rivendicato tutti i colori.

La tutela è avvenuta unicamente per la Classe n. 39 - Trasporto; imballaggio e deposito merci; organizzazione di viaggi.

E' oggetto di protezione, anche se non inclusa nella classificazione "Nizza-MGS", la "ATTIVITA' DELLE AGENZIE DI VIAGGIO E DEI TOUR OPERATOR".

Da una visura effettuata presso la Camera di Commercio di Terni, è titolare del marchio in argomento la  
, con sede in

4) **deposito del 15.03.2017, recante numero 302017000028392 (all. n. 4).**

La registrazione del citato marchio è avvenuta presso la Camera di Commercio di Roma il 09/03/2018.

Più esattamente, l'esatta descrizione del summenzionato bene immateriale è la seguente: "IN VIAGGI COLORIAMO IL TUO MONDO".

Il carattere tipografico del testo è "CAVIAR DREAMS REGULAR".

La "I" E LA "N" del logo è disegnata.

La Società ha rivendicato, in relazione ai colori: PANTONE BLU: 286C; ARANCIO: 021C.

La tutela è avvenuta unicamente per la Classe n. 39 - Trasporto; imballaggio e deposito merci; organizzazione di viaggi.

E' oggetto di protezione inclusa nella classificazione "Nizza-MGS", "Organizzazione di viaggi".

Da una visura effettuata presso la Camera di Commercio di Terni, è titolare del marchio in argomento la  
, con sede in



---o0o---

In data 24/11/2016, la In Viaggi S.r.l. stipulava con la controllante un contratto di cessione del Marchio.

Il contratto presenta una clausola risolutiva espressa, in base alla quale se la In Viaggi S.r.l. fosse incorsa in una procedura concorsuale, il contratto si sarebbe risolto con immediato ritorno della titolarità dello stesso alla società cedente ed obbligo di spese a carico della cessionaria per l'espletazione delle formalità necessarie.

Il corrispettivo di vendita veniva convenuto in euro 3.500.000,00, da corrispondere in 10 rate annuali (esercizi 2017-2026) di euro 350.000,00.

La In Viaggi S.r.l., tramite il suddetto contratto, cedeva e trasferiva, alla Promovacanze S.r.l., la proprietà piena ed esclusiva del marchio.

Contestualmente, la concedeva alla In Viaggi S.r.l. l'utilizzo del summenzionato marchio per la commercializzazione esclusivamente sul canale B2B, al corrispettivo convenuto del 3,5% sulle vendite realizzate dalla In Viaggi S.r.l., rendicontate annualmente.

La concessione avrebbe avuto la durata di un anno e, pertanto, scadenza 31/12/2017, tacitamente rinnovabile, salvo disdetta scritta con preavviso di sei mesi.

L'indicazione di una percentuale del 3,5% sul volume delle vendite realizzate, stabilita contrattualmente, consente di assumere un dato particolarmente rilevante, nell'ambito della determinazione del tasso di royalty per lo sviluppo delle considerazioni del Coadiutore.

A maggior chiarezza, basti, sin d'ora, considerare che l'applicazione del tasso di royalty ad un'ipotesi di ricavi, consente, come sarà detto di seguito, di giungere ad una quantificazione del valore del marchio.

Utilizzando inversamente la medesima formula, si perviene ad una quantificazione implicita, fatta dai contraenti sul fatturato atteso della licenziataria.

$$\text{Fatturato assunto come base di calcolo} = \frac{3.500.000,00}{3,5} \times 100,00 = 100.000.000,00$$

Appare evidente che il predetto volume delle vendite non è allineato con la serie storica, in precedenza riportata.

**Si rappresenta che la descrizione del marchio, indicata nel contratto di cessione, non corrisponde a quanto risultante presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi<sup>1</sup>.**

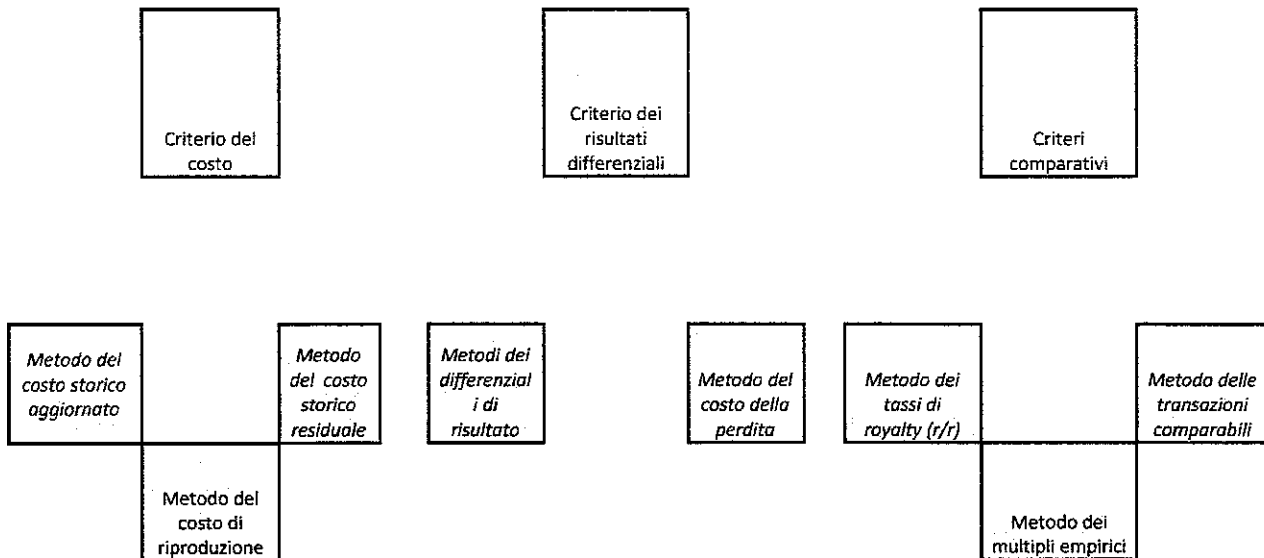
**Il marchio "IN VIAGGI" e "Coloriamo il tuo mondo" risulta registrato nel 2017 (all. n.4).**

<sup>1</sup> Nella scrittura privata di cessione, sono elencate le seguenti specifiche del marchio oggetto di cessione:  
Colori logo: Blu: Pantone 286C, Arancio: Pantone 021;  
Font utilizzato per la scritta: "IN VIAGGI" e "Coloriamo il tuo mondo" Caviar Dreams-Regular.

## La valutazione del marchio

Il marchio rientra fra i beni intangibili con capacità di generare benefici economici, con caratteristica di separabilità e cedibilità, senza compromettere la continuità dell'impresa; è, inoltre, suscettibile di valore autonomo.

### Le tecniche di valutazione



a. **Il Criterio del costo** si propone di misurare il complesso dei benefici futuri, derivanti dall'utilizzo del bene immateriale, nel caso specifico del marchio, in base alle risorse monetarie necessarie a sostituirlo con uno identico (o comunque in grado di offrire lo stesso vantaggio competitivo).

Si basa sul presupposto che il prezzo (costo) della nuova risorsa sia legato al valore economico di quanto sarà in grado di offrire nel corso della sua vita utile.

I vantaggi di detto metodo sono da individuare:

- nell'oggettività di informazioni qualitative-quantitative adeguate, relativamente alla misura ed alla sequenza temporale degli investimenti, effettuati per la generazione del bene immateriale;
- nella prudenza, in quanto si fonda su elementi certi, quali i costi realmente sostenuti.

Tale criterio comprende i seguenti metodi:

1. **Metodo del costo storico aggiornato**
2. **Metodo del costo storico residuale**
3. **Metodo del costo di riproduzione**

1. **Il Metodo del costo storico aggiornato** esprime il valore del bene *immateriale*, in base all'indicazione, a valori correnti, dei costi sostenuti in passato per affermare il bene ed ottenere la fedeltà della clientela.

Ad esempio, nella valutazione del marchio, si rende necessario:

- definire i costi da capitalizzare (ad es. spese di pubblicità, spese di registrazione etc.):
- scegliere l'indice di aggiornamento monetario dei costi, al fine di rendere i valori paragonabili da un punto di vista temporale, ricorrendo ad es. ad indici inflativi
- determinare la vita economica del bene, considerando i costi sostenuti, al netto degli ammortamenti, determinati sull'ipotesi della durata e, quindi, della vita residua del bene.
- verificare lo stato d'utilità, in cui la risorsa si trova al momento della stima.

2. **Il Metodo del costo storico residuale** si applica in presenza di progetti di ricerca in corso, per i quali, in base all'esperienza, sia stimabile la probabilità di successo.

In questa fattispecie, il costo totale viene rettificato mediante l'applicazione di coefficienti di stima.

3. **Il Metodo del costo di riproduzione** esprime il valore del bene *intangibile* come l'investimento necessario per la ricostruzione dello stesso, per poter disporre, dato il contesto competitivo, di una risorsa immateriale simile a quella oggetto di stima. Detto metodo si usa quando si siano verificati cambiamenti nel contesto ambientale e nel sistema competitivo.

Procedimenti alternativi

a. Per via analitica: Individuazione e valutazione separata degli elementi necessari alla stima

a.i.1. Volumi, prezzi-costi unitari

a.i.2. Orizzonte temporale prospettico

a.i.3. Tassi di attualizzazione dei flussi futuri di spesa

b. Per via sintetica:

$$V_r = MT * C$$

dove:

**V<sub>r</sub>** rappresenta il Valore di riproduzione "a nuovo"

**MT** rappresenta il Coefficiente di capitalizzazione espresso in anni, che indica la durata del processo di ricostruzione del bene *intangibile*

**C** rappresenta il Costo medio normale e corrente delle risorse destinate annualmente alla formazione di un bene *intangibile* equivalente.

Questo modello si adatta alla stima di *intangibles* di nascita recente.

b. **Il Criterio dei risultati differenziali** quantifica il valore di un bene *intangibile* in funzione dell'apporto che questo fornisce alla redditività globale dell'azienda.

Tale criterio comprende i seguenti metodi:

3.1. **Metodo dei differenziali di risultato o Metodo del premium price**

3.2. **Metodo del costo della perdita**

1. **Il Metodo dei differenziali di risultato o Metodo del premium price** rappresenta:

la valutazione, in un arco temporale, dei **vantaggi differenziali di risultato**, basati sul *premium price* prodotto dal bene immateriale

il vantaggio economico (*premium price*): differenza tra il prezzo imputabile al prodotto supportato da *intangibile* (PM) e quello conseguibile con un uguale prodotto non supportato da *intangibile* (P)

$$\Delta P = PM - P$$

Applicazione:

+  $\Delta$  Ricavi  
-  $\Delta$  Costi di produzione  
-  $\Delta$  Costi pubblicitari  
-  $\Delta$  Costi di commercializzazione  
-  $\Delta$  Costi di formazione  
-  $\Delta$  Onere fiscale

---

**MND (Margine netto differenziale)**

Attualizzazione del MND annuo per un intervallo temporale entro cui si produrranno gli effetti indotti dall'intangibile (DP)

Attualizzazione del MND Medio Normale per un intervallo temporale entro cui si produrranno gli effetti indotti dall'intangibile (DP)

**Metodo del gross profit:**

Valutazione, in un dato intervallo temporale, dei vantaggi differenziali di risultato, basati sulle maggiori quantità vendute, grazie al bene *intangibile*.

Vantaggio economico: economie di scala

Determinanti: Notorietà del marchio, durata .....

{

I limiti e le difficoltà di tale metodo consistono in:

- Impossibilità del confronto tra un prodotto **supportato da intangibile** ed uno senza *intangibile* a supporto, avente medesime caratteristiche.
- Analisi del rapporto costo-qualità dei **prodotti individuati**:
  - Peculiarità della politica commerciale e di investimento (particolarmente onerosa)
  - Differenze qualitative del prodotto
- Il prezzo non è l'unico elemento che esprime la redditività prospettica dell'impresa:
  - L'elemento distintivo può essere rappresentato dalle differenze nelle quote di mercato, piuttosto che  $\Delta$  prezzo e  $\Delta$  margini
- All'affermazione del *premium price*, generalmente, contribuiscono più *intangibles* congiuntamente (marchio, brevetto, *know-how*, livello tecnologico dell'offerta, performance dei prodotti, affidabilità dei servizi, etc.) e, spesso, è impossibile individuarne il contributo marginale
- I benefici in termini di *gross profit* possono essere determinati da altri fattori (ad es., riduzione dei prezzi delle materie prime)

Applicazione:

Prodotto supportato da intangibile
Prodotto senza intangibile a supporto

Ricavi di vendita $c_i$ - $\Delta$ costo del venduto $c_i$
Ricavi di vendita $s_i$ - $\Delta$ costo del venduto $s_i$
Gross Profit differenziale lordo
- <i>Onere fiscale</i>
Gross Profit differenziale Netto (GPdN)

Escludendo investimenti in marketing, R&D, formazione, etc. necessari al mantenimento del surplus connesso all'intangibile: Vita residua utile limitata

Includendo investimenti in marketing R&D formazione etc. necessari al mantenimento del surplus connesso all'intangibile: vita residua utile più estesa o illimitata

## 2. Metodo del costo della perdita

Il metodo del costo della perdita si basa sulla valutazione della perdita che l'impresa sosterebbe se rinunciasse all'utilizzo del bene *immateriale*, cioè il valore attuale dei margini complessivi perduti per un arco temporale pari al periodo necessario alla ricostruzione del bene *intangibile* non più nella disponibilità.

- Margine economico differenziale da attualizzare:

Con tale metodo, si giunge ad un'indicazione di "prezzo minimo". Al di sotto di tale prezzo, non si ritiene generalmente conveniente procedere alla cessione dei bene *immateriale*.

#### Periodo di attualizzazione

• Intervallo di tempo nel quale il bene *intangibile* è in grado di produrre vantaggi competitivi per l'impresa

▪ Determinanti:

- Ciclo di vita dei prodotti
- Versatilità del bene *intangibile*
- Comportamento dei concorrenti
- Connotazioni del settore di riferimento

• Orizzonte temporale:

- In linea generale, la vita utile residua dell' *intangibile* viene assunta da 5 a 20 anni
- Breve: non vengono considerati i costi per mantenere o incrementare il potenziale competitivo creato
- Lungo: inclusi gli investimenti per il mantenimento della notorietà e della posizione di mercato acquisita
- La tipologia di *intangibile* ha generalmente un'influenza sulla durata dell'orizzonte temporale
- Più breve, per capitale umano e tecnologia non protetta da brevetto
- Più lungo, per marketing e tecnologia protetta da brevetto

#### Tasso di attualizzazione

• Scelta della configurazione di tasso-base più opportuna, coerente con la configurazione del flusso e della finalità valutativa:

- Costo medio ponderato del capitale (WACC): flussi operativi *unlevered*
- Costo del capitale proprio ( $i_e$ ): flussi *levered*

• Definizione del premio per il rischio specifico relativo al bene *intangibile*

– In presenza di fattori specifici che possono accentuare od attenuare il rischio riferibile all' *intangibile asset*

– Determinato sulla base dello stato competitivo del bene stesso:

- Quota di mercato
- Grado di diffusione geografica
- Difendibilità dalla concorrenza
- Tutela legale
- Tasso di sviluppo delle vendite



- Ciclo di vita
- Grado di versatilità
- Effettivo grado di trasferibilità dall'impresa
- Usualmente, viene individuato in un *range* compreso tra 0% - 3%.

**c. Criteri comparativi** quantificano il valore dei *beni immateriali* in funzione del comportamento degli operatori economici del mercato di riferimento.

Tali criteri comprendono i seguenti metodi:

**1. Metodo dei tassi di *royalty* (r/r)**

**2. Metodo delle transazioni comparabili**

**3. Metodo dei multipli empirici**

**1. Metodo dei tassi di *royalty* (r/r)**

• Le *royalties* sono definibili come proventi degli *intangibles* identificabili e suscettibili di autonoma cessione che un terzo, prescindendo da eventuali benefici da sinergie, è disposto a riconoscere al proprietario del bene immateriale, a fronte del diritto di utilizzazione dello stesso

– Redditività del marchio o del brevetto: *royalty* (espressa come % vendite)

– Calcolo delle *royalties*:

$$R = S * r$$

dove:

R *Royalties* ottenibili tramite licenza d'uso del marchio/brevetto

S Ricavi di vendita dei prodotti che si riferiscono al marchio/brevetto

r Tasso di *royalty*

– Determinazione del tasso di *royalty* r: *market royalty rates*

– Valore del bene *intangible*:

dove:

r desunto direttamente dal mercato

S<sub>t</sub> ricavi di vendita dei prodotti che si riferiscono all'*intangible*

C<sub>t</sub> risorse necessarie per mantenere il potenziale competitivo dell'*intangible*

– Per una corretta applicazione dei tassi di *royalty* r desunti direttamente dal mercato, le transazioni di riferimento devono rispettare alcune condizioni:

- Le controparti non devono essere tra di loro collegate o controllate, ma indipendenti dal punto di vista finanziario e gestionale
- Le transazioni devono essere trasparenti, non celanti aspetti di remunerazione non monetaria o indiretta, libere da condizionamenti legislativi

- I beni devono essere merceologicamente simili, appartenere a settori di provenienza/utilizzo comparabili, avere una vita residua ed un possibile sfruttamento commerciale analogo

## **2. Il Metodo delle transazioni comparabili**

Si fonda sul riconoscimento ad un *intangibile* specifico del valore corrispondente ai prezzi fatti in transazioni recenti aventi per oggetto beni similari.

- Le transazioni devono essere realmente omogenee, relativamente a:
  - Contenuto della negoziazione
  - Condizioni che si accompagnano al prezzo (pagato per cassa o contro azioni, a pronti o differito, con o senza garanzie, con o senza integrazioni, etc.)
- Deve esistere un numero sufficiente di casi comparabili
- Le transazioni devono essere recenti (non oltre gli ultimi 3-5 anni, a seconda del settore, del periodo, etc.)

## **3. Metodo dei multipli empirici**

Il metodo dei multipli empirici può essere considerato una sottospecie del metodo delle transazioni comparabili.

Si tratta di veri o supposti multipli, ma carenti di una documentata corrispondenza a transazioni comparabili.

## Il Criterio di valutazione adottato

Come in precedenza illustrato, non esiste un metodo universalmente riconosciuto per la valutazione del marchio.

La scelta deve essere ponderata, analizzando la realtà aziendale dell'impresa, la specifica situazione attuale e le prospettive future, al fine di utilizzare il metodo che presenti il minor rischio di errori.

Nella presente fattispecie, è utile rammentare che, nell'ambito dei bilanci pubblicati dalla Transfer, non risulta iscritto alcun marchio, nell'ambito delle Immobilizzazioni Immateriali.

E' possibile, pertanto, affermare che non sono individuabili specifici costi sopportati per il marchio in argomento, fatta eccezione delle Spese di pubblicità, annualmente indicate, sicuramente finalizzate a rendere sempre più nota l'attività del Tour Operator.

Per tale considerazione, è doveroso abbandonare quale criterio di stima quello del costo, non avendo una serie storica di riferimento.

Alla stessa stregua, il Coadiutore ritiene non attivabili i criteri dei risultati differenziali, in quanto non è dato conoscere l'effetto sulle vendite, determinato dalla presenza o meno del marchio "In Viaggi".

Viene, pertanto, assunto quale criterio di valutazione il Metodo dei tassi di royalty, applicabile ad una serie di ricavi presunti.

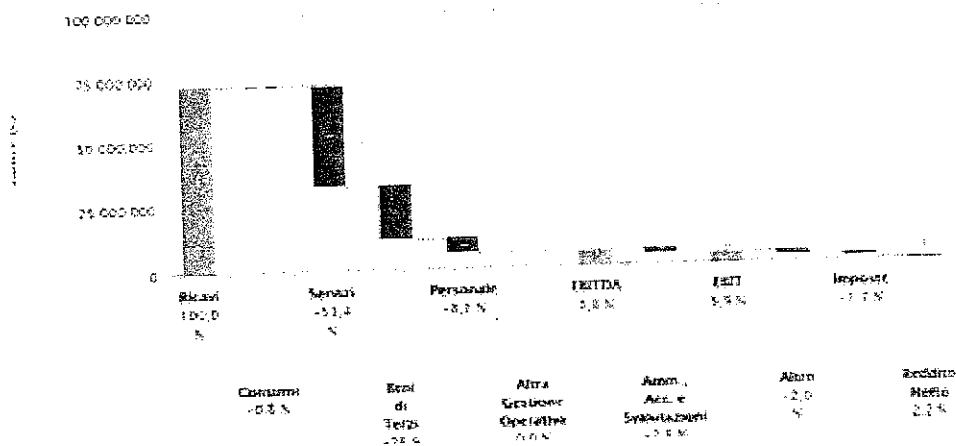
Come in precedenza detto, tale metodologia appartiene alla famiglia dei Criteri comparativi, che include anche il metodo delle transazioni comparabili.

Sul punto, preme segnalare che il mercato ha visto, recentemente, la cessione coattiva del marchio Valtur (Valorizzazione Turistica).

L'immagine che segue rappresenta l'andamento economico della Valtur S.p.A., nell'anno 2015.

### Executive Summary: Equilibrio Economico (Classico) 2015

Le percentuali si riferiscono ai Ricavi pari a 72.915.541  
Dati al 10/2015



Leggiate: [www.fiduciasocietaria.com](http://www.fiduciasocietaria.com)

I ricavi del 2015 ammontavano, per la summenzionata Società, ad euro 72.915.541.

Il Tribunale di Milano ha posto in vendita il marchio Valtur, con una base d'asta pari ad euro 1.500.000,00.

L'aggiudicazione è avvenuta per euro 3.000.000,00.

In letteratura, ultimamente, il metodo più utilizzato risulta essere quello delle "royalties ideali", che consiste nell'attualizzazione dei redditi calcolati sulla base delle "royalties" percentuali ottenibili sul mercato dal marchio in oggetto.

Il valore del marchio, dunque, potrebbe essere rappresentato dal flusso di royalties che il mercato potrebbe pagare, utilizzando la seguente formula:

- r      desunto direttamente dal mercato
- S<sub>t</sub>    ricavi di vendita dei prodotti che si riferiscono all'*intangibile*
- C<sub>t</sub>    risorse necessarie per mantenere il potenziale competitivo dell'*intangibile*

### Applicazione del Criterio di valutazione adottato

#### Le Assunzioni del Coadiutore

##### Date di riferimento delle valutazioni

La prima data di riferimento della valutazione è il 24.11.2016, giorno della cessione del marchio In Viaggi.

La seconda data di riferimento è il 19.07.2019, in cui è stato dichiarato il fallimento della Transfer.

##### Vita residua del marchio

In Italia, e nella maggior parte dei Paesi esteri, la durata di tutela del diritto è di 10 anni.

Si ritiene prudentiale determinare la vita utile del marchio in cinque anni, anche per l'evidente impossibilità di svolgere previsioni per un arco di tempo superiore.

##### Il flusso atteso di ricavi

Nel caso in esame, il fatturato medio storico, nel periodo 2009-2017 è pari ad euro 62.183.379,67, con variazione annua, indicata nella tavola che segue.

L'andamento dei ricavi, nell'intervallo temporale considerato, risulta non costante, a seguito delle vicissitudini dei Paesi esteri, interessati da rapporti commerciali con la Società.

Nella determinazione del flusso medio atteso si sono impiegate le proiezioni di fatturato elaborate dal sottoscritto perito, come meglio infra precisato. Il fatturato così proiettato è stato assunto integralmente, senza distinguere tra B2B e B2C, non essendo possibile distinguere i due settori.

#### RICAVI A CONSUNTIVO

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
totale ricavi	89.634.876,00	93.315.699,00	80.553.711,00	88.529.703,00	62.805.405,00	56.227.829,00	42.651.789,00	30.439.814,00	15.491.591,00

Variazione %		4,1%	-13,7%	9,9%	-28,3%	-30,5%	-24,1%	-28,6%	-49,1%
--------------	--	------	--------	------	--------	--------	--------	--------	--------

Nell'ambito della valutazione alla data di cessione (24.11.2016), la previsione sui ricavi attesi, di cui infra, ha trovato fondamenta su di un'attività ancora in continuità (going concern) e del dato storico, comunque esistente, del 2017, non risultando penalizzata dalla successiva decozione.

In tale caso, è stata presunta una crescita annuale dei ricavi del 10%

Una scelta diversa è stata operata per la determinazione dei ricavi al momento della dichiarazione di fallimento.

E' evidente che il soggetto economico, deputato ad aggredire il mercato con il marchio In Viaggi, incontrerà evidenti difficoltà nel convincere la cliente, sia storica che di nuova acquisizione, dell'avvenuto superamento di tutte le difficoltà che accompagnano un'impresa di servizi in decozione.

Illuminanti sul punto sono le Relazioni sulla Gestione, redatte dall'Organo Amministrativo della Società Fallita, ove vengono enumerati disservizi e contenziosi.

In questo caso la previsione dei ricavi è particolarmente contenuta nel primo esercizio, per crescere progressivamente, fino ad un 30% nell'ultimo periodo.

### Il tasso di attualizzazione

Come noto, nella scelta del tasso si può far riferimento tanto al c.d. tasso opportunità, generalmente costruito con approccio build-up secondo varie formule, sintetizzabili nel modello<sup>2</sup>  $i = i' + r + l$ , oppure è possibile impiegare il criterio del costo del capitale, a sua volta individuabile o come costo del capitale proprio, o come costo medio ponderato del capitale (WACC).

Nella prassi aziendale, i flussi di reddito derivanti dall'impiego dei marchi vengono attualizzati ad un costo opportunità pari al costo medio delle fonti di finanziamento (WACC o Weighted Average Cost of Capital), dato dalla media del costo del capitale proprio ( $k_e$ ) e del costo del capitale di terzi (o costo del debito), al netto dello scudo fiscale ( $k_d$  netto), ponderata in funzione della leva finanziaria. Il procedimento di calcolo è riassunto nel seguente schema.

Costo del debito al netto di imposte

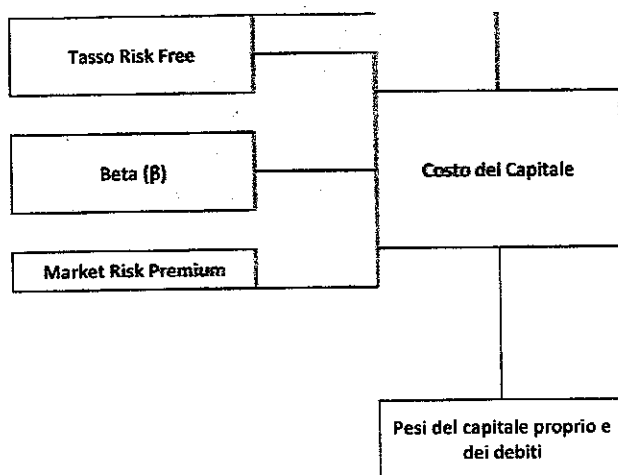
<sup>2</sup> Dove:

$i$  = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico;

$i'$  = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo o quasi nullo;

$r$  = rischio dell'azienda di non conseguire i redditi futuri assunti alla base del metodo valutativo;

$l$  = minor liquidità dell'investimento nel capitale dell'azienda, rispetto ad investimenti alternativi.



### Wacc alla data di cessione (24.11.2016)

La componente ( $k_e$ ) è stata calcolata come somma di due premi: rischio generico e rischio specifico.

Il premio per il rischio generico è risultato pari allo 0,55%, corrispondente al Tasso Medio all'Emissione dei Titoli di Stato al 31.12.2016.

([http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/principali\\_tassi\\_di\\_interesse/](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/))

Il premio per il rischio di mercato ( $r_m - r$ ) è stato considerato pari al 5,00%.

Il premio per il rischio specifico è stato calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), che postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica (di settore e di posizione competitiva) e in una componente sistematica propria dell'investimento azionario.

Il premio per il rischio specifico, stimato con la tecnica del CAPM, si determina mediante la seguente relazione algebrica:  $[\beta \cdot (r_m - r)]$ , dove ai simboli già noti si aggiunge il beta che misura la componente specifica del rischio d'azienda.

Nel caso di specie, la determinazione del beta— definito come il rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore) — non è fornita direttamente dal mercato, dal momento che la Società non è quotata.

Nella fattispecie, il coefficiente beta è stato stimato, considerando le caratteristiche dell'azienda, pari ad 1,00.

Il premio per il rischio specifico, calcolato con la tecnica del CAPM, risulta dunque pari a 5,55% ( $k_e$ ).

La seconda componente pari al costo del debito ( $k_d$  lordo) è stata stimata inserendo un valore di mercato pari al 4,00%. Il costo reale del debito ( $k_d$  netto) è stato ottenuto depurando il risparmio fiscale sugli oneri finanziari, applicando l'aliquota IRES del 27,5%. Il  $k_d$  netto è stato stimato pari al 2,90% per il periodo analitico.

Per quanto riguarda i pesi del costo del capitale proprio e del capitale di terzi, si è deciso di adottare delle percentuali standard, rispettivamente pari al 50% e al 50%.

In base alle considerazioni sopra esposte, risulta che il costo medio ponderato del capitale è pari al 4,23%.

WACC

Costo del debito: i	4,00%
Aliquota Fiscale: t	27,50%
$Kd = i * (1-t)$	2,90%
Rf= tasso privo di rischio	0,55%
Rm - Rf= premio per il rischio di mercato	5,00%
Beta di settore	1,00
Premio per stato di crisi	0%
$Ke = (Rf + (rm - Rf) * Beta) * (1 + Premio crisi)$	5,55%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50%
<b>Wacc - Tasso attualizzazione</b>	<b>4,23%</b>

### Wacc alla data di fallimento (19.07.2019)

La componente (ke) è stata calcolata come somma di due premi: rischio generico e rischio specifico.

Il premio per il rischio generico è risultato pari all'1,31%, corrispondente al Tasso Medio all'Emissione dei Titoli di Stato al 30 giugno 2019.

([http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/dati\\_statistici/principali\\_tassi\\_di\\_interesse/](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/))

Il premio per il rischio di mercato (rm-r) è stato considerato pari al 5,00%.

Il premio per il rischio specifico è stato calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), che postula che il rischio totale di un'impresa sia scindibile in una componente specifica (di settore e di posizione competitiva) e in una componente sistematica propria dell'investimento azionario.

Il premio per il rischio specifico, stimato con la tecnica del CAPM, si determina mediante la seguente relazione algebrica:  $\{\beta \cdot (rm-r)\}$ , dove ai simboli già noti si aggiunge il beta che misura la componente specifica del rischio d'azienda.

Nel caso di specie, la determinazione del beta— definito come il rapporto tra la covarianza fra i rendimenti dell'azienda e quelli del portafoglio di mercato (numeratore) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato stesso (denominatore) — non è fornita direttamente dal mercato, dal momento che la Società non è quotata.

Nella fattispecie, il coefficiente beta è stato stimato, considerando le caratteristiche dell'azienda, pari ad 1,00.

Il premio per il rischio specifico, calcolato con la tecnica del CAPM, risulta dunque pari a 5,00%.

Al tasso di congrua remunerazione dell'impresa, dato dalla somma del premio per il rischio finanziario e del premio per il rischio specifico, è stata poi aggiunta una maggiorazione, a titolo di compensazione dello stato di crisi del marchio, pari al 30%. Di conseguenza il ke risulta pari all'8,20%.

La seconda componente, pari al costo del debito (kd lordo), è stata stimata inserendo un valore di mercato pari al 5,50%. Il costo reale del debito (kd netto) è stato ottenuto depurando il risparmio fiscale sugli oneri finanziari, applicando la nuova aliquota IRES del 24%. Il kd netto è stato stimato pari al 4,18% per il periodo analitico.

Per quanto riguarda i pesi del costo del capitale proprio e del capitale di terzi, si è deciso di adottare delle percentuali standard, rispettivamente pari al 50% e al 50%.



In base alle considerazioni sopra esposte, risulta che il costo medio ponderato del capitale è pari al 6,19%.

#### WACC

Costo del debito: i	5,50%
Aliquota Fiscale: t	24,00%
$Kd = i * (1-t)$	4,18%
Rf= tasso privo di rischio	1,31%
Rm - Rf= premio per il rischio di mercato	5,00%
Beta di settore	1,00
Premio per stato di crisi	30,00%
$Ke = (Rf + (rm - Rf) * Beta) * (1 + Premio crisi)$	8,20%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50,00%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50,00%
<b>Wacc - Tasso attualizzazione</b>	<b>6,19%</b>

#### Tasso di royalty

Il tasso di royalty dipende dal prestigio dello stesso e dal settore di appartenenza.

L'Amministrazione Finanziaria, con Circolare Ministeriale n.32 del 22/09/1980, rubricata "Il prezzo di trasferimento nella determinazione dei redditi di imprese assoggettate a controllo estero", in riferimento alle royalties, legate però ad un diritto di brevetto industriale, riteneva congrui canoni oscillanti fra il 2% ed il 5% del fatturato della società licenziataria.

*"In relazione alla difficoltà di enucleare criteri analitici di determinazione del valore normale delle transazioni aventi ad oggetto beni immateriali, considerata l'esigenza di certezza per il contribuente e la necessità di un rapido accertamento per l'Amministrazione, si ritiene opportuna la predeterminazione di "valori normali" da ritenere congrui, in linea di massima e fermo restando quanto detto sopra, alle seguenti condizioni:*

- a) canoni fino al 2% del fatturato potranno essere accettati dall'Amministrazione quando;
  - I) la transazione risulta da un contratto redatto per iscritto ed anteriore al pagamento del canone; .
  - II) sia sufficientemente documentata l'utilizzazione e, quindi, l'inerenza del costo sostenuto;

**b) canoni oscillanti tra il 2 e il 5% potranno essere ritenuti congrui, oltre che alle condizioni di cui al punto precedente, qualora:**

I) i dati "tecnici giustificano il tasso dichiarato (effettuazione di ricerche e sperimentazioni, obsolescenza inferiore all'anno o meno, vita tecnica, originalità, risultati ottenuti, ecc.);

II) il tasso dichiarato sia giustificato dai dati "giuridici", emergenti dal contratto (diritto di esclusiva diritto di concedere sub-licenze, diritto di sfruttamento delle scoperte o sviluppi del bene immateriale, ecc.);

III) sia comprovata l'effettiva utilità conseguita dal licenziatario;

**c) canoni superiori al 5% del fatturato potranno essere riconosciuti solo in casi eccezionali giustificano dall'alto livello tecnologico del settore economico in questione o da altre circostanze;**

**d) canoni di qualunque ammontare corrisposti a società residenti in Paesi a bassa fiscalità potranno essere ammessi in detrazione e riconosciuti congrui solo alle condizioni più onerose previste al punto c)."**

Nella presente fattispecie, i medesimi contraenti del contratto di cessione del marchio indicano il tasso di royalty nel 3,5%.

Il Coadiutore ritiene necessario assumere detta percentuale nella determinazione di un range di valori, nel cui ambito individuare il più probabile valore del marchio.

Una preziosa indicazione è rinvenibile nel sito <https://www.entrepreneur.com/article/235851>, ove, nel settore dei Viaggi, viene indicato un tasso di royalty pari al 5,60%.

Per quanto detto, il Coadiutore si avvarrà di un primo tasso di royalty del 3,5% e di un secondo pari al 5,60%.

Entrambi i predetti valori risultano compatibili con le citate indicazioni del Ministero delle Finanze.

La giurisprudenza ha confermato la valenza del citato documento di prassi (Cassazione n. 4927/2013, Cassazione n. 2805/2011, CTP Como 96/4/12).

### **Costi di tutela e mantenimento del marchio**

I flussi da considerare per giungere ad una corretta valutazione di un marchio, devono essere depurati dei costi per il suo mantenimento.

Dall'esame dei bilanci annuali della Pubblica Pubblica si traspare un costo medio contenuto per Oneri di Pubblicità (0,27%).

Il Coadiutore ha ritenuto di dover applicare un saggio del 2% nelle sue previsioni, dovendo la Transfer (o suoi aventi causa) recuperare quote di mercato.

Valutazione marchio al 24.11.2016

**WACC**

Kd: Costo del debito:(corrispondente ad "i")	4,00%
Aliquota Fiscale: t	27,50%
$Kd\ netto = i * (1-t)$	2,90%
Rf= tasso privo di rischio (generico)	0,55%
Rm - Rf= premio per il rischio di mercato (specifico)	5,00%
Beta di settore	1,00
Premio per stato di crisi	0%
$Ke = (Rf + (rm - Rf) * Beta) * (1 + Premio\ crisi)$	5,55%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50%
<b>Wacc - Tasso attualizzazione</b>	<b>4,23%</b>

**Tasso Royalty**

**Primo caso** 5,60%

Tassazione:

Ires	27,50%	
Irap	3,90%	
	31,40%	1,76%
<b>Tasso Royalty al netto tassazione</b>		<b>3,84%</b>

**Secondo caso** 3,50%

Tassazione:

Ires	27,50%	
Irap	3,90%	
	31,40%	1,10%
<b>Tasso Royalty al netto tassazione</b>		<b>2,40%</b>

Ricavi attesi prospettici

Tasso Crescita

10%

2017	2019	2020	2021	Totale
15.500.000,00	18.755.000,00	20.630.500,00	22.693.550,00	94.629.050,00

**Primo caso (Royalty 3,84%, pari al 5,60% al netto di imposte)**

Applicazione tasso di royalty ai ricavi presunti

595.448,00	1.050.280,00	1.155.308,00	1.270.838,80
------------	--------------	--------------	--------------

Costi Tutela

Incidenza su ricavi

2,00%

310.000,00	375.100,00	412.610,00	453.871,00	Valore attuale
------------	------------	------------	------------	----------------

Netto

285.448,00	675.180,00	742.698,00	816.967,80	€ 2.892.823,77
------------	------------	------------	------------	----------------

**Secondo caso (Royalty 2,40%, pari al 3,5% al netto di imposte)**

Applicazione tasso di royalty ai ricavi presunti

372.155,00	450.307,55	495.338,31	544.872,14
------------	------------	------------	------------

Costi Tutela

Incidenza su ricavi

2,00%

310.000,00	375.100,00	412.610,00	453.871,00	Valore attuale
------------	------------	------------	------------	----------------

Netto

62.155,00	75.207,55	82.728,31	91.001,14	€ 333.102,57
-----------	-----------	-----------	-----------	--------------

**Valore del Marchio alla data di cessione 24/11/2016**

Prima Ipotesi Royalty 5,60%

€ 2.892.823,77

Seconda Ipotesi Royalty 3,5%

€ 333.102,57

Valore Medio = **1.612.963,17**

Valutazione marchio al 19.07.2019

WACC

Kd: Costo del debito,(corrispondente ad "i")	5,50%
Aliquota Fiscale: t	24,00%
$Kd\ netto = i * (1-t)$	4,18%
Rf= tasso privo di rischio (generico)	1,31%
Rm - Rf= premio per il rischio di mercato (specifico)	5,00%
Beta di settore	1,00
Premio per stato di crisi	30,00%
$Ke = (Rf + (rm - Rf) * Beta) * (1 + Premio\ crisi)$	8,20%
Peso mezzi propri su mezzi totali	50,00%
Peso mezzi terzi su mezzi totali	50,00%
Wacc - Tasso attualizzazione	<b>6,19%</b>

Tasso Royalty

Primo caso

Tassazione:		5,00%
Ires	24,00%	
Irap	3,90%	
	<u>27,90%</u>	1,40%
Tasso Royalty al netto tassazione		<b>3,61%</b>

Secondo caso

Tassazione:		3,50%
Ires	24,00%	
Irap	3,90%	
	<u>27,90%</u>	0,98%
Tasso Royalty al netto tassazione		<b>2,52%</b>

**Tasso di Crescita**

Ricavi attesi prospettici

10%		30%		Totale
2020	2022	2023	2024	
4.500.000,00	5.940.000,00	7.128.000,00	9.266.400,00	31.784.400,00

**Primo caso (Royalty 3,61%, pari al 5,60% al netto di imposte)**

Applicazione tasso di royalty ai ricavi presunti

162.225,00	214.137,00	256.964,40	334.053,72	
2,00%	90.000,00	118.800,00	142.560,00	185.328,00
<b>Netto</b>	72.225,00	99.317,00	114.404,40	148.726,72
				<b>€ 1.049.911,71</b>

Costi Tutela

Netto

**Secondo caso (Royalty 2,52%, pari al 3,5% al netto di imposte)**

Applicazione tasso di royalty ai ricavi presunti

113.557,50	149.895,90	179.075,08	303.097,60	
2,00%	90.000,00	118.800,00	142.560,00	185.328,00
<b>Netto</b>	23.557,50	31.095,90	37.315,08	48.500,60
				<b>€ 136.399,23</b>

Costi Tutela

Netto

Valore del Marchio alla data di fallimento 19.07.2019

Prima Ipotesi Royalty 5%

€ 1.049.911,71

Seconda Ipotesi Royalty 3,5%

€ 136.399,23

Valore Medio

= 593.155,47

## CONCLUSIONI

Il Coadiutore Dr. \_\_\_\_\_, a valle di quanto in precedenza esposto, quantifica il valore del marchio "IN VIAGGI" nei seguenti termini.

**Alla data del 24.11.2016, data di cessione del bene immateriale**, il valore dello stesso, con il metodo del tasso di royalty, è risultato pari rispettivamente ad euro 2.892.823,77 applicando una percentuale del 5,60% e ad euro 333.102,57, applicando un saggio del 3,50%, pervenendo, così, **ad un valore medio di euro 1.612.963,17, che si arrotonda in euro 1.613.000=(unmilionesecentotredicimila).**

**Alla data del 19.07.2019, giorno di dichiarazione del fallimento della \_\_\_\_\_ in liquidazione**, il valore dello stesso, con il metodo del tasso di royalty, è risultato pari rispettivamente ad euro 1.049.911,71 applicando una percentuale del 5,60% e ad euro 136.399,23, applicando un saggio del 3,50%, pervenendo, così, **ad un valore medio di euro 593.155,47 che si arrotonda in euro 593.000=(cinquecentonovan-tatremila).**

Il sottoscritto confida di aver assolto all'incarico affidatogli e, restando a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento, ringrazia per la fiducia accordatagli.

Con osservanza..

Orvieto, 12 settembre 2019