

Perugia, 14 aprile 2015

TRIBUNALE CIVILE DI PERUGIA
SEZIONE FALLIMENTARE

Concordato Preventivo n. 24/2014

con sede legale in

GIUDICE Delegato

Commissari giudiziali:

**RELAZIONE TECNICA DI STIMA
BENI IMMATERIALI “MARCHI”**

PREMESSA

Il Giudice Delegato _____ nominava in data 22.12.2014 (Allegato n. 1) i sottoscritti Dott. _____ ed ivi residente, con studio in _____ iscritto all'Ordine dei Dottori Agronomi e Forestali della Provincia di Perugia al _____ e Ing. _____ ed ivi residente, con studio in _____, iscritto all'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Perugia al n. _____

GIURAMENTO ED INCARICO

In data 07.01.2015 i sottoscritti prestavano giuramento di rito innanzi al G.D.

_____, per il conferimento del seguito incarico:

“Provvedano i C.T., esperiti gli opportuni accertamenti, ad individuare, descrivere (anche mediante l'ausilio di fotografie e planimetrie) e stimare i beni mobili e immobili del concordato (marchi compresi) indicando i criteri di valutazione adottati” (Allegato n. 2).

CIÒ PREMESSO

In ottemperanza all'incarico affidato, in base ai dati acquisiti e successivamente elaborati, gli scriventi hanno effettuato tutte le operazioni necessarie per la stesura della presente relazione tecnica estimativa.

DATI SALIENTI DELLA SOCIETA':

Denominazione attuale: _____

Sede legale: _____

Partita Iva: _____

INDIVIDUAZIONE E DESCRIZIONE DEI MARCHI

Per “**marchio**” si intende il segno distintivo utilizzato da un’azienda per contraddistinguere i prodotti e i servizi che essa produce e commercializza. Il marchio è considerato un bene immateriale ed è dotato di una propria identificabilità.

La principale funzione del marchio consiste nella possibilità di identificare la provenienza di un prodotto o di un servizio in modo che possa essere tenuto distinto da prodotti, simili o identici, forniti da imprese concorrenti.

I marchi si distinguono in denominativi, se composti da parole, figurativi, se rappresentati da figure e disegni, e misti o complessi, se costituiti da elementi figurativi ed elementi denominativi.

I marchi possono essere liberamente ceduti o concessi in licenza d’uso anche senza la cessione della relativa azienda o di un ramo di essa; condizione essenziale perché il marchio goda di tutela giuridica e possa formare oggetto di trasferimento è che esso sia registrato.

In Italia, i marchi nazionali, aventi tutela giuridica solo nel territorio dello Stato, vengono depositati presso l’Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (U.I.B.M.) del Ministero dello Sviluppo Economico, anche per il tramite delle Camere di Commercio.

La durata della registrazione del marchio, sia in caso di primo deposito che di rinnovo, è di dieci anni e può essere rinnovata senza limiti entro l’ultimo anno di validità.

Dalla consultazione della banca dati tenuta dall’U.I.B.M., che riproduce tutte le domande di deposito presentate tra il 1 gennaio 1980 e il 15 febbraio 2015, risulta che la società

è titolare dei marchi nazionali registrati riportati nella tabella seguente (Allegato n. 3) :

N.	DENOMINAZIONE	PRIMO DEPOSITO			RINNOVO
		n. registrazione	data deposito	data registrazione	data deposito
1	BIG	0001119285	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014
2	HERMITAGE	0001119286	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014
3	LEGEND SMALL	0001119287	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014
4	TRADIZIONALI	0001119288	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014
5	XL STILNOVO	0001119289	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014
6	LONGSTRIP	0001119290	09/09/2004	18/06/2008	10/12/2014

A nome della società ██████████ sono invece registrati i marchi nazionali e internazionali riportati nella tabella seguente (Allegato n. 4):

N.	DENOMINAZIONE	PRIMO DEPOSITO			NOTE
		n. registrazione	data deposito	data registrazione	
1	L STILNOVO	0001193302	01/02/2006	08/05/2009	
2	STILNOVO	0001193303	01/02/2006	08/05/2009	
3	ANTIQUE LEGEND	0001193304	01/02/2006	08/05/2009	
4	STILDECK	0001193305	01/02/2006	08/05/2009	
5	STILE PAVIMENTI LEGNO SPA	0001008829	01/02/2006	22/05/2006	
6	STILE PAVIMENTI LEGNO SPA (Internazionale)	898319	22/05/2006	16/11/2006	
7	STILE PAVIMENTI LEGNO SPA (Korea)	4020070048817	17/09/2007	05/02/2014	
8	LEGEND	0000960721	22/11/2001	16/03/2005	non rinnovati
9	STILFREE	0000960722	22/11/2001	16/03/2005	

Tutti i marchi sopra elencati sono stati affittati dalla società ██████████ alla società ██████████ con contratto di affitto del 18/04/2014, trascritto a Perugia il 24/04/2014 al n. ██████████

CRITERI GENERALI DI VALUTAZIONE

L'estimazione di un marchio ai fini della cessione a terzi del titolo di proprietà deve tenere conto dei seguenti parametri: diffusione del marchio, affidabilità del marchio, differenziazione sul mercato. I criteri economici idonei ad individuare il valore di un marchio quale componente immateriale del sistema capitale economico di un'impresa possono essere molteplici; i principali sono i seguenti:

A) Metodo economico-reddituale: si prefigge di quantificare il contributo offerto dal marchio alla redditività. Il metodo consiste nella capitalizzazione del maggior reddito conseguibile in virtù della presenza del marchio, rilevandolo dal confronto tra la redditività di un certo tipo di prodotto con marchio e quella di un prodotto della stessa specie e con le stesse caratteristiche, ma sprovvisto di marchio. Tale metodo risulta di difficile applicazione a causa della difficoltà di incrociare i dati della propria contabilità con quelli dei concorrenti; inoltre il maggior valore

aggiunto generato dal prodotto contrassegnato dal marchio può anche derivare da altri fattori, diversi dalla notorietà del marchio, quali una migliore organizzazione interna, una migliore capacità di comunicazione, una migliore rete di vendita, ecc.

Nell'ambito dei metodi economici-reddituali, quello che trova maggiore diffusione nella prassi valutativa è il metodo di "attualizzazione delle royalties", che determina il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare delle royalties (canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio) che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquisire in licenza il marchio stesso.

Tale metodo si basa sulle seguenti fasi:

- determinazione della vita economica del marchio;
- determinazione del tasso di attualizzazione;
- determinazione del tasso di royalty;
- calcolo dei flussi di royalties.

B) Metodo basato sui costi: tale metodo si può distinguere in quattro configurazioni: costo storico, costo storico rivalutato, costo di sostituzione o riproduzione, costo della perdita. Tale metodo viene usato principalmente per i marchi non utilizzati o per i marchi in via di decadenza.

Il costo storico esprime la sommatoria di tutti gli oneri sopportati direttamente durante il ciclo di vita del marchio e sicuramente imputabili allo stesso. Si tratta, ad esempio, dei costi di ideazione e di verifica delle disponibilità: degli oneri degli esperti creativi e pubblicitari, dei costi di deposito e registrazione e, soprattutto, dei costi sostenuti per lanciare e consolidare l'immagine, le spese specifiche di pubblicità, ecc.

Il costo storico rivalutato differisce dal precedente perché è aggiornato ai valori correnti.

La valutazione in base al costo di riproduzione 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 costo della perdita si basa sull'attualizzazione dei margini differenziali prevedibili negativi che l'imprenditore dovrebbe sopportare nel caso in cui si privasse del marchio.

C) Metodo empirico: si riferisce alle informazioni espresse dal mercato. Si assumono quali informazioni i prezzi pagati in negoziazioni similari espresse dal mercato e si estrinsecano in una percentuale o in un moltiplicatore da applicare ad una determinata grandezza: fatturato, reddito lordo o margini lordi. Tale metodo necessita che siano disponibili dati riferibili a transazioni avvenute di recente e che offrano garanzia di omogeneità dei dati raffrontati.

STIMA DEI MARCHI

Come noto, la _____ presenta una situazione di crisi economica e finanziaria che intende risolvere mediante procedura concorsuale; si evidenzia comunque che il portafoglio marchi oggetto della presente stima ha mostrato la capacità di contribuire a generare ancora dei volumi di vendita ed è ragionevole ipotizzare che lo stesso possa fornire un vantaggio competitivo e una potenziale continuità operativa indipendentemente dalla società

tale ipotesi di continuità operativa dei marchi deve comunque basarsi sul contratto di affitto di azienda tra _____ (ora

_____ e _____, attualmente in essere, che permette di effettuare una valutazione finanziaria relativa all'uso prospettico del portafoglio marchi, ipotizzando un ragionevole volume di affari nell'ambito di un uso normale nell'attuale contesto di mercato.

Sulla base di quanto sopra esposto, allo scopo di effettuare una stima dei marchi in oggetto, si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo dell'attualizzazione delle royalties come sopra descritto.

• **Determinazione della vita economica del marchio**

Per un marchio la vita economica o utile varia secondo la notorietà, il settore e le potenzialità di espansione. Per il caso in oggetto, gli scriventi hanno considerato la forza dei marchi, l'obsolescenza tecnica, tecnologica e commerciale relativa all'attività legata ad essi, la stabilità del settore economico, le tendenze nel gusto e nei comportamenti della clientela, la pressione competitiva più o meno intensa e gli sforzi di marketing volti a mantenerne la vitalità ed hanno determinato per il portafoglio marchi oggetto di stima una vita utile pari a **10 anni**.

• **Determinazione del tasso di attualizzazione**

Per attualizzare i flussi di royalties legati al portafogli marchi in esame è necessario calcolare il costo medio ponderato del capitale, noto anche come **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*), parametro in grado di esprimere il rischio associabile all'azienda che utilizza i marchi oggetto di stima, da parte di tutti i finanziatori (di debito e di patrimonio netto). Per il calcolo del costo medio ponderato del capitale si è ritenuto opportuno e prudente applicare il metodo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), debitamente rettificato tenendo conto dei rischi connessi all'incertezza del mercato dei prodotti che il portafoglio marchi contraddistingue. In formula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{E + D} + ARP$$

Dove:

WACC: costo medio ponderato del capitale (o tasso di attualizzazione r)

Ke: costo del capitale proprio

E: *equity* o valore del patrimonio netto

D: *debt* o valore di mercato del debito

Kd: costo del debito

t: aliquota d'imposta

ARP: *Additional Risk Premium*

Di seguito la definizione delle variabili sopra elencate:

1. Definizione di D ed E

Un parametro rappresentativo della struttura finanziaria di un'azienda è D/E, dove D è il valore di mercato del debito, spesso coincidente con il valore nominale iscritto in bilancio, ed E è il valore del patrimonio netto, corrispondente al valore di capitalizzazione dell'azienda. Nella presente valutazione il rapporto D/(D+E) non è significativo in quanto il patrimonio netto dell'azienda è negativo. Inoltre, essendo la società in liquidazione, non può disporsi di un rapporto D/(D+E) obiettivo da parte della stessa azienda. Pertanto, per addivenire ad un ragionevole valore normale del rapporto D/E, in ipotesi di continuità operativa, si sono presi a riferimento i dati medi di settore sotto riportati, estratti dai Dati Aggregati Mediobanca anno 2014 per il settore Legno e mobili.

LEGNO E MOBILI								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013		
<i>Debt</i>	1.545.484	1.551.245	1.621.715	1.605.806	1.434.685	1.419.743		
<i>Equity</i>	2.191.959	2.136.111	2.185.559	2.092.765	2.056.199	2.010.350		
D/E	0,7050698	0,7262006	0,7420138	0,7673131	0,6977365	0,7062168	72%	D/E medio
D/(D+E)	0,4135137	0,420693	0,4259517	0,4341693	0,4109804	0,413908	42%	D/(D+E) medio
E/(E+D)	0,5864863	0,579307	0,5740483	0,5658307	0,5890196	0,586092	58%	E/(E+D) medio

2. Definizione di Ke

Il costo del capitale proprio viene calcolato secondo la seguente formula:

$$Ke = rf + \beta_{levered} (rm - rf)$$

Dove:

rf: tasso di interesse risk free;

β levered: è una misura del rischio di settore rispetto ad un mercato di riferimento

($rm - rf$): premio per il rischio

Per la determinazione del tasso di interesse *risk free* (rf) si è preso a riferimento il rendimento lordo dei BTP poliennali italiani a 10 anni, pari a circa 1,7% relativamente al mese di gennaio; l'aliquota marginale d'imposta sui titoli di stato è pari al 12,50%, con conseguente valore netto del tasso *risk free* pari a 1,49%.

Il coefficiente β levered si determina tramite la seguente formula:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right]$$

dove il β unlevered è un coefficiente che esprime la sola rischiosità operativa.

Facendo riferimento al valore medio dei β unlevered di un campione di società operanti in Europa nello stesso settore, si è assunto un valore pari a 0,80 (dati estratti da Aswath Damodaran aggiornati al 05/01/2015, settore *Building materials*).

L'aliquota di imposta t è pari al 27,5%, stante il fatto che l'Ires consente la deduzione degli interessi passivi, mentre l'Irap no.

Pertanto:

$$\beta_{levered} = 0,80 [1 + (1 - 0,275)0,72] = 1,22$$

Il premio per il rischio ($rm - rf$) si assume pari al 5,50%; in considerazione del fatto che il premio per il rischio italiano è storicamente compreso tra il 3,5% ed il 7,7% si è assunto un valore intermedio.

Da quanto sopra esposto deriva che:

$$Ke = 0,0149 + 1,22 \times 0,055 = 0,082 = 8,2\%$$

3. Definizione di Kd

Il costo del debito viene stimato in via sintetica secondo la seguente formula:

$$Kd = rf + \text{Spread}$$

Assunto uno Spread pari al 5% e considerando un tasso di rendimento privo di rischio (rf) pari a 1,49%, come sopra stimato, si ha un costo del debito pari a:

$$Kd = 0,0149 + 0,05 = 0,0649 = \mathbf{6,49\%}$$

4. Definizione di ARP

In considerazione del fatto che si stanno valutando dei beni immateriali, i quali incorporano un rischio maggiore di qualunque impresa del settore, si ritiene opportuno correggere prudenzialmente il costo medio ponderato del capitale aggiungendo un premio per il rischio rettificato (ARP – *Additional Risk Premium*). Per il calcolo dell'ARP si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo empirico, basato sull'osservazione dei dati storici riferiti ai maggiori rendimenti osservati in riferimento ad investimenti particolarmente rischiosi. Tale metodologia indica la possibilità di aggiungere al costo del capitale proprio stimato in maniera tradizionale un ARP che, secondo le più recenti rilevazioni, dovrebbe assumere di norma un valore tra i 100 e i 350 punti base. Nel caso in esame gli scriventi ritengono opportuno assumere un ARP pari a 350 punti base.

In conseguenza a tutto quanto sopra esposto, il costo medio ponderato del capitale (WACC) è così determinato:

$$WACC = 0,082 \times 0,58 + 0,0649 \times (1 - 0,275) \times 0,42 + 0,035 = 0,1023 = \mathbf{10,23\%}$$

- **Determinazione del tasso di royalty**

Gli scriventi, tramite l'analisi di transazioni commerciali comparabili per tipologia merceologica dei beni e per "forza" del marchio e sulla base di medie di settore merceologico, hanno stimato un tasso di royalty pari a **0,9%**, anche in considerazione della situazione di crisi che interessa i settori dei materiali per l'edilizia e della lavorazione del legno.

- **Calcolo dei flussi di royalties**

Le royalties sono calcolate come percentuale sul fatturato previsto per i marchi oggetto di valutazione; non disponendo di proiezioni specifiche relativamente a tali dati, gli scriventi hanno ritenuto opportuno prendere in considerazione la media dei dati di fatturato dell'azienda riferiti agli anni dal 2010 al 2013, così come riportati nel Ricorso per ammissione al concordato preventivo, abbattuta in via prudenziale in misura pari al 50%.

	2010	2011	2012	2013	Medio
Fatturato	€ 11.191.386,00	€ 12.527.500,00	€ 10.516.864,00	€ 7.604.706,00	€ 10.460.114,00

Royalty lorda: € 10.460.114,00 x 50% = € 5.230.057,00 x 0,9% = **€ 47.070,51**

Al valore della royalty lorda così ottenuta va sottratto il valore della componente fiscale, pari al 31,4%, costituito da Ires pari a 27,5% e Irap pari a 3,9%.

Imposte: € 47.070,51 x 31,4% = € 14.780,14

Royalty netta: € 47.070,51 - € 14.780,14 = **€ 32.290,37**

La determinazione del valore economico dei marchi si ottiene attualizzando il valore dei flussi di royalty al netto delle imposte, secondo la seguente formula:

$$V = RR \frac{\left(1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right)}{r}$$

Dove:

V = valore economico dei marchi

RR = valore delle royalty associabili ai marchi

r = tasso di attualizzazione (WACC)

n = numero degli anni di prevedibile durata dei marchi

Pertanto il valore economico dei marchi è pari a:

$$V = € 32.290,37 \frac{\left(1 - \frac{1}{(1+0,1023)^{10}}\right)}{0,1023} = € 196.465,02$$

Tale valore, arrotondato ad € **196.500,00** (Euro Centonovantaseimilacinquecento/00) rappresenta il più probabile valore di mercato dei marchi oggetto di stima.

Perugia, 14 aprile 2015