

Indice

|   |   |
|---|---|
| 1. FINALITÀ.....  | 2 |
| 2. FATTI GESTIONALI DI RILEVO SUCCESSIVI ALLA PERIZIA DI STIMA..... | 2 |
| 3. MARCHI SCADUTI SUCCESSIVAMENTE ALLA PERIZIA DI STIMA.....        | 3 |
| 4. AGGIORNAMENTO DELLA STIMA.....                                   | 4 |
| 4. CONCLUSIONI.....   | 7 |





Al pari di quanto avvenuto nel periodo precedente, durante l'esercizio provvisorio l'attività è consistita nella graduale dismissione della rete vendita e nella liquidazione della merce. Di conseguenza i negozi aperti hanno cominciato a risultare disassortiti con cali graduali degli incassi, malgrado le crescenti percentuali di sconto. Nel periodo di tempo che ha interessato l'esercizio provvisorio, gli incassi si sono attestati ad € 1.341.587 netto IVA.

Alla data del ██████████ conclusione dell'esercizio provvisorio, l'intera rete di vendita è risultata dismessa, anche in considerazione del fatto che, per i negozi gestiti in franchising, i contratti erano stati disdetti già prima della data a cui era stata riferita la relazione di stima del dicembre 2015.

### 3. MARCHI SCADUTI NEL CORSO DELL'ESERCIZIO

In base alla documentazione a disposizione dello scrivente relativa ai marchi depositati da ██████████ in *fallimento* e registrati dalla società ██████████ risulta che rispetto alla perizia di stima di dicembre 2015 alcuni depositi e dichiarazioni d'uso del marchio *Segue...* sono scaduti in alcuni Paesi Internazionali, come di seguito specificati.

Il deposito del marchio risulta scaduto in:

- Emirati Arabi Uniti, scaduto il 17 maggio 2016 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28- 35-42;
- Honduras, scadenza annualità il 26 aprile 2016 per la classe 09;
- Honduras, scadenza annualità il 28 maggio 2016 per la classe 45;
- Honduras, scadenza annualità il 3 giugno 2016 per le classi 14-16-18-28-35;
- Honduras, scadenza annualità il 20 agosto 2016 per la classe 25;
- Honduras, scadenza annualità il 21 agosto 2016 per la classe 42;
- Honduras, scadenza annualità il 16 ottobre 2016 per la classe 03;
- Hong Kong, scaduto il 27 aprile 2016 per le classi 03-09-14-16-18-25-35-42;
- India, scaduto il 13 luglio 2016 per le classi 03-14-18-28;

- Indonesia, scaduto il 23 febbraio 2016, per le classi 03 -09-14-16-18-25-28- 35-42;
- Malesia, scaduto il 10 maggio 2016 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28- 35-42;
- Qatar, scaduto in data 8 maggio 2016 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28- 35-42;
- Thailandia, scaduto il 26 luglio 2016 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28- 35-42.

Con riferimento alla dichiarazione d'uso si riportano le seguenti scadenze:

- Filippine, scaduta il 12 dicembre del 2015 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28-35-42;
- Internazionale, scaduta il 6 aprile 2016 per le classi 03 -09-14-16-18-25-28-35-42.

La riduzione dell'area di protezione del marchio *Segue*... non comporta effetti sostanziali dal momento che le vendite dirette in questi Paesi erano insignificanti. Viceversa, a livello nazionale, comunitario e nella maggior parte dei Paesi Internazionali il marchio risulta ancora registrato e protetto. Gli effetti negativi, seppur minimi, dovuti alla scadenza di tali registrazioni e dichiarazioni d'uso verranno ricompresi nella svalutazione che verrà esaminata in seguito.

#### 4. AGGIORNAMENTO DELLA STIMA

Premesso che:

- la stima del marchio *Segue* datata 17 dicembre 2015 è stata richiesta dalla Società allo scopo di predisporre il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art.160 comma 1, L.F. e 186 bis L.F.;
- la valutazione del marchio è stata effettuata adottando come metodo principale il *criterio del tasso di royalty*, che ha condotto ad un valore pari a circa € 1.764.000;

- come metodo di controllo è stato applicato il *criterio del costo di riproduzione*, che ha assegnato un valore pari a circa € 1.868.000, confermando di fatto il valore attribuito con il metodo principale;
- è stato richiesto di stimare il marchio riferendosi unicamente alla *vis attrattiva* della linea di prodotti e quindi in via autonoma e indipendente dalla rete di vendita. Questo perché il piano di risanamento aveva individuato l'esigenza di operare con un perimetro aziendale ridotto, dovendo procedere alla riduzione dei costi di struttura tramite l'alienazione o la cessazione della rete di vendita;
- il valore del marchio *Segue* in assenza della rete di vendita è stato stimato in € 1.235.000, applicando un coefficiente di abbattimento del 30% al valore pieno, nella considerazione che la vendita dei prodotti, in assenza di un autonomo sistema distributivo, sia comunque attuabile, ad esempio tramite negozi multibrand, ma non sia evitabile una riduzione del volume di affari, se non altro per il disorientamento della clientela e per un potenziale appannamento della immagine;
- il valore stimato è stato stimato nel dicembre 2015 subordinatamente al mantenimento della continuità aziendale e al regolare svolgimento dell'attività;
- le condizioni attuali sono mutate rispetto alla data di redazione della perizia di stima del marchio, a causa del fallimento della *Società* che ha portato alla svendita dei prodotti a marchio *Segue* e alla conseguente dismissione dell'intera rete di vendita dei negozi diretta, oltre che alla scadenza delle registrazioni e dichiarazioni d'uso del marchio *Segue*... in alcuni Paesi.

Alla luce di tali aspetti, si è proceduto all'aggiornamento del valore partendo dal riconsiderare le determinati del valore impiegate nella precedente perizia.

La stima condotta con il metodo principale, il *criterio del tasso di royalty*, è stata effettuata analizzando il fatturato in funzione di 19 distinte categorie di prodotti a

marchio *Segue*, per il periodo dal 2011 al 22 ottobre 2015, nonché i tassi di royalty in base ai contratti di licenza per la commercializzazione di marchi ove la Società aveva il ruolo di licenziataria o distributrice. I canoni di royalty così ottenuti sono stati prima riportati al netto delle spese di mantenimento e del carico fiscale e poi attualizzati alla data della perizia.

Rispetto a questa impostazione, le possibili variabili oggetto di revisione risiedono oggi nel tasso di attualizzazione e/o nella vita economica del marchio. Tali variabili possono essere prese alternativamente o congiuntamente.

#### *Analisi univariata*

Il tasso di attualizzazione riflette il rischio insito nel rilancio del marchio. Nella perizia 2015 i canoni di royalty sono stati stimati a partire dal fatturato normale, assunto come media dei valori del periodo 2011-2015. Adesso, in assenza di due o più collezioni/stagioni, la possibilità di raggiungere il fatturato normale è diminuita e ciò può essere tradotto, in termini valutativi, con un maggiore tasso di attualizzazione. In questo senso abbiamo proceduto a stimare un tasso del 20%, più o meno doppio rispetto a quello impiegato nella perizia del 2015. Tale valore è allineato con i tassi impiegati per le imprese caratterizzate da dissesti finanziari, di solito compresi tra il 15% e il 25%. In virtù di tale modifica il valore del marchio passa da € 1.764.000 a € 1.319.000.

La vita economica del marchio, ovvero il periodo di tempo lungo il quale il marchio produce i benefici, può essere ridotto da sette anni a cinque anni, dove i cinque anni corrispondono all'orizzonte minimo previsto dalla prassi. In base alla minore durata della vita economica, il valore del marchio scende da € 1.764.000 a € 1.362.000.

La media dei valori risultanti dall'analisi univariata è dunque pari a € 1.340.500.

#### *Analisi combinata*

Volendo dare una interpretazione più pessimistica degli effetti connessi alla sospensione dell'attività del 2016, esprimibili in termini di perdita di immagine e

di reputazione del marchio *Segue*, a causa della svendita dei prodotti e della chiusura dei negozi diretti, dovremmo considerando in modo congiunto, la riduzione del tasso di attualizzazione e della vita economica del bene.

In questa ipotesi il valore del marchio passa da € 1.764.000 a € 1.084.500.

Alla luce delle considerazioni *supra* illustrate, si giunge a determinare che il valore del marchio con il metodo principale in sede di aggiornamento passa da €1.764.000, stimato nella perizia di dicembre 2015, a € 1.212.500, dato dalla media delle due ipotesi indicate in precedenza.

La riduzione del valore del marchio può essere osservata anche nel metodo di controllo, il criterio del *costo di riproduzione*. Non essendo state più sostenute spese di pubblicità inerenti alla promozione del marchio, si può impiegare l'orizzonte temporale minimo di cinque anni, in linea con quanto indicato per il metodo principale. Di conseguenza, il valore del marchio passa da € 1.868.000 a € 1.386.000, confermando il valore attribuito con il metodo principale.

In omogeneità con la perizia di stima del dicembre 2015, al valore determinato con il metodo principale di € 1.212.500 va poi applicato il coefficiente di abbattimento del 30% per via dell'assenza della rete di vendita. Ne consegue che il valore del marchio *Segue* possa essere conclusivamente riferito a circa € 850.000, rispetto al valore di € 1.235.000 assunto nella perizia di stima precedente.

#### 4. CONCLUSIONI

Alla luce di quanto *supra* esposto, lo scrivente avendo appreso dal Curatore della *Società* i fatti intervenuti successivamente alla perizia di stima del marchio *Segue*, redatta in data 17 dicembre 2015, ha provveduto ad aggiornare il valore del marchio tenendo che il fallimento della *Società*, la svendita dei prodotti e la conseguente dismissione della rete di vendita, la scadenza di alcune registrazioni del marchio in Paesi secondari, hanno portato ad un mutamento degli assunti di stima illustrati nella perizia allegata alla presente.

In base alle informazioni disponibili, è stato possibile stimare l'impatto di questi eventi negativi sia nel metodo principale (*criterio del tasso di royalty*) sia nel metodo di controllo (*criterio del costo di riproduzione*).

Con riferimento al metodo principale, l'aggiornamento del valore è stato effettuato riducendo il tasso di attualizzazione e/o la vita economica del bene. Queste variazioni sono state applicate in modo disgiunto e congiunto, arrivando a stimare un valore del marchio in presenza della rete di vendita pari a € 1.212.500, dato dalla media delle due ipotesi.

In parallelo, il metodo di controllo è stato rivisto impiegando lo stesso orizzonte temporale definito per il criterio del tasso di royalty, addivenendo ad un valore pari a € 1.386.000 e confermando così la stima del metodo principale.

In linea con la perizia di stima del dicembre 2015, al valore determinato con il metodo del tasso di royalty è stato applicato il coefficiente di abbattimento del 30% per via della separazione dalla propria rete di vendita. Ne consegue che il valore del marchio *Segue* possa essere conclusivamente riferito a complessivi € **850.000** (ottocentocinquantamila euro), rispetto al valore di € 1.235.000 assunto nella perizia del dicembre 2015.

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.

Firenze, 28 novembre 2016

Prof. Giovanni Liberatore

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it



**ALLEGATO**

**PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO SEGUE, 17 DICEMBRE 2015**



1



Indice



|   |    |
|---|----|
| 1. OGGETTO DELL'INCARICO.....                                     | 2  |
| 2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA.....   | 2  |
| 3. STORIA DELLA SOCIETÀ.....                                      | 3  |
| 4. SINTESI DEI DATI PATRIMONIALI ED ECONOMICI DELLA SOCIETÀ ..... | 7  |
| 5. DESCRIZIONE DEL MARCHIO .....                                  | 8  |
| 6. CRITERI DI VALUTAZIONE DEL MARCHIO.....                        | 12 |
| 7. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY .....           | 15 |
| 8. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL COSTO DI RIPRODUZIONE .....      | 24 |
| 9. CONCLUSIONI .....  | 26 |



## 1. OGGETTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto Giovanni Liberatore, nato a Firenze il 31.12.1964, con residenza professionale in Via Cavour n. 32, in Firenze, codice fiscale LBR GNN 64T31 D612I, email [liber@unifi.it](mailto:liber@unifi.it), pec [giovanni.liberatore@pec.it](mailto:giovanni.liberatore@pec.it), professore ordinario di *Valutazione d'azienda* presso il Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa di Firenze, abilitato dottore commercialista e revisore legale, ha ricevuto l'incarico di effettuare in qualità di esperto una perizia di stima sul valore del marchio *Segue* di [REDACTED] (nel seguito anche solo "*Società*" o [REDACTED] con sede legale in [REDACTED] codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Firenze [REDACTED]

La presente valutazione è stata richiesta dalla *Società* allo scopo di predisporre il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art.160 comma 1, L.F. e 186 bis L.F..

## 2. RACCOLTA DEI DATI E DELLE INFORMAZIONI UTILI ALLA STIMA

Con riferimento alla *Società*, il sottoscritto per lo svolgimento dell'incarico ha richiesto ed esaminato, i seguenti documenti contabili:

- Visura camerale aggiornata al 07.10.2015;
- Elenco dei marchi depositati in Italia e nel Mondo fino ad ottobre 2015;
- Verbale di deposito della domanda di rinnovo del marchio *Segue* in Italia, in data 10 luglio 2013;
- Verbale di deposito della domanda di registrazione per la nuova versione del marchio *Segue* in Italia, in data 6 marzo 2015 e relativa domanda di marchio comunitario del 6 marzo 2015;
- Istanza di domanda per il ricorso ex art. 161, co. 6, L.F. presentata in data 08.10.2015 presso il Tribunale di Firenze;
- Bilanci degli esercizi dal 2012 al 2014;
- Situazione contabile al 31.08.2015;
- Documenti aziendali da cui si evince il business model della *Società*;

- Analisi storica delle vendite dal 2001 e fino al 22.10.2015, con l'evidenziazione delle quantità e dei ricavi scontrinati, suddivisi tra canali di distribuzione, marchi e prodotti;
- Indicazione dei costi della pubblicità sostenuti negli esercizi 2009-2015;
- Cataloghi dei prodotti per le collezioni *Spring 2012* e *Spring 2013*.

Il sottoscritto ha avuto varie occasioni di scambio di informazioni con il Direttore Amministrativo della Società, la Dott.ssa [REDACTED]

Gli elementi su cui si è svolta l'indagine sono stati utilizzati così come predisposti e comunicati dalla Società, sul fondamento dell'accettazione del presupposto della loro correttezza e della loro rispondenza al vero. L'incarico non ha, infatti, previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di *due diligence* e lo scrivente non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite.

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

## 5. DESCRIZIONE DEL MARCHIO

Oggetto della valutazione è il marchio *Segue* di proprietà della *Società*, operante nel settore degli accessori per la moda e registrato nel territorio nazionale, comunitario e internazionale con il supporto della società di consulenza [REDACTED]

Nel corso degli anni, il marchio è stato oggetto di alcune modifiche di stile che hanno portato a diverse registrazioni, così come delineate di seguito.

In Italia, il primo deposito del marchio presso l'*Ufficio Italiano Brevetti e Marchi* risale al 30.06.2003, con n. domanda 302003901124591, nelle classi di seguito riportate 03-09-14-16-18-25-28-35-42:

*"03 - eau de toilette, eau de parfum, bagnoschiuma, deodorante, creme per il corpo, dopobarba, sapone, olio da bagno, acqua di colonia, crema idratante,*

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

*fondotinta, mascara, smalto, ombretto, cipria, matita per occhi, matita per labbra, rossetto, preparati per la sbianca e altre sostanze per il bucato;*

*09 - occhiali, astucci per occhiali, cerchietti per le lenti degli occhiali, lenti per occhiali, montature di occhiali, occhiali da sole, porta macchine fotografiche, porta cd, porta cellulari, astucci speciali per apparecchi e strumenti fotografici, apparecchi e strumenti scientifici nautici;*

*14 - portachiavi di fantasia, orologi, bigiotteria, metalli preziosi e gioielleria pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici;*

*16- agende, quaderni, cartoleria, carta cartone e prodotti in queste materie non compresi in altre classi;*

*18 - ombrelli, borse, sacchi, zaini, marsupi, valigie, beauty-cases, astucci, porta fogli, portadocumenti, borsette da viaggio, sacche, sacchi da viaggio, valigette, valigette per documenti, astucci per chiavi;*

*25 - cappelli, paraorecchie, sciarpe, foulard, cravatte, papillon, fazzoletti, guanti, calzature, calzini, calze, cinture, bretelle, articoli di abbigliamento e cappelleria;*

*28 - pelouche, borse per il cricket, borse per mazze da golf, giochi, giocattoli, articoli per la ginnastica e lo sport non compresi in altre classi, decorazioni per alberi di natale;*

*35 - franchising ossia servizi resi da un franchisor consistenti nell'aiuto nello sviluppo e nella direzione di un'impresa commerciale, pubblicità gestione di affari commerciali, amministrazione commerciale, lavori di ufficio e servizi per conto terzi;*

*42 - franchising ossia servizi resi da un franchisor consistenti nel trasferimento di know-how e nella concessione di licenze, consulenza sulle modalità di installazione e di realizzazione di negozi di arredo interno di tali strutture e di relative insegne."*

Dal punto di vista grafico, il marchio consiste in un'impronta raffigurante la dicitura *Segue* in caratteri di fantasia, la lettera "S" è maiuscola e le altre sono minuscole, sulla destra sono inseriti tre punti consecutivi, così come si evince dalla Figura 1.

In data 26.06.2013, la registrazione del marchio è stata rinnovata per altri dieci anni, senza modifiche e cessioni (n. domanda 302013902169070).

Il medesimo marchio era stato già registrato anche a livello comunitario in data 16.02.2001, con successivo rinnovo del 31.01.2011.

Figura 1 – Logo del marchio *Segue...*, depositato il 30.06.2003

**Segue...**

In data 17.04.2007, la *Società* ha depositato un'altra domanda per un marchio affine a quello *supra* descritto con delle differenze puramente figurative ed un'estensione delle classi anche al n. 45, riguardante il canale *franchising* (cfr. domanda n. 302007901514604). In particolare, il logo raffigura un cuore stilizzato su cui poggia una corona a cinque punte, seguito dalla dicitura *segue* in caratteri di fantasia, la cui lettera "S" è di maggiori dimensioni e la cui lettera "e" finale è affiancata sulla destra da tre punti, posti l'uno di seguito all'altro, così come risulta dalla Figura 2.

Figura 2 – Logo del marchio *Segue....* con corona a cinque punte, depositato il 17.04.2007

**Segue...**

Il 06.03.2015, la *Società* ha registrato un altro marchio con dicitura *SEGUE FIRENZE* in caratteri maiuscoli e con le stesse classi di quelle afferenti al marchio indicato in precedenza, ovvero 03-09-14-16-18-25-28-35-42-45, come da domanda n. MI2015C002095 depositata presso l'*Ufficio Italiano Brevetti e Marchi* (cfr. Figura 3). Lo stesso marchio è stato registrato a livello comunitario nella medesima data.

Figura 3 – Logo del marchio *SEGUE FIRENZE*, depositato il 06.03.2015

**SEGUE**  
FIRENZE

Per quanto riguarda il territorio internazionale, a partire dal 2006 il marchio è stato registrato in diversi Paesi, tra cui Brasile, Canada, Cile, Colombia, Corea del Sud, Costa Rica, El Salvador, Emirati Arabi Uniti, Filippine, Giappone, Guatemala, Honduras, Hong Kong, India, Indonesia, Libano, Malesia, Messico, Panama, Perù, Qatar, Serbia e Montenegro, Thailandia, Taiwan, Uruguay e Venezuela.

Con riferimento alla storia del marchio *Segue*, si evidenzia che le origini risalgono al 2001, periodo in cui la *Società* mette in atto un innovativo progetto *retail* per la creazione di un *brand* nel settore delle borse e degli accessori, grazie all'esperienza trentennale acquisita dalla stessa.

Inizialmente, il marchio era rivolto ad una clientela prettamente femminile con una stile frizzante, grintoso, glamour e trendy. Successivamente, il brand è stato esteso anche all'universo maschile.

Nel corso degli anni il marchio è stato associato ad una linea di accessori, quali borse, calzature, accessori e valigie, con un elevato contenuto di stile e moda, offerti ad un prezzo ampiamente accessibile.

Così i fratelli [redacted] avevano descritto il loro marchio in una intervista a [redacted]: *"Il marchio ha nell'ottimo rapporto qualità/prezzo il suo punto di forza. Crediamo molto in questo brand e abbiamo adottato una politica aggressiva per aumentare sempre più le quote di mercato grazie anche ad una riduzione dei margini, per avere un prezzo sempre più competitivo. Inoltre, stiamo provvedendo al restyling dei negozi per rendere la shopping experience del nostro cliente ancora più accattivante [...] Il nostro contratto di affiliazione è molto vantaggioso per il franchisee perché permettete di avere sempre, sia nella stagione che nel periodo dei saldi, una marginalità fissa del 40%."*

Nel 2015, il brand è stato trasformato in *SEGUE FIRENZE* ed il *concept store* è stato rivisto, con l'intenzione di posizionarsi nel segmento di mercato del "lusso accessibile".



## 6. CRITERI DI VALUTAZIONE DEL MARCHIO

Oggetto della valutazione è il marchio *Segue* di proprietà di ████████ sviluppato internamente a partire dal 2001. Tale valutazione ha l'obiettivo di evidenziare il valore di mercato del marchio, in vista della predisposizione del ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art.160 comma 1, L.F. e 186 bis L.F., da parte della *Società*.

Il procedimento mira, quindi, ad attribuire al marchio un valore di mercato sganciato da quello del complesso aziendale in cui esso è inserito ed in particolare dalla rete commerciale che la *Società* è stata in grado di sviluppare attraverso l'apertura di diversi negozi a gestione diretta e indiretta, principalmente in Italia, ma anche nel resto del Mondo (cfr. Tabella 1).

Tabella 1 – La rete di vendita di supporto al marchio al 31.12.2014.

|                          | ITALIA | ESTERO | TOTALE |
|--------------------------|--------|--------|--------|
| <b>GESTIONE DIRETTA</b>  | 58     | 0      | 58     |
| <b>GESTIONE DI TERZI</b> | 145    | 22     | 167    |
| <b>TOTALE</b>            | 203    | 22     | 225    |

Generalmente, per determinare il valore dei marchi sono disponibili molteplici metodi. Tali metodologie possono essere ricondotte a tre principali approcci: i) costi; ii) redditività; iii) indicatori empirici.

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

Il costo storico rivalutato si basa sui costi storici associabili al marchio, rivalutati per tener conto della variazione del diverso valore della moneta negli anni. Nel caso di specie, il marchio è stato sviluppato internamente, e quindi non è rinvenibile uno specifico costo di acquisto.

Il costo di riproduzione o di sostituzione presuppone la capacità di identificare il piano di investimenti che consentirebbe ad una azienda anonima di ottenere un effetto di reputazione paragonabile a quello goduto dalla *Società* per l'uso del

marchio. Di solito, per arrivare al costo di riproduzione si ricorre ad una rivalutazione degli investimenti effettuabili per creare e promuovere il marchio. L'attendibilità del valore, però, risente fortemente del contesto in cui si è realizzato il lancio del marchio. Proprio per questo, quando la creazione risale molto indietro nel tempo insorgono difficoltà nel comporre una somma identica o equivalente a quella effettivamente spesa. Nel caso di specie, in base alle informazioni forniteci dalla Società è stato possibile individuare le spese di pubblicità sostenute negli ultimi sette anni e quindi si è deciso di adottare tale criterio come metodo di controllo, al fine di confermare il valore emergente con il metodo principale.

Con il secondo approccio, quello *reddituale*, si può stimare il marchio tramite il metodo dei redditi differenziali. Esso perviene alla determinazione del valore mediante l'attualizzazione del maggior reddito conseguibile in virtù della presenza del marchio, rilevandolo dal confronto con i risultati di un prodotto della medesima specie e caratteristiche, ma sprovvisto di *vis* distintiva. Tale metodo richiede l'accesso ad una contabilità analitica che ponga in luce i risultati economici dei singoli prodotti commercializzati e la possibilità di incrociare tali dati con quelli dei concorrenti.

Il problema principale è rappresentato dall'accesso ai risultati collegabili ai marchi dei concorrenti, assunto che questi tengono in genere il massimo riserbo sull'andamento economico delle proprie linee di prodotto. Pertanto, salvo il caso ideale di un'impresa che commercializzi lo stesso tipo di prodotto sia con marchio sia senza, la rilevazione del reddito differenziale deve essere assunta in maniera sostanzialmente empirica. Inoltre, il confronto della redditività con un prodotto anonimo presta il fianco ad un'altra critica, e cioè che il maggior valore aggiunto generato dal prodotto contrassegnato dal marchio può anche derivare da fattori diversi dalla notorietà, quali una migliore organizzazione interna, una migliore capacità di comunicazione o una migliore rete di vendita.

Per supplire a queste difficoltà la dottrina ha elaborato due soluzioni: il metodo dei tassi di royalty e quello del premium pricing.

Il metodo dei tassi di royalty determina il valore del marchio in base al reddito generabile dai canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio. Il reddito viene determinato sulla base delle royalty che un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere la licenza all'uso del marchio. In primo luogo viene selezionato un tasso di royalty praticato sul mercato, mediante l'analisi di transazioni commerciali comparabili (per tipologia merceologica dei beni e per forza del marchio). Tale tasso può essere rilevato direttamente, se nel contratto di concessione in uso il corrispettivo pattuito sia già espresso in termini variabili come percentuale sul fatturato oppure può essere desunto dall'incidenza del corrispettivo espresso in cifra fissa sui fatturati generati dai prodotti identificati dal marchio. Dopodiché, il tasso di royalty verrà applicato al fatturato che si prevede possa essere mediamente originato dai prodotti contrassegnati dal marchio. Nella fattispecie, essendo disponibili molteplici informazioni sui ricavi derivanti dal marchio *Segue* e sulle royalty applicate ai contratti di licenza stipulati per marchi simili, nel settore delle borse e degli accessori, si è scelto di adottare tale criterio come metodo principale.

Il premium pricing guarda l'extra reddito rispetto ad un prodotto anonimo. I benefici della presenza del marchio vanno considerati sia come maggiorazione al prezzo di vendita, sia come incremento o stabilità nei volumi di vendita. Dall'incremento di fatturato vanno poi detratti i costi relativi al sostenimento del marchio (pubblicità, promozioni, provvigioni). Si tratta di un metodo che accerta i differenziali di profitto futuro al netto della componente di valore derivante dalle caratteristiche qualitative del prodotto. Nella fattispecie, non è stato possibile individuare un confronto con prodotti simili, in termini di caratteristiche merceologiche, ma privi di marchio e allo stesso tempo operanti sugli stessi mercati di *Segue* e quindi non è stato possibile ricorrere a tale metodo.

Il terzo approccio si basa su *indicatori empirici* che risalgono al valore economico di un marchio applicando una percentuale o un moltiplicatore ad una grandezza rappresentativa dell'elemento da valutare (es. fatturato, utile operativo,

flusso di cassa della gestione corrente). Tali metodologie trovano il loro fondamento nei dati espressi da transazioni di mercato che abbiano riguardato marchi similari a quello oggetto di stima. Tale metodo non è impiegabile per mancanza di informazioni circa transazioni comparabili, avvenute nel settore delle borse e degli accessori.

Alla luce di tali considerazioni si è scelto il metodo *dei tassi di royalty*, quale metodo principale, poiché, in base alle informazioni disponibili nella fattispecie e ai principi di valutazione generalmente accettati, rappresenta il migliore criterio in grado di ricostruire il valore di mercato del marchio. In parallelo, si è deciso di adottare il *costo di riproduzione* come metodo di controllo.

#### 7. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY

Il metodo dei tassi di royalty stima il marchio come valore attuale dei corrispettivi ricevibili da una controparte generica che intende avvalersi del bene per la sua vita residua. La stima si basa sull'ipotesi di separabilità del marchio dalla Società che ne detiene la proprietà, giudicando la *vis* attrattiva che il marchio potrebbe esercitare sui consumatori tramite i rapporti già avviati con fornitori, intermediari e clienti. Il corrispettivo assegnato da una potenziale controparte viene commisurato all'entità dei ricavi che è ragionevole prevedere al momento della perizia.

Ne consegue che la valutazione con il metodo dei tassi di royalty avviene in applicazione della seguente formula:

$$W_m = F \cdot r \cdot a_{\overline{n}|i}$$

dove:

$W_m$  rappresenta il valore corrente del marchio;

$F$  rappresenta il fatturato medio annuo;

$r$  rappresenta il tasso di royalty;

$n$  rappresenta la durata della vita economica;

$i$  rappresenta il tasso di attualizzazione.

Il metodo in questione richiede la declinazione delle seguenti fasi:

- previsione della vita economica del marchio;
- stima del fatturato medio normale;
- individuazione del tasso di royalty;
- imputazione delle spese di mantenimento del marchio;
- applicazione del carico fiscale;
- stima del tasso di attualizzazione;
- determinazione e interpretazione del valore.

Per la *individuazione della vita economica*, occorre constatare come, in assenza di politiche di sostegno e promozione, sia arduo anche per i marchi consolidati riuscire a conservare utilità effettive sotto il profilo relazionale e commerciale. Per questa ragione nelle perizie di stima la vita economica dei marchi viene assunta nell'ambito di un intervallo compreso tra i cinque e i dieci anni.

Nel caso specifico, il marchio è stato sviluppato internamente dalla *Società* a partire dal 2001 e negli anni ha acquisito una significativa reputazione, grazie a notevoli investimenti sia pubblicitari che relativi all'apertura di nuovi negozi. Dal 2013 gli investimenti sono notevolmente diminuiti a causa delle difficoltà che sono state in precedenza menzionate. Per tali ragioni si è deciso di considerare una vita economica pari a sette anni (dal 2016 al 2022).

Il *fatturato medio normale* associabile all'impiego del marchio nella fattispecie valutativa è stato stimato riclassificando i ricavi derivanti dalle vendite dei prodotti a marchio *Segue* in base ai dati gestionali forniti dalla *Società*. L'analisi è stata condotta individuando dapprima i cd. *ricavi scontrinati* al netto degli sconti per famiglie di prodotti e per canali di vendita registrati dal 2011 al 22 ottobre 2015, dopodiché ai dati evidenziati è stata scomputata l'aliquota IVA di riferimento (cfr. Tabella 2), in modo da rendere i ricavi scontrinati al netto degli sconti e dell'IVA equiparabili a quelli di bilancio, specifici per il marchio *Segue*.

Tabella 2 – Aliquote IVA dal 2011 al 2015

| Esercizio                 | Aliquota IVA |
|---------------------------|--------------|
| 2011 (fino al 16.09.2011) | 20%          |

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 2011 (dal 17.09.2011)     | 21% |
| 2012                      | 21% |
| 2013 (fino al 30.09.2013) | 21% |
| 2013 (dal 01.10.2013)     | 22% |
| 2014                      | 22% |
| 2015                      | 22% |

In particolare, le famiglie di prodotti sono suddivise in 19 categorie, tra cui spiccano i ricavi derivanti dalle borse e dalle valige. I canali di vendita sono 10 suddivisi in: *Proprietà, Outlet Proprietà, Conbipel, Corner Conbipel, Corner Pittarello, Corner Upim, No Corner Conbipel, Franchising, Franchising Estero e Outlet Franchising*; tra questi si evidenzia che i canali più redditizi sono quelli di *Proprietà e Franchising*. Per un maggior dettaglio dei volumi di vendita si rimanda all'Allegato 3, ove sono evidenziati i ricavi dei prodotti per ogni singolo canale di vendita, mentre nella Tabella 3 si riporta il fatturato complessivo suddiviso per famiglie di prodotti.

Tabella 3 – Ricavi scontrinati al netto degli sconti e dell'IVA suddivisi per famiglie di prodotti dal 2011 al 22.10.2015.

|                      | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | FINO AL<br>22.10.2015 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| ADVERTISING MATERIAL | 131        | 23         | 0          | 0          | 16                    |
| BAGS                 | 10.924.452 | 12.270.112 | 12.208.456 | 14.242.822 | 10.409.177            |
| BELTS                | 23.715     | 113.800    | 246.252    | 214.678    | 118.747               |
| BRACCIALE            | 41.940     | 0          | 0          | 0          | 0                     |
| COSMETIC BAGS        | 501.273    | 568.615    | 374.380    | 505.125    | 307.083               |
| DISCOUNT CARD        | 0          | 0          | 0          | 0          | 78                    |
| EYEWEAR              | 368.081    | 28.202     | 4.636      | 859        | 8.720                 |
| GADGET               | 1.308.524  | 1.155.037  | 819.209    | 711.158    | 345.374               |
| GLOVES               | 22.228     | 63.169     | 4.324      | 6.254      | 2.778                 |
| HATS                 | 34.794     | 40.957     | 8.133      | 614        | 380                   |
| JEWELS               | 6.617      | 4.834      | 71.255     | 176.237    | 255.480               |
| KEYCHAINS            | 796.157    | 93.079     | 95.817     | 82.225     | 32.787                |
| LUGGAGE              | 6.787.134  | 6.942.346  | 5.782.152  | 6.023.520  | 4.933.495             |
| PROMOTIONAL          | 0          | 0          | 10         | 0          | 0                     |
| SHOES                | 2.282.699  | 1.949.713  | 1.535.243  | 1.376.376  | 941.423               |
| TEXTILE              | 264.033    | 380.905    | 409.868    | 410.854    | 191.963               |

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO "SEGUE"

|              |            |            |            |            |            |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| UMBRELLAS    | 810.225    | 881.004    | 651.325    | 665.207    | 334.621    |
| WALLETS      | 2.700.500  | 3.029.482  | 2.682.396  | 3.184.151  | 1.962.886  |
| WATCH/CLOCK  | 50.313     | 7.226      | 4.182      | 965        | 139        |
| RICAVI NETTI | 26.922.819 | 27.528.504 | 24.897.638 | 27.601.046 | 19.845.147 |

I ricavi *supra* individuati si riferiscono a quelli derivanti dalla vendita diretta ai consumatori finali (cd. *ricavi scontrinati al netto degli sconti e dell'IVA*) e quindi per allinearli con i volumi di vendita registrati dalla *Società* proprietaria del marchio *Segue* occorre imputare una percentuale di ricarico. A tal proposito, il Direttore Amministrativo della *Società*, a seguito degli incontri intercorsi, ci ha comunicato che tale coefficiente potrebbe essere pari a circa il 60% del fatturato complessivo. Tuttavia, bisogna considerare che la *Società* opera con una propria rete commerciale composta da diversi canali consolidati negli anni e con contratti in cui è presente il rischio dell'invenduto in capo alla *Società* stessa. Per tali ragioni e nell'ipotesi in cui il marchio venga ceduto ad un soggetto terzo che abbia intenzione di mutare la rete distributiva, ad esempio eliminando i canali i negozi di proprietà e gli outlet allo scopo di abbattere i costi di struttura e non assumersi il rischio di invenduto, avvenga un mutamento nelle condizioni contrattuali, che porta ad un ricarico stimabile in circa il 50% del fatturato.

Alla luce delle considerazioni esposte, si procede con la stima del fatturato normale applicando ai *ricavi scontrinati al netto degli sconti e dell'IVA* una percentuale di ricarico del 50% e poi quantificando il ricavo annuale del 2015, attraverso l'imputazione degli ultimi due mesi, al fine di renderlo omogeneo con gli altri esercizi (cfr. Tabella 4).

*Tabella 4 – Stima dei ricavi annuali al netto della % di ricarico*

|   | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | fino al<br>22.10.2015 |
|---|------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| Ricavi scontrinati al netto degli sconti e dell'IVA | 26.922.819 | 27.528.504 | 24.897.638 | 27.601.046 | 19.845.147            |
| % di ricarico                                       | 50,00%     | 50,00%     | 50,00%     | 50,00%     | 50,00%                |
| Ricavi al netto della % ricarico                    | 13.461.409 | 13.764.252 | 12.448.819 | 13.800.523 | 9.922.573             |
| Ricavi annuali netti                                | 13.461.409 | 13.764.252 | 12.448.819 | 13.800.523 | 11.907.088            |

Il fatturato normale di partenza può essere quindi assunto come media dei ricavi annuali al netto della % di ricarico degli esercizi 2011-2015, pari a € 13.076.418, arrotondato ai fini della stima a € 13.000.000.

Durante la vita economica del marchio, il fatturato normale è stato incrementato di un tasso di crescita contenuto, pari all'1% dal 2017 e fino al 2020, e al 2% negli esercizi 2021-2022. In ogni caso il fatturato a regime non supera quello già ottenuto prima della involuzione degli ultimi esercizi.

L'individuazione del tasso di royalty è stata effettuata partendo dai tassi evidenziati nei contratti di licenza per la commercializzazione di altri marchi per i quali la Società riveste il ruolo di licenziataria o distributrice, così come comunicati dal management di ABC. Dall'analisi condotta emerge che il tasso di royalty richiesto risulta composto da due componenti - la royalty e il contributo pubblicitario - con il coefficiente che varia da un minimo del 7% ad un massimo del 17% (cfr. Tabella 5). Nella fattispecie, considerando che il marchio Segue si colloca in una fascia medio-bassa di prezzo, si è deciso di assumere come tasso di royalty comprensivo anche del contributo pubblicitario un valore pari al 9,00%, dato dalla media dei tre coefficienti più bassi riguardanti i marchi The Bridge Wayfarer, UCB-United Colors Benetton e Sisley.

Tabella 5 - Tassi di royalty di settore.

| MARCHIO | ROYALTY | CONTRIBUTO PUBBLICITARIO | ROYALTY+ CONTRIBUTO PUBBLICITARIO |
|---------|---------|--------------------------|-----------------------------------|
|         | 5%      | 2%                       | 7%                                |
|         | 9%      | 1%                       | 10%                               |
|         | 9%      | 1%                       | 10%                               |
|         | 10%     | 1%                       | 11%                               |
|         | 12%     | 0%                       | 12%                               |
|         | 10%     | 3%                       | 13%                               |
|         | 13%     | 2%                       | 15%                               |
|         | 10%     | 5%                       | 15%                               |
|         | 12%     | 5%                       | 17%                               |

Oltre al tasso di royalty, devono essere considerate anche le spese di mantenimento per promuovere, conservare e sviluppare la notorietà acquisita dal marchio Segue. In base alle informazioni forniteci dalla Società emerge che le spese

DI FIRENZE



di pubblicità nel periodo oggetto di analisi passano da € 1.235.394 nel 2011 ad € 43.281 nel 2015, la loro diminuzione è l'effetto della crisi che ha colpito la Società. Al fine di quantificare l'incidenza delle spese di mantenimento da proiettare nella stima, si provveduto a rapportare le spese di pubblicità desumibili dalla contabilità analitica ai ricavi annuali al netto della % di ricarico, così come evidenziato nella Tabella 6. L'incidenza media dei costi di pubblicità risulta pari a circa 4,5% ed è assunta pari al 5,00% del *fatturato normale* nella valutazione del marchio.

Tabella 6 – Determinazione della incidenza delle spese di mantenimento.

|   | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ricavi annuali al netto della % di ricarico | 13.461.409 | 13.764.252 | 12.448.819 | 13.800.523 | 11.907.088 |
| Spese di pubblicità                         | 1.235.394  | 990.212    | 500.788    | 207.898    | 43.281     |
| Incidenza spese di pubblicità               | 9,2%       | 7,2%       | 4,0%       | 1,5%       | 0,4%       |



Dopodiché, per giungere alla stima del *royalty netta*, occorre scomputare il carico fiscale, relativo all'imposta IRES e IRAP, pari in termini percentuali annui al 31,4%.

L'ultimo passaggio per determinare il valore attuale del marchio *Segue* è la *stima del tasso di attualizzazione*. Assunto che il marchio è valutato separatamente dal complesso aziendale, oggetto di attualizzazione sono i flussi operativi finanziati da una struttura del capitale composta da patrimonio netto e debiti finanziari.

I flussi di reddito derivanti dall'impiego del marchio vengono quindi attualizzati ad un costo opportunità pari al costo medio delle fonti di finanziamento (*WACC* o *Weighted Average Cost of Capital*), dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio ( $k_e$ ) e del costo del capitale di terzi al netto dello scudo fiscale ( $k_d$  netto).

La prima componente ( $k_e$ ) è stata calcolata come somma di due premi: rischio generico ( $i_1$ ) e rischio specifico ( $i_2$ ). Il premio per il rischio generico ( $i_1$ ) è stato determinato in base agli ultimi rendimenti dei titoli di Stato trentennali, pari al 3,75%. Il premio per il rischio specifico ( $i_2$ ) 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:

$$i_z = \beta \cdot (r_m - r)$$

dove ai simboli già noti si aggiungono:

$(r_m - r)$  premio per il rischio di mercato,

$\beta$  componente specifica del rischio d'azienda.

Il premio per il rischio di mercato  $(r_m - r)$  è stato fissato considerando un'indagine empirica promossa su 56 Paesi dal prof. Pablo Fernandez della IESE Business School di Madrid che ha assegnato al nostro Paese un valore pari al 5,50%. Tale valore è stato determinato attraverso un questionario sottoposto ad operatori e professionisti sui valori di stima della media geometrica dell'extrareddito ottenuto dalle Società quotate in Italia rispetto agli investimenti obbligazionari su un periodo esteso (25-30 anni).

Nel caso di specie la determinazione del beta ( $\beta$ ) – 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. Occorre, quindi, individuare tale coefficiente in via indiretta, partendo dal beta *levered* medio del settore *Apparel* di società comparabili quotate europee. La stima effettuata dal prof. Damodaran della Stern business school di New York University situa il valore a 1,09 (fonte: *Damodaran On line*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>).

Il premio per il rischio specifico, calcolato con la tecnica del CAPM, risulta dunque pari a 5,97%, ovvero  $(5,5\% \cdot 1,09)$ .

Al tasso di congrua remunerazione dell'impresa ( $i$ ), dato dalla somma del premio per il rischio finanziario e del premio per il rischio specifico, è stata poi aggiunta una maggiorazione del 75% a titolo di premio per la dimensione ridotta



(c.d. premio PMI) e a compensazione dello stato di tensione finanziaria in cui versa la Società, di conseguenza il  $k_e$  risulta pari al 17,01%.

La seconda componente pari al costo del debito ( $k_d$  lordo) è stata stimata pari al 8,33% in base ai dati patrimoniali ed economici della Società al 31.08.2015. Il costo reale del debito ( $k_d$  netto) è stato ottenuto depurando il risparmio fiscale sugli oneri finanziari. Il  $k_d$  netto è stato stimato pari al 6,04% 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 40% e al 60%, in modo che il tasso di attualizzazione non risenta eccessivamente della situazione finanziaria della Società, la quale presenta a causa del suo stato di crisi un livello di indebitamento molto elevato e un patrimonio netto negativo.

In base alle considerazioni *supra* esposte, il tasso di attualizzazione risulta pari a 10,43% (cfr. Tabella 7).

Tabella 7 – Componenti del tasso di attualizzazione.

|   |               |
|---|---------------|
| Costo del debito: $i$                                 | 8,33%         |
| Aliquota fiscale: $t$                                 | 27,50%        |
| $K_d = i * (1 - t)$                                   | 6,04%         |
| $R_f$ = tasso privo di rischio                        | 3,75%         |
| $R_m - R_f$ = premio per il rischio di mercato        | 5,50%         |
| Beta di settore                                       | 1,09          |
| Premio PMI + Stato di crisi                           | 75%           |
| $K_e = (R_f + (R_m - R_f) * Beta) * (1 + Premio PMI)$ | 17,01%        |
| Peso mezzi propri su mezzi totali                     | 40%           |
| Peso mezzi terzi su mezzi totali                      | 60%           |
| <b>Wacc</b>   | <b>10,43%</b> |

Alla luce dell'analisi *supra* svolta, si giunge alla stima del valore del marchio *Segue* attraverso il metodo del tasso di royalty. L'excursus valutativo effettuato si è basato sulle seguenti determinanti che sono state in precedenza motivate:

- vita economica del marchio di sette anni,
- fatturato normale di partenza pari ad € 13.000.000,
- tasso di crescita dell'1% dal 2017 al 2020 e del 2% dal 2021 al 2022,
- tasso di royalty del 9%,
- incidenza delle spese di mantenimento annuali pari al 5% del fatturato,

- carico fiscale del 31,4%,
- tasso di attualizzazione del 10,43%.

Pertanto, il valore attuale del marchio *Segue* con il metodo del tasso di royalty, così come desumibile dalla sommatoria algebrica dei flussi di reddito differenziali attualizzati rappresentata in Tabella 8, è stimabile in circa € 1.764.000.

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ARIO  
D/FIR.

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

Tabella 8 – Valore attuale del marchio Segue con il metodo del tasso di royalty.

|                            | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022       |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Fatturato normale          | 13.000.000 | 13.130.000 | 13.261.300 | 13.393.913 | 13.527.852 | 13.798.409 | 14.074.377 |
| Royalty operativa lorda    | 1.170.000  | 1.181.700  | 1.193.517  | 1.205.452  | 1.217.507  | 1.241.857  | 1.266.694  |
| Spese mantenimento         | 650.000    | 656.500    | 663.065    | 669.696    | 676.393    | 689.920    | 703.719    |
| Royalty operativa netta    | 520.000    | 525.200    | 530.452    | 535.757    | 541.114    | 551.936    | 562.975    |
| Aliquota d'imposta         | 31,4%      | 31,4%      | 31,4%      | 31,4%      | 31,4%      | 31,4%      | 31,4%      |
| Royalty netta              | 356.720    | 360.287    | 363.890    | 367.529    | 371.204    | 378.628    | 386.201    |
| Flussi attuali del Marchio | 323.038    | 295.462    | 270.240    | 247.171    | 226.071    | 208.820    | 192.885    |

#### 8. VALUTAZIONE CON IL METODO DEL COSTO DI RIPRODUZIONE

Ai fini della stima del marchio *Segue*, si è deciso di applicare il criterio del costo di riproduzione come metodo di controllo, in virtù delle informazioni disponibili e nell'ottica di confrontare tale valore con quello emergente dalla stima con il tasso di royalty.

Il criterio del costo di riproduzione tende ad accertare il valore del bene oggetto di stima considerando i sacrifici richiedibili per ottenere, in termini di funzionalità, un beneficio *identico* al bene oggetto di stima. Il marchio in oggetto ha richiesto una serie di investimenti che hanno consentito alla *Società* di acquisire reputazione sul mercato di riferimento e la ricostruzione del piano di investimenti permette di individuare il valore di cui il potenziale acquirente godrebbe in termini di iniziative atte ad ottenere una immagine equivalente.

Le fasi in cui si articola il metodo sono le seguenti:

- individuazione della vita economica,
- stima degli investimenti,
- misura del tasso di capitalizzazione.

A riguardo della previsione della *vita economica del marchio* valgono le motivazioni esplicitate a proposito del metodo del tasso di royalty che hanno portato a definire un orizzonte di sette anni. In relazione a tale periodo sono stati



determinati poi i coefficienti di obsolescenza, ossia di perdita di valore economico degli investimenti effettuati.

In riferimento alla *stima degli investimenti* il marchio è stato sviluppato internamente con azioni pubblicitarie e promozionali. In particolare, considerando che la vita economica del bene è stata assunta pari a sette anni, sono stati presi a riferimento gli esercizi consuntivi dal 2009 al 2015. In base ai dati sugli investimenti pubblicitari comunicati dalla Società, emerge che nel periodo oggetto di analisi sono state sostenute spese di pubblicità inerenti a promozioni in store, cataloghi, merchandising e fiere, secondo l'andamento riportato nella Tabella 9.

Confrontando il periodo 2009-2015 con il periodo 2005-2008 si nota una minore incidenza delle spese per costituzione e allestimento dei negozi, a significare che questi costi possono riferirsi prevalentemente allo sviluppo del concept del marchio più che alla rete di vendita.

Da precisare, inoltre, che dalle spese effettivamente sostenute una quota dell'80% è stata ragionevolmente considerata a titolo di investimento e dal valore così determinato è stato scomputato il tasso di obsolescenza per giungere così alla stima delle spese di pubblicità nette da capitalizzare.

Tabella 9 - Determinazione delle spese di pubblicità nette.

|                                  | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015          |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Spese di pubblicità              | 1.585.087      | 1.158.246      | 1.235.394      | 990.212        | 500.788        | 207.898        | 43.281        |
| Quota a titolo di investimento   | 1.268.069      | 926.597        | 988.315        | 792.170        | 400.630        | 166.318        | 34.625        |
| Tasso di obsolescenza            | 86%            | 71%            | 57%            | 43%            | 29%            | 14%            | 0%            |
| <b>Spese di pubblicità nette</b> | <b>181.153</b> | <b>264.742</b> | <b>423.564</b> | <b>452.668</b> | <b>286.164</b> | <b>142.559</b> | <b>34.625</b> |

A riguardo del *tasso di capitalizzazione* il fattore di aggiornamento è stato misurato in funzione dell'indice dei prezzi al consumo delle famiglie elaborato dall'ISTAT (fonte [www.rivaluta.it](http://www.rivaluta.it)) e i flussi sono stati considerati come sostenuti a metà anno.

Alla luce degli aspetti suddetti è possibile attribuire al marchio un valore pari a circa € 1.868.000, come risulta dalla somma dei costi di riproduzione capitalizzati riportati nella tabella seguente.

Tabella 10 – Stima del costo di riproduzione del marchio.

|  | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Spese di pubblicità nette                  | 181.153        | 264.742        | 423.564        | 452.668        | 286.164        | 142.559        | 34.625        |
| Inflazione                                 | 1,30%          | 1,40%          | 1,37%          | 1,03%          | 0,38%          | -0,01%         | -0,25%        |
| Coefficiente di capitalizzazione           | 1,09           | 1,08           | 1,06           | 1,04           | 1,01           | 1,00           | 1,00          |
| <b>Costi di riproduzione capitalizzati</b> | <b>197.018</b> | <b>285.823</b> | <b>450.376</b> | <b>469.185</b> | <b>288.915</b> | <b>142.532</b> | <b>34.581</b> |

## 9. CONCLUSIONI

Lo scrivente, avendo ricevuto l'incarico da [REDACTED] di effettuare una perizia di stima sul valore del marchio *Segue*, finalizzata a predisporre il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo ex art.160 comma 1, L.F. e 186 bis L.F., dopo una disamina delle informazioni a disposizione dello scrivente, delle caratteristiche dell'oggetto di valutazione e del contesto in cui si trova l'azienda, ha definito, scelto ed applicato i metodi di valutazione.

Come metodo principale, è stato adottato il *criterio del tasso di royalty* imperniato sui seguenti assunti: fatturato normale, vita economica del marchio, tasso di royalty, spese di mantenimento, carico fiscale e tasso di attualizzazione. Il valore stimato del marchio è risultato pari a circa € 1.764.000.

In seconda analisi, come metodo di controllo è stato applicato il *criterio del costo di riproduzione*. Il processo valutativo è stato condotto attraverso l'identificazione delle spese di pubblicità a titolo di investimento, della vita economica del bene e del tasso di capitalizzazione. In questo caso il valore del marchio è risultato pari a circa € 1.868.000, permettendo di confermare il valore attribuito con il metodo principale.

In sede interpretativa, occorre evidenziare che il valore così determinato si riferisce al marchio come fattore identificativo della linea di prodotti, in autonomia rispetto alla rete di vendita. Questo perché la finalità assegnata alla presente stima è stata di riferirsi ad bene immateriale eventualmente separabile dal contesto aziendale oppure ad un bene che continui ad essere utilizzato nello stesso ambito aziendale ma con un perimetro ridotto, ovvero immaginando l'alienazione o la

cessazione della rete di vendita. In questo senso è realistico pensare che la vendita degli stessi prodotti, anche se contraddistinti dallo stesso marchio ma in assenza di un autonomo sistema distributivo, sia comunque attuabile, ad esempio tramite negozi multibrand, ma non possa comportare lo stesso volume di affari, se non altro per il disorientamento della clientela e per un potenziale appannamento della immagine.

Ciò assunto, lo scrivente ritiene opportuno applicare un coefficiente di abbattimento del 30% al valore del marchio di prodotto precedentemente stimato in presenza della rete di vendita € 1.764.000. Ne consegue che il valore del marchio Segue possa essere conclusivamente riferito a complessivi € **1.235.000** (un milione e duecentotrentacinque mila euro).

Il valore risultante dalla presente stima è subordinato al mantenimento della continuità aziendale e al regolare svolgimento dell'attività. Infatti, i beni immateriali legati al capitale relazionale, come il marchio di prodotto, sono particolarmente sensibili a ritardi di consegna o al non rispetto di specifiche qualitative, accadimenti che possono verificarsi con frequenza quando lo stato di equilibrio finanziario non è compiutamente assicurato.

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

Con osservanza.

Firenze, lì 17 dicembre 2015

Prof. Giovanni Liberatore

ASTE  
GIUDIZIARIE.it

ASTE  
GIUDIZIARIE.it