

Dottore  
Commercialista  
Revisore  
Legale

ZANCONATO FEDERICO

**TRIBUNALE DI VICENZA**  
**- SEZIONE FALLIMENTI -**

N. Gen. Rep. 17/2016

**Giudice Delegato Dott.ssa Silvia Saltarelli**

**Curatore Fallimentare Dott.ssa Elena Mistrorigo**

**Perizia** relativa alla stima dei marchi "Zoccai" e "Le-Gi" di proprietà della

\*\*\*

*Perito incaricato: Dott. Federico Zanconato*  
*Iscritto al nr. 649/A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili*  
*del Circondario del Tribunale di Vicenza*  
*Revisore Legale iscritto al nr. 114636 del Registro dei Revisori Legali*  
*Consulente tecnico del Tribunale di Vicenza al numero 1189*  
*C.F. ZNCFRC70B27A459X – P.Iva 02960860241*

*con Studio in Vicenza, via della Meccanica, 1/A*  
*telefono +39 0444 230966*  
*fax +39 0444 235954*  
*email: federico.zanconato@revind.net*  
*pec: federico.zanconato@pec.revind.net*

## INDICE

<b>1</b>	<b>OGGETTO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>INFORMAZIONI RELATIVE ALLA LEGI INTERNATIONAL S.R.L. IN FALLIMENTO .....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>LE DINAMICHE AZIENDALI DELLA AFFITTUARIA .....</b>	<b>12</b>
<b>4</b>	<b>I MARCHI NELLA PRASSI COMUNE.....</b>	<b>14</b>
<b>5</b>	<b>I MARCHI OGGETTO DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>16</b>
<b>6</b>	<b>I CRITERI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>19</b>
6.1	IL METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI .....	21
6.2	IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY COMPARABILE.....	21
6.3	IL METODO DEI MULTIPLI IMPLICITI NELLE TRANSAZIONI .....	22
6.4	IL METODO DEI MULTIPLI EMPIRICI .....	22
6.5	IL METODO DEI DIFFERENZIALI DI MULTIPLO SULLE VENDITE .....	23
6.6	IL METODO DEL COSTO STORICO .....	23
6.7	IL METODO DEL COSTO STORICO RESIDUALE .....	23
6.8	IL METODO DEL COSTO DI RIPRODUZIONE .....	24
6.9	IL METODO DI ATTUALIZZAZIONE DEI RISULTATI DIFFERENZIALI .....	24
6.10	IL METODO DEL COSTO DELLA PERDITA .....	25
<b>7</b>	<b>VALUTAZIONE DEI MARCHI.....</b>	<b>25</b>
7.1	DETERMINAZIONE DELL'EXCESS EARNING .....	27
7.2	DETERMINAZIONE DEL PERIODO DI DURATA DEI FLUSSI DI CUI ALL'EXCESS EARNING .....	30
7.3	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE .....	31
7.4	VALUTAZIONE DEI MARCHI .....	34
7.5	ANALISI DI SENSITIVITÀ E SANITY CHECK.....	35
<b>8</b>	<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>36</b>

Il sottoscritto Dott. Federico Zanconato, Libero Professionista, Revisore Legale al nr. 114636 del Registro dei Revisori Legali, iscritto al nr. 649A dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili del Circondario del Tribunale di Vicenza, nonché Presidente della Commissione di Studio per le perizie e le consulenze tecniche dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili del Circondario del Tribunale di Vicenza, con studio in Vicenza, via della Meccanica, 1/A

**presenta**

la seguente relazione di stima dei marchi "Zoccai" e "Le-Gi" (di seguito definiti anche i "Marchi" o gli "Intangibili") di proprietà della \_\_\_\_\_ in fallimento.

Al fine di adempiere all'incarico ricevuto il perito, avvalendosi dell'attività di collaboratori, ha effettuato una attenta e dettagliata analisi dei beni e dei rapporti giuridici oggetto della presente perizia ed ha pertanto assunto le informazioni ed i documenti necessari al fine di giungere alle proprie conclusioni. Nella presente perizia vengono, con ampio dettaglio, riportate le sintesi del lavoro e delle valutazioni effettuate, nonché i criteri ed i principi alla base delle assunzioni del perito, funzionali ad evadere l'incarico ricevuto.

Si precisa che per lo svolgimento dell'incarico conferitogli il sottoscritto perito si è avvalso della documentazione contabile, nonché delle informazioni che più avanti saranno precisate, messe a disposizione dal Commissario Giudiziale Dott.ssa Elena Mistrorigo.

L'elaborato è riferito al 31 marzo 2019.

**1 OGGETTO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Oggetto della seguente perizia è la determinazione del valore di liquidazione attribuibile agli Intangibili nella prospettiva che la liquidazione avvenga in un arco temporale che ragionevolmente consenta il migliore realizzo dei Marchi.

La stima elaborata tiene conto della situazione di crisi finanziaria della Società titolare e della cessazione del contratto di affitto d'azienda alla \_\_\_\_\_ . (nell'ambito del quale era compreso anche l'utilizzo dei Marchi) ed assume che il soggetto acquirente sia in grado di apportare risorse finanziarie dirette e di merito creditizio tali da garantire l'economico sfruttamento dei Marchi.

Si precisa che le conclusioni del lavoro svolto devono essere interpretate tenuto conto di questi ulteriori presupposti e limitazioni:

- la valutazione è stata svolta facendo riferimento ai dati storici della Affittuaria (è stato quindi assunto che le prospettive del mercato si mantengano nell'ambito del trend di cui al periodo considerato ai fini della presente perizia);
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state acquisite dal Commissario Giudiziale;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati sono stati assunti senza svolgere alcuna attività di revisione contabile;
- il contenuto della presente relazione, riferendosi anche ad elementi di previsione, non può essere interpretato od assunto come una garanzia sulla futura capacità dei Marchi di concorrere alla redditività aziendale di un soggetto investitore secondo le condizioni delineate nella presente perizia;
- il documento è da intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente.

Lo scrivente ha acquisito la documentazione contabile e le informazioni di seguito riportate:

- visura camerale della \_\_\_\_\_ in fallimento;
- contratto di affitto di azienda tra la Concedente \_\_\_\_\_ in fallimento e la Condittrice \_\_\_\_\_ sottoscritto in data 30 dicembre 2015 a rogito del Dott.ssa \_\_\_\_\_

- bilancio di esercizio della affittuaria alla data del 31 dicembre 2016 e 2017;
- comunicazione di disdetta del contratto di affitto d'azienda con decorrenza dal 30 dicembre 2018 inviata alla Affittuaria in data 25 giugno 2018 dal Curatore Fallimentare Dott.ssa Elena Mistrorigo;
- situazione depositi dei marchi a nome di (ora in fallimento) rilasciata da Modiano & Associati ed aggiornata a febbraio 2019 (*allegato 1*).

Lo scrivente ha fatto altresì riferimento al contenuto della propria perizia del 9 febbraio 2017 relativa alla stima dell'azienda di proprietà della allora in C.P. (oggi in fallimento) concessa in affitto alla ed alla verifica della congruità del canone di affitto relativo alla medesima azienda. Si precisa che la presente perizia, diversamente dalla precedente, riguarda la valutazione del solo marchio, disgiuntamente dall'azienda della quale era componente, in un contesto di realizzazione disgiunta dei singoli *assets* aziendali.

## 2 INFORMAZIONI RELATIVE ALLA

Dai documenti acquisiti e dalla visura camerale aggiornata risultano i seguenti dati societari:

- a. La Società è stata costituita in data 16 novembre 1989.
- b. La Società ha durata fino a tutto il 31 dicembre 2050.
- c. La Società è iscritta al Registro delle Imprese di Vicenza al numero ; a far data dal 19 febbraio 1996.
- d. La Società aveva per oggetto sociale le seguenti attività: **(i)** la lavorazione e il commercio al minuto e all'ingrosso di oggetti preziosi, orologi, articoli di valore e bigiotteria; **(ii)** la produzione diretta od anche presso terzi di detti articoli; **(iii)** il design, il controllo della

produzione, le indagini di mercato nel settore degli oggetti preziosi e semi-preziosi di qualsiasi tipo e natura; **(iv)** l'assunzione di mandati di agenzia o commissione o concessione di vendita e distribuzione attinenti al settore degli oggetti preziosi e semi-preziosi di qualsiasi tipo e natura e prodotti affini anche tramite la gestione di singoli affari in partecipazione con terzi; **(v)** il conseguimento, lo sfruttamento, l'acquisto e la cessione di marchi di fabbrica, licenza e processi di fabbricazione riferentesi ai prodotti summenzionati. La Società, in via non prevalente e del tutto accessoria e strumentale, per il raggiungimento dell'oggetto sociale e comunque con espressa esclusione di qualsiasi attività svolta nei confronti del pubblico, poteva effettuare tutte le operazioni commerciali, finanziarie, industriali, mobiliari, immobiliari, concedere fidejussioni, avalli, cauzioni garanzie in genere, anche a favore di terzi nonché assumere, solo a scopo di stabile investimento e non di collocamento, sia direttamente che indirettamente, partecipazioni in Società italiane ed estere aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio.

e. La sede legale è in Zanè (VI), \_\_\_\_\_

f.

g.

h. In data 11 aprile 2016 la Società ha depositato presso il Tribunale Civile e Penale di Vicenza – Sezione Fallimentare – domanda di concordato preventivo ex articolo 160,



comma 6 L.F., iscritta al Registro delle Imprese di Vicenza in pari data. Il 5 maggio 2016 è stato emesso il decreto di apertura della procedura ai sensi dell'articolo 160, comma 6 L.F., depositato in Cancelleria il 9 maggio 2016. Il 13 ottobre 2016 è stato emesso il decreto di apertura del concordato pieno in continuità aziendale, depositato in Cancelleria il 18 ottobre 2016. Giudice Delegato della procedura era la Dott.ssa Sara Pitinari e Commissario Giudiziale era la Dott.ssa Elena Mistrorigo. Il successivo 1 giugno 2017 il Tribunale Civile e Penale di Vicenza – Sezione Fallimentare – ha dichiarato il fallimento della Società (sentenza depositata in Cancelleria il 26 ottobre 2017) ed ha nominato il Dott. Giorgio Piziali Giudice Distrettuale, successivamente sostituito dalla Dott.ssa Silvia Saltarelli, e la Dott.ssa Elena Mistrorigo Curatore Fallimentare.

i. Il codice fiscale è

Come da oggetto sociale, la \_\_\_\_\_ in fallimento operava nel settore della gioielleria e realizzava il suo fatturato in Italia ed all'estero, grazie alla propria rete commerciale.

Il mercato di riferimento è stato caratterizzato a partire dal 2007 da una progressiva contrazione derivante dall'inizio della crisi finanziaria mondiale (che ha influito sulla ricchezza destinata agli investimenti) e dall'incremento delle quotazioni dell'oro, che, incidendo sul prezzo dei prodotti, ha influenzato la propensione all'acquisto da parte dei clienti.

La Società si è quindi trovata ad operare in uno scenario di contrazione del mercato e, quindi, del fatturato, di aumento dei prezzi, di calo dei consumi interni e di concorrenza da parte di *competitors* produttori di articoli *unbranded* (spesso realizzati in India e Cina). Di fronte a tale situazione, la Società ha cercato di potenziare la presenza nei mercati esteri, con particolare riferimento a quelli medio orientale e russo. Tuttavia eventi politici ed

economici, con particolare riferimento agli accadimenti di cui alla “primavera araba”, le manovre finanziarie correttive introdotte a livello europeo e la crisi diplomatica con la Russia, che si è concretizzata con l’introduzione dell’embargo e con il conseguente congelamento dei rapporti commerciali, hanno ulteriormente inciso sulla propensione al consumo, sugli acquisti di beni di lusso e, quindi, sulle dinamiche di vendite e fatturato della Società. In particolare si è manifestato un forte rallentamento del mercato relativo alla linea di oreficeria tradizionale (che ha rappresentato da sempre il *core business* della Società), un sostanziale mantenimento dei volumi di vendita della linea di “gioielleria Zoccai con pietre preziose” ed un miglioramento delle vendite degli articoli della linea “gioielleria in argento”, caratterizzata da un posizionamento di prezzo più basso, forte competitività di mercato e marginalità inferiori. Tali fattori si sono concretizzati in una progressiva riduzione della produzione, del fatturato, che negli esercizi 2011-2014 si è contratto di oltre il 15%, e dei margini aziendali. Ulteriore elemento che ha concorso alla crisi aziendale è stato rappresentato dalla maggiore rischiosità associata ai fatturati realizzati all’estero, soprattutto in medio oriente.

Nel tentativo di dare continuità al *business* e, quindi, di mantenere il valore del *core business* ed un certo grado di notorietà dei Marchi, la \_\_\_\_\_, in qualità di Concedente, ha concesso in affitto di azienda la propria azienda alla Affittuaria \_\_\_\_\_ a far data dal 30 dicembre 2015. L’azienda oggetto di tale contratto era rappresentata dal complesso di beni e rapporti giuridici organizzati per l’esercizio dell’attività di produzione e vendita di lavorazione e commercio all’ingrosso e al minuto di oggetti preziosi, orologi, articoli di valore e bigiotteria; nello specifico essa comprendeva:

- impianti, macchinari, attrezzature ed altri beni materiali, puntualmente individuati nell’allegato al medesimo contratto;

- marchi registrati "Zoccai" e "Le.Gi.";
- disegni, tecnologie, modelli, progetti, istruzioni di produzione e *know how*;
- arredi annessi al sito produttivo in Zanè,
- avviamento commerciale, compresi i rapporti in corso, i contratti commerciali, le licenze d'uso dei software, i contratti di manutenzione, di utenza, di noleggio, di trasporto e di consulenza e qualsivoglia autorizzazione e/o permesso ad esercitare l'attività di impresa a cui l'azienda è funzionale nella disponibilità della Concedente;
- cinque agenti.

Il sopra citato contratto di affitto d'azienda si caratterizzava quindi per i seguenti elementi:

- oggetto del contratto: è l'azienda come sopra definita;
- durata del contratto: 2 anni a far data dal 30 dicembre 2015, con rinnovo automatico alla prima ed alle successive scadenze per uno o più periodi di un anno ciascuno, salvo che una delle Parti comunichi all'altra la disdetta, da trasmettere a mezzo raccomandata A.R. almeno tre mesi prima della data di relativa scadenza;
- il canone annuale di affitto, calcolato tenendo conto anche dell'avviamento dell'azienda affittata, è definito in Euro                      annui, da corrispondere in dodici rate mensili anticipate di Euro
- la Concedente aveva effettuato, nei termini di legge, la procedura di consultazione sindacale di cui alla legge 428/90, necessaria per il trasferimento dei dipendenti, nel rispetto dell'articolo 2112 del Codice Civile. L'Affittuaria era subentrata nei contratti di lavoro relativi a nr. 11 dipendenti. I rapporti di lavoro dipendente erano regolati secondo la disciplina prevista dall'articolo 2112 del Codice Civile. Il TFR, i ratei per ferie maturate e non godute e gli altri rapporti patrimoniali inerenti i dipendenti, anche riferibili a contributi obbligatori arretrati verso Istituti di Previdenza ed Assistenza ed



Descrizione	Tipo	Saldo
Diritti brevetto industriale - utilizzo opere	Intangibili	
Marchi	Intangibili	
Impianti e macchinario	Tangibili	
Attrezzature	Tangibili	
Arredamento	Tangibili	
Macchine elettriche ed elettroniche	Tangibili	
Automezzi	Tangibili	
<b>Totali</b>		

Il contratto prevedeva altresì che a decurtazione del prezzo lordo sopra indicato fosse computata la metà dei canoni di affitto corrisposti dalla Affittuaria fino alla data della compravendita, oltre ad eventuali ulteriori somme dovute a rapporti patrimoniali derivanti dal contratto medesimo;

- la facoltà di recesso era consentita ad entrambe le parti.

In vigenza di contratto di affitto d'azienda, i rapporti fra le parti erano quindi così rappresentati:

L'affitto d'azienda è stato risolto con decorrenza 30 dicembre 2018, per effetto della formale disdetta del contratto, a norma dell'articolo 3.2, da parte della Curatrice Fallimentare in data 25 giugno 2018 e, pertanto, l'azienda oggetto di contratto è ritornata

nella disponibilità della Concedente, la quale ha intrapreso la cessione disgiunta dei singoli *assets* aziendali.

### 3 LE DINAMICHE AZIENDALI DELLA AFFITTUARIA

L’Affittuaria ha gestito l’azienda di cui al contratto illustrato al paragrafo precedente negli esercizi 2016, 2017 e 2018. Si rappresentano di seguito i conti economici e gli stati patrimoniali riclassificati della Società per gli esercizi dei quali sono disponibili alla data odierna i bilanci di esercizio approvati e depositati (bilanci che non sono stati assoggettati a revisione contabile da alcun organo di controllo, né dallo scrivente).

CONTO ECONOMICO	2017	2016
Ricavi		
Variazione magazzino		
Altri ricavi e proventi		
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>		
Consumi di materie prime, sussidiarie e di consumo		
<b>MARGINE DI CONTRIBUZIONE</b>		
Costi per servizi		
Godimento beni di terzi		
Costo del lavoro		
Accantonamento per rischi ed altri accantonamenti		
Svalutazione crediti		
<b>EBITDA</b>		
Amm.to Immobilizzazioni e svalutazioni		
<b>EBIT</b>		
Gestione finanziaria		
<b>EBT</b>		
Imposte e Tasse		
<b>Risultato di esercizio</b>		

<b>STATO PATRIMONIALE</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Crediti commerciali netti		
Debiti vs fornitori		
Magazzino		
Altre attività correnti		
Altre passività correnti		
<b>Capitale circolante netto operativo</b>		
Immobilizzazioni immateriali		
Immobilizzazioni materiali		
Tfr ed altri fondi		
<b>Investimenti operativi strutturali netti</b>		
<b>Capitale investito netto operativo</b>		
Investimenti finanziari		
<b>Capitale investito netto</b>		
Patrimonio netto		
Debiti verso soci per finanziamenti		
<b>Totale mezzi propri</b>		
<b>Posizione finanziaria netta</b>		
<b>Capitale raccolto</b>		

Le dinamiche economiche e patrimoniali vanno considerate tenendo conto che la gestione dell'azienda è avvenuta in regime di contratto di affitto e, quindi, con un basso livello di investimenti operativi materiali ed immateriali e con conseguenti costi di godimento beni di terzi, in luogo di ammortamenti. Ciò premesso, i dati evidenziano come la redditività aziendale sia dipendente dal volume di fatturato realizzato e come il capitale investito netto operativo sia rappresentato principalmente da capitale circolante netto e risulti finanziato principalmente da fonti di capitale proprio (patrimonio netto e finanziamenti soci).

#### 4 I MARCHI NELLA PRASSI COMUNE

I marchi, al pari dei brevetti e dei modelli di utilità, appartengono ai cosiddetti beni immateriali, che possono essere in tutto o in parte non contabilizzati.

La prassi maggiormente condivisa (cfr. G. Brugger) ritiene che l'attribuzione di un valore specifico ai beni immateriali possa avvenire solo qualora gli stessi:

- siano all'origine di costi ad utilità differita nel tempo;
- siano trasferibili ed estraibili dall'impresa cui appartengono senza comprometterne la continuità di vita e perciò l'esistenza;
- abbiano un valore misurabile.

La prima caratteristica può essere verificata esaminando la struttura degli investimenti dell'impresa, per accertare se sono stati effettuati impieghi di risorse nella ricerca e nello sviluppo di nuove metodologie produttive e/o per interventi a supporto del valore dell'intangibile.

Il secondo requisito riguarda la possibilità di cedere autonomamente il bene immateriale, rispetto alle altre voci dell'attivo.

Il terzo aspetto è strettamente connesso al primo e riguarda il vantaggio differenziale, quantificabile con stime ragionevoli, in base ai risultati storici e prospettici e tenuto conto del rischio associabile ai singoli beni immateriali.

La dottrina (vedasi W. Anson), alla luce delle caratteristiche sopra indicate, definisce che nelle aziende i beni immateriali sono riferibili a:

- area del marketing, che è costituita dal nome e dal logo della Società, dalla denominazione dei marchi, dalle insegne, dalle marche secondarie, dalle idee pubblicitarie, dalle strategie di *marketing*, dalle garanzie prodotti, dalla grafica, dal design delle etichette e dalla registrazione dei marchi;

- area della tecnologia, che è costituita dalla tecnologia, dal *know how* produttivo, dai progetti di ricerca e sviluppo, dai brevetti, dai segreti industriali, dal design, dallo *styling*, dal *software* e dal *database*.

Nello specifico, il marchio è un qualunque segno suscettibile di essere rappresentato graficamente, in particolare parole (compresi i nomi di persone), disegni, lettere, cifre, suoni, forma di un prodotto o della confezione di esso, combinazioni o tonalità cromatiche, purché siano idonee a distinguere i prodotti od i servizi di un'impresa da quelli delle altre.

Le caratteristiche sopra indicate rendono il marchio un intangibile avente generalmente un importante valore intrinseco per l'impresa derivante dai benefici economici attuali e prospettici conseguenti alla notorietà dello stesso e del prodotto che è ad esso associato.

Per tali ragioni il marchio è tutelato giuridicamente e può essere registrato a livello nazionale, europeo e nei Paesi Extraue, al fine di beneficiare di una protezione rafforzata per un periodo di dieci anni a partire dalla data di deposito della domanda, salvo il caso di rinuncia del titolare, con possibilità per il proprietario di rinnovarne la validità a scadenza per ulteriori dieci anni.

La registrazione del marchio può avvenire solo se sussistono determinati requisiti di tutela, che riguardano:

- capacità distintiva: il marchio deve contraddistinguere un prodotto od un servizio offerto da un imprenditore o da un'impresa, da quello di altri prodotti o servizi offerti da altri imprenditori od imprese;
- rappresentabilità grafica: il marchio deve essere rappresentabile graficamente, al fine di essere individuato con esattezza dal consumatore;
- novità estrinseca: il marchio non deve essere stato usato in precedenza come tale, come ditta od insegna per prodotti o servizi identici o simili a quelli per cui se ne

richiede la registrazione;

- originalità: il marchio non può consistere in una denominazione generica o descrittiva di prodotti o servizi, né può avere forma imposta dalla natura stessa o da un procedimento tecnico (marchi di forma);
- liceità: il marchio non deve essere contrario alla legge, all'ordine pubblico ed al buon costume.

## 5 I MARCHI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Nei paragrafi che seguono si dettagliano le caratteristiche e gli impieghi dei Marchi, così come rilevati dalla documentazione messa a disposizione dal Commissario Giudiziale e dalle visure effettuate presso gli uffici nazionali, europei ed internazionali deputati alla protezione delle proprietà intellettuali dei Paesi nei quali risultano depositati e tutelati giuridicamente. Attraverso tale documentazione, lo scrivente ha accertato l'avvenuta registrazione, la conseguente regolarità alle normative di riferimento e la sussistenza di tutela giuridica.

Il marchio "ZOCCAI" è un marchio denominativo così caratterizzato:

# ZOCCAI

Esso risulta registrato in:

- Italia → per le classi 9, 14, 18, 25 il primo deposito è del 31 ottobre 1996 ed è stato rinnovato in data 09 novembre 2016, con registrazione numero 362016000112647 del 05 settembre 2017, ed è tutelato a tutto il 31 ottobre 2026. I codici di classificazione, in particolare, sono relativi alle classi: 9 "occhiali"; 14 "gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici"; 18 "cuoio e sue imitazioni, articoli in queste materie, pelli di animali, bauli, valigie, ombrelli, ombrelloni e bastoni da passeggio,

- fruste e articoli di selleria”; 25 “foulard, cravatte, articoli di abbigliamento in genere, scarpe, cappelleria”;
- Italia → per le classi 16 “agende, diari, stampati, cartoleria” e 21 “i piccoli utensili e apparecchi per le faccende domestiche e la cucina, azionati manualmente, nonché gli utensili di toilette, la vetreria e gli articoli di porcellana” il primo deposito è del 30 luglio 2004 ed è stato rinnovato in data 11 marzo 2014 con registrazione numero 1598417 del 11 giugno 2014, ed è tutelato a tutto il 30 luglio 2024;
  - Arabia Saudita → il marchio riguarda la classe 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici” e risulta depositato originariamente il 14 gennaio 2013; la registrazione è avvenuta in data 05 ottobre 2013 con numero 143402932 ed la tutela giuridica è estesa a tutto il 26 settembre 2022;
  - Corea del Sud → il marchio riguarda le classi 9 “occhiali”; 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici”; 18 “cuoio e sue imitazioni, articoli in queste materie, pelli di animali, bauli, valigie, ombrelli, ombrelloni e bastoni da passeggio, fruste e articoli di selleria” e 25 “foulard, cravatte, articoli di abbigliamento in genere, scarpe, cappelleria”. Esso risulta depositato originariamente il 02 luglio 2002 ed è stato rinnovato in data 20 novembre 2013 con registrazione 567804 del 20 novembre 2013 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 05 dicembre 2023;
  - Emirati Arabi Uniti → il marchio riguarda la classe 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici” e risulta originariamente depositato il 30 dicembre 2012; la registrazione è avvenuta in data 28 settembre 2015 con numero 184418 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 30 dicembre 2022;
  - India → il marchio riguarda la classe 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici” e risulta originariamente depositato il 14 gennaio 2013; la



registrazione è avvenuta in data 23 luglio 2014 con numero 2460116 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 14 gennaio 2023;

- Internazionale BH OM AU CN HR JP MA PL RO SG NO RU EG MC SI CH TR (Bahrein, Oman, Australia, Cina, Croazia, Giappone, Marocco, Polonia, Romania, Singapore, Norvegia, Russia, Egitto, Principato di Monaco, Slovenia, Svizzera, Turchia) → il marchio riguarda le classi 9 “occhiali”; 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici”; 18 “cuoio e sue imitazioni, articoli in queste materie, pelli di animali, bauli, valigie, ombrelli, ombrelloni e bastoni da passeggio, fruste e articoli di selleria”; 25 “foulard, cravatte, articoli di abbigliamento in genere, scarpe, cappelleria”. Esso risulta originariamente depositato il 07 agosto 2002 ed è stato rinnovato in data 27 luglio 2012 con registrazione 789953 del 7 agosto 2012; la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 7 agosto 2022;
- Kuwait → il marchio è relativo alla classe 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici” e risulta originariamente depositato il 21 gennaio 2013; la registrazione è avvenuta in data 20 ottobre 2013 con numero 112306 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 20 gennaio 2023;
- Libano → il marchio è relativo alla classe 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici” e risulta originariamente depositato il 25 gennaio 2013; la registrazione è avvenuta in data 25 gennaio 2013 con numero 147730 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 25 gennaio 2028.

Il marchio “Le-Gi” è un marchio figurativo così caratterizzato:

*Le-Gi*

Esso risulta registrato esclusivamente in Italia per le classi 9 “occhiali” e 14 “gioielleria, pietre preziose, orologeria e strumenti cronometrici”; risulta originariamente depositato il 26 luglio 1994 ed è stato rinnovato in data 11 marzo 2014, con registrazione numero 1598418 dell’11 giugno 2014 e la sua tutela giuridica è estesa a tutto il 26 luglio 2024.

## 6 I CRITERI DI VALUTAZIONE

Il processo di valutazione delle immobilizzazioni immateriali è un fenomeno di recente manifestazione ed è oggetto di molteplici contributi dottrinali da parte delle diverse discipline legate alla finanza, alla contabilità ed alla valutazione di aziende. L’elemento che accomuna i diversi approcci è il fatto che la valutazione deve basarsi su informazioni accertabili in modo oggettivo (fatturato, numero di prodotti, costi risparmiati, profitti, ...) e su informazioni qualitative e giudizi professionali, in grado di valutare ed esprimere la forza e gli effetti degli intangibili da valutare.

In ogni caso i metodi valutativi adottabili devono essere caratterizzati dai seguenti principali concetti:

- credibilità ed affidabilità: esse dipendono dall’impostazione razionale delle formule, dai fattori che le definiscono e dalla possibilità di tradurre tali fattori in quantità, dalle ipotesi assunte ai fini dei calcoli (affinché sia evitato un eccessivo grado di soggettività);
- coerenza: i valori devono essere basati sull’analisi fondamentale dell’impresa, esprimendo grandezze coerenti sia con i risultati economici, che con il sistema complessivo;
- dimostrabilità e verificabilità: il processo valutativo deve risultare chiaramente dimostrabile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte e nello svolgimento dei calcoli.

Ciò premesso, nell’ambito delle metodologie di valutazione a maggior recente condivisa



accettazione, la dottrina prevalente identifica i due seguenti differenti indirizzi metodologici:

- i **criteri empirici**, ai quali appartengono le famiglie dei criteri comparativi, delle ricerche di mercato e del valore della relazione con il cliente;
- i **criteri analitici**.

Tali criteri soddisfano i vincoli di rigore scientifico posti dalla dottrina e ben si prestano alla stima degli intangibili.

In particolare, i **criteri empirici** si basano su parametri e formule dedotti dal comportamento degli operatori nelle transazioni avvenute sul mercato e pertanto presentano un maggior grado di dimostrabilità, ma requisiti di “razionalità” o “validità concettuale” che dipendono dalle informazioni “di mercato” disponibili adottate per la valutazione. Il principale criterio empirico è rappresentato dal metodo dei “moltiplicatori”, ovvero “comparativo” applicati su alcune grandezze ritenute qualificanti il bene oggetto di stima e si può caratterizzare per i seguenti approcci metodologici:

- metodo delle transazioni comparabili;
- metodo dei *royalty rates* o del tasso di *royalty* comparabile;
- metodo dei multipli impliciti nelle transazioni;
- metodo dei multipli empirici;
- metodo dei differenziali di multiplo sulle vendite.

I **criteri analitici**, invece, originano dall’analisi specifica degli elementi destinati a creare valore. Essi possono essere classificati in metodi basati sul costo ed in metodi reddituali-finanziari e sono rappresentati dalle seguenti metodologie:

- a. **metodologia del costo**: essa si basa sulla determinazione dei costi necessari per la realizzazione dell’intangibile e può essere così suddivisa:
  - metodo del costo storico;

- metodo del costo residuale;
  - metodo del costo di riproduzione;
- b. **metodologia dei risultati differenziali:** essa si basa sulla stima, in via differenziale, dei benefici attesi dallo sfruttamento degli intangibili e può essere così suddivisa:
- metodo di attualizzazione dei risultati differenziali;
  - metodo del costo della perdita.

Lo scrivente descrive di seguito le peculiarità di ciascuno dei metodi sopra indicati.

#### **6.1 IL METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI**

Il metodo si fonda sul riconoscimento a un intangibile specifico del valore corrispondente ai prezzi di transazioni recenti, rispetto alla data della stima, aventi per oggetto beni simili.

#### **6.2 IL METODO DEL TASSO DI ROYALTY COMPARABILE**

Il metodo del tasso di *royalty* comparabile valuta l'intangibile in base al valore attuale delle *royalties* derivanti dalla cessione a terzi dell'utilizzo dell'intangibile stesso. Questo metodo risulta pertanto applicabile qualora sia possibile definire un corrispettivo che il mercato sarebbe disposto a pagare a fronte della concessione del bene immateriale.

In questo caso, la formula per la determinazione del valore dell'intangibile è la seguente:

$$W_b = S_1 * r_1 * v_1 + S_2 * r_2 * v_2 + \dots + S_n * r_n * v_n$$

dove:

- W<sub>b</sub>** è il valore economico dell'immobilizzazione immateriale
- S** sono le vendite attese
- r** è il tasso di *royalty*
- v** è il coefficiente di attualizzazione delle *royalties*
- n** è il numero degli anni di prevedibile di durata utile dell'immobilizzazione



immateriale.

Questo metodo trova ampia applicazione per la determinazione del valore di quei brevetti e marchi che vengono ceduti in licenza a fronte della corresponsione di una percentuale o *royalty*, commisurata al fatturato. Il valore economico, come rappresentato dalla formula sopra riportata, riflette l'ammontare che il mercato sarebbe disposto a corrispondere per acquisire in licenza il brevetto e/o il marchio stessi. Tale metodo presenta delle importanti caratteristiche di utilità, in quanto è di facile applicazione e consente di evitare calcoli talvolta complessi e spesso di dubbia dimostrabilità, come, ad esempio, nel caso dell'analisi dei vantaggi reddituali differenziali prospettici; pur tuttavia il suo utilizzo diventa arbitrario, laddove non sia rinvenibile un tasso di *royalty* specifico, ovvero non sia individuabile un *range* di *royalties* applicate dal mercato per le categorie di intangibili simili a quelle oggetto di valutazione.

### **6.3 IL METODO DEI MULTIPLI IMPLICITI NELLE TRANSAZIONI**

Il metodo dei multipli impliciti nelle transazioni è basato sui multipli impliciti nei prezzi negoziati per operazioni di finanza straordinaria, quali acquisizioni, fusioni e conferimenti. L'assunto di base di tale metodo è che i prezzi espressi in tali operazioni esprimono anche la rarità ed il plusvalore derivanti dagli intangibili, il cui valore può quindi essere estratto dai prezzi negoziati medesimi. Esempi di variabili utilizzate per la valutazione degli intangibili riguardano la raccolta nelle banche, la capacità produttiva di aziende elettriche, la capacità ricettiva di una catena alberghiera.

### **6.4 IL METODO DEI MULTIPLI EMPIRICI**

Il metodo dei multipli empirici si basa sul medesimo assunto del metodo dei multipli impliciti nei prezzi negoziati per operazioni di finanza straordinaria, quali acquisizioni, fusioni e

conferimenti, dal quale differisce esclusivamente per il fatto di riferire la valutazione a multipli già specificatamente espressi dal mercato per i singoli *items* intangibili.

#### **6.5 IL METODO DEI DIFFERENZIALI DI MULTIPLO SULLE VENDITE**

Il metodo dei differenziali di multiplo sulle vendite è applicato nella stima del valore dei marchi unici od in ogni caso dominanti, nei quali è quantificabile il contributo della notorietà del marchio alle maggiori vendite realizzate.

#### **6.6 IL METODO DEL COSTO STORICO**

Il metodo del costo si basa sulla determinazione dei costi sostenuti per la realizzazione di intangibili. Esso è tipicamente usato per gli intangibili in via di formazione, quando l'efficacia degli investimenti che li riguardano e quindi la probabilità di successo, soprattutto nell'ambito delle ricerche, sono difficili o impossibili da stimare ed i loro ritorni attesi sono gli stessi considerati alla base dei piani di investimento, in mancanza di verifiche successive. Tale metodo è utilizzato nella valutazione della cosiddetta ricerca di base, la quale genera costi a pronti aventi prospettive di recupero assai "lontane dal mercato".

#### **6.7 IL METODO DEL COSTO STORICO RESIDUALE**

Il metodo del costo storico residuale si basa sull'accertamento dei costi che sono stati sostenuti per la produzione del bene immateriale oggetto di analisi, espressi a valori correnti per depurarli degli effetti dell'inflazione, e diminuiti di un congruo ammortamento, in relazione ai periodi di sostenimento degli stessi.

La metodologia in esame fa riferimento alla staticità temporale dei contesti ambientale ed aziendale in cui si sono formati i beni immateriali, in quanto considera che l'entità e la durata dei vantaggi ottenibili dai beni immateriali siano tali da giustificare le spese

effettuate, e che i costi sostenuti nel passato siano espressivi di quelli che sarebbe necessario sostenere oggi.

#### **6.8 IL METODO DEL COSTO DI RIPRODUZIONE**

Il metodo del costo di riproduzione consiste nella stima di quanto costerebbe oggi all'impresa ricreare gli intangibili oggetto di valutazione, ossia nella stima degli oneri da sostenere per riprodurli e per metterli nella condizione di far conseguire utili equivalenti.

#### **6.9 IL METODO DI ATTUALIZZAZIONE DEI RISULTATI DIFFERENZIALI**

Il metodo dei risultati differenziali si basa sull'assunto che un complesso di intangibili sia all'origine di specifici e misurabili vantaggi da stimare in via differenziale rispetto a situazione "medie" o "normali" di concorrenti che non ne fruiscono.

Il valore degli intangibili è quindi determinato sulla base del maggior reddito conseguibile dall'azienda proprietaria rispetto a quello conseguito dai *competitors* che ne sono privi. La stima consiste quindi nell'attualizzazione del sovrareddito che presumibilmente gli intangibili produrranno in futuro (metodologia del *discounted cash-flow*), secondo la formula di seguito riportata:

$$Wb = R1 * v1 + R2 * v2 + \dots + Rn * vn$$

dove:

**Wb** è il valore economico dell'intangibile

**R1, R2, ... Rn** sono i flussi reddituali differenziali attesi nei diversi periodi

**v1, v2, ... vn** sono i coefficienti di attualizzazione dei suddetti flussi reddituali differenziali

**n** è il numero degli anni di prevedibile durata dei flussi reddituali differenziali



#### **6.10 IL METODO DEL COSTO DELLA PERDITA**

Il metodo del costo della perdita consiste nella stima del danno ipotetico, calcolato in termini di caduta del margine di contribuzione complessivo e di comparsa di un eccesso di costi di struttura, che dovrebbe essere sopportato qualora la disponibilità degli intangibili venisse meno.

Il danno può essere valutato sulla base del valore attualizzato dei minori margini di contribuzione complessivi e dei costi di struttura non evitabili che si sosterranno per tutto il periodo necessario al ripristino di una situazione di equilibrio e normalità.

### **7 VALUTAZIONE DEI MARCHI**

I metodi descritti ai paragrafi precedenti presentano un apprezzabile grado di razionalità e sono, con opportuni adattamenti, applicabili alla generalità dei casi: pur tuttavia il loro concreto utilizzo dipende dalle peculiarità dell'immobilizzazione immateriale oggetto di valutazione, dalla configurazione di valore adottata e dalle informazioni disponibili.

In particolare quanto più il metodo prescelto è basato sull'utilizzo di dati certi ed indipendenti da considerazioni discrezionali e soggettive dello stimatore, ovvero dall'emotività e dall'andamento del mercato, tanto più la valutazione risulta caratterizzata da un elevato grado di obiettività.

Si può quindi affermare che tanto maggiori sono i gradi di soggettività e di discrezionalità dei dati utilizzati per la stima, tanto minore è la credibilità del risultato ottenuto e, conseguentemente, tanto minore è l'affidabilità del metodo di valutazione scelto.

Sotto questo aspetto i vari metodi presentano caratteristiche sensibilmente differenti.

In particolare i metodi empirici, basati su parametri e formule dedotti dal comportamento degli operatori nelle transazioni avvenute sul mercato, presentano sufficienti requisiti di

“razionalità” o “validità concettuale”, solo qualora siano individuabili e/o estrapolabili quelle informazioni “di mercato” su cui si fondano i diversi approcci valutativi descritti, in mancanza delle quali sono da preferire i metodi analitici, in quanto basati sull’analisi specifica degli elementi destinati a creare valore.

Nel caso di specie lo scrivente, alla luce:

- delle caratteristiche dei Marchi (in primis grado di notorietà, durata residua della tutela giuridica, investimenti effettuati dal titolare e/o dal licenziatario e dinamiche storiche) e del loro settore di impiego, nel quale convivono prodotti *branded* e prodotti *unbranded* e nel quale è altresì presente un fattore moda che condiziona l’approccio all’acquisto e le strategie commerciali e di marketing dei partecipanti al mercato (strategie che condizionano altresì il mantenimento o la creazione di valore del marchio);
- delle dinamiche economiche e patrimoniali della Società titolare dei Marchi (che ne hanno determinato il fallimento) e della Affittuaria (che ha utilizzato i Marchi in regime di contratto di affitto d’azienda fino al 30 dicembre 2018), che evidenziano una progressiva riduzione dei margini riferibili allo sfruttamento degli Intangibili;
- della configurazione di valore adottata;

lo scrivente ha ritenuto di adottare il metodo analitico dell’*Excess Earning*.

Tale metodo assume che il reddito di pertinenza di un bene prioritario o rilevante può essere ottenuto calcolando il reddito che l’impresa registrerebbe nel caso in cui si liberasse della proprietà di tutti gli altri beni per riacquisirne il diritto d’uso tramite contratti di licenza, di affitto o di noleggio. Esso stima quindi il contributo economico del bene immateriale nella prospettiva esclusiva della specifica entità che detiene o fa uso del bene immateriale. In particolare il cosiddetto *Excess Earning* attribuibile al bene immateriale oggetto di valutazione è stimato quale residuo reddito operativo realizzato dalla Società (il

reddito operativo esprime la redditività del *core business* aziendale), al netto del cosiddetto “*return on*” inteso quale adeguata remunerazione, ovvero costo opportunità, degli *assets* operativi impiegati (che la prassi riconosce nelle altre immobilizzazioni di natura operativa e nel capitale circolante netto operativo) espressi a valori correnti.

La determinazione del valore attribuibile all’intangibile si struttura nei seguenti *steps*:

- determinazione dell’*Excess Earning*, che origina dalla individuazione, dall’analisi e dalla normalizzazione delle seguenti grandezze:
  - reddito operativo;
  - immobilizzazioni materiali ed immateriali e relativi tassi di rendimento (tecnicamente definito “*return on*”);
  - capitale circolante netto operativo e relativo tasso di rendimento;
- determinazione del periodo di durata dei flussi di *royalty* attesi espressi dal sopra citato *Excess Earning*.

Si rappresentano nei paragrafi che seguono le considerazioni e le valutazioni peritali.

### **7.1 DETERMINAZIONE DELL’EXCESS EARNING**

Come sopra indicato, l’*Excess Earning* origina dalla individuazione, dall’analisi e dalla normalizzazione delle seguenti grandezze: **(i)** reddito operativo; **(ii)** immobilizzazioni materiali ed immateriali e relativi tassi di rendimento (tecnicamente definito “*return on*”); **(iii)** capitale circolante netto operativo e relativo tasso di rendimento.

Il **reddito operativo** è stato assunto corrispondente a quello medio normalizzato del biennio 2016-2017 realizzato dalla Affittuaria, in quanto tali dinamiche, pur in mancanza di dati consuntivi 2018, sono già ragionevolmente espressive del contributo degli Intangibili alla complessiva redditività aziendale. La normalizzazione dei redditi consiste nella

determinazione del reddito al netto di tutte le componenti economiche di carattere straordinario e/o legate a variazioni nei criteri di valutazione di talune poste patrimoniali (ad esempio l'adozione del metodo finanziario di valutazione dei leasing raccomandato dai principi internazionali dello IASC), che hanno influito (analisi a consuntivo) o che potrebbero influire (analisi preventiva) sulla redditività aziendale nel suo complesso.

Nel caso di specie i risultati operativi del periodo sopra indicato sono stati normalizzati delle soli voci specificatamente attribuibili al contratto di affitto d'azienda in essere fra la Legi International S.r.l. in fallimento e la " " essendo tutte le altre poste di importo significativo conformi ai criteri peritali. Nello specifico, al fine di neutralizzare gli effetti derivanti dalle condizioni contrattuali in essere fra Concedente ed Affittuaria e di rappresentare quindi il reddito operativo conseguibile in ipotesi di gestione diretta dell'azienda nella prospettiva dei partecipanti al mercato, lo scrivente ha sostituito al canone di affitto d'azienda gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali (diverse dai Marchi) comprese nel ramo d'azienda, determinati sul valore peritale attribuito all'azienda in sede di sottoscrizione del relativo contratto di affitto e tenendo conto della vita residua.

Gli ammortamenti sono quindi determinati come segue:

Descrizione	Tipo	Stima costo	Vita residua	Amm.ti
Diritti di brevetto industriale	Intangibili	17.000	3	5.667
Impianti e macchinario	Tangibili	24.050	5	4.810
Attrezzature	Tangibili	108.215	5	21.643
Arredamento	Tangibili	8.480	5	1.696
Macchine elettriche ed elettroniche	Tangibili	7.450	5	1.490
Automezzi	Tangibili	15.000	5	3.000
<b>Totali</b>		<b>180.195</b>		<b>38.306</b>
<b>Di cui immobilizzazioni immateriali</b>		<b>17.000</b>		<b>5.667</b>
<b>Di cui immobilizzazioni materiali</b>		<b>163.195</b>		<b>32.639</b>

Il processo di normalizzazione del reddito operativo è quindi così rappresentato:

Descrizione	Esercizio 2016	Esercizio 2017	Media 2016-2017
Reddito operativo di bilancio	222.823	13.932	118.378
Stima ammortamenti	-38.306	-38.306	
Storno canone affitto azienda	18.000	18.000	
<b>Reddito operativo normalizzato</b>	<b>202.517</b>	<b>-6.374</b>	<b>98.072</b>

Le **immobilizzazioni materiali ed immateriali** vanno assunte al loro valore corrente, che, in linea con la metodologia valutativa adottata, è pari al valore netto contabile dei beni di proprietà della Affittuaria ed al valore peritale sopra evidenziato in sede di determinazione degli ammortamenti per gli *assets* in affitto d'azienda.

Il tasso di remunerazione delle immobilizzazioni materiali è stato considerato pari al 14,34%, ossia al Wacc, al lordo del carico fiscale ordinario (per la cui determinazione si rinvia al successivo paragrafo 7.3). L'utilizzo di tale saggio è avvenuta assumendo la prospettiva di un indice di indebitamento in linea con quello della Affittuaria. Tale considerazione non esclude la possibilità, del tutto razionale, che un generico operatore di mercato possa sfruttare in misura diversa l'effetto leva derivante dall'acquisizione di fonti finanziarie a sostegno degli impieghi. Ciononostante tale capacità dipenderebbe esclusivamente dal merito creditizio dell'investitore.

Il tasso di remunerazione delle immobilizzazioni immateriali è stato invece considerato pari al 19,08%, ossia al tasso di rendimento del capitale proprio, al lordo del carico fiscale ordinario (per la cui determinazione si rinvia al successivo paragrafo 7.3).

Il **capitale circolante netto** è stato assunto nella sua accezione operativa, corrispondente alla sommatoria di magazzino, crediti commerciali, debiti commerciali ed altri crediti e debiti alla data dell'ultimo bilancio approvato. Esso è di seguito rappresentato:



Descrizione	Saldo
Magazzino	692.614
Crediti commerciali	717.352
Debiti commerciali	-1.156.754
Altri crediti operativi	741.119
Altri debiti operativi	-517.453
<b>Totale</b>	<b>476.878</b>

Il tasso di remunerazione del capitale circolante netto è stato considerato, in linea con la prassi corrente, pari al 5,00%, ossia allo stimato costo medio dell'indebitamento per Società aventi un rating non elevato.

La stima dell'*Excess Earning* risulta così strutturata:

Descrizione	Saldi
Immobilizzazioni immateriali	17.000
Immobilizzazioni materiali	170.692
CCNO	476.878
% rendimento imm.ni immateriali	19,08%
% rendimento imm.ni materiali	14,34%
% rendimento CCNO	5,00%
<b>Ebit</b>	<b>98.072</b>
Rendimento imm.ni immateriali	3.243
Rendimento imm.ni materiali	24.477
Rendimento CCNO	23.844
<b>Excess Earning</b>	<b>46.507</b>

L'*Excess Earning* rappresenta pertanto il contributo netto prospettico alla redditività aziendale attribuibile agli Intangibili, tiene quindi conto anche dei costi (già espressi nell'Ebit) per il suo mantenimento e sviluppo e corrisponde al flusso atteso di *royalties*.

## **7.2 DETERMINAZIONE DEL PERIODO DI DURATA DEI FLUSSI DI CUI ALL'EXCESS EARNING**

La vita economica di ogni intangibile è legata alle potenzialità derivanti dal suo impiego e quindi dalle sue capacità di generare vantaggi economici all'impresa, che, in ottica

prospettica, tendono a divenire tanto più aleatori, quanto maggiore è l'arco temporale di riferimento dell'analisi. Infatti le valutazioni su irrealistici orizzonti di lungo termine presentano intrinseci profili di debolezza, non solo per l'ovvia e crescente incertezza che sempre caratterizza i flussi attesi più lontani, ma anche per la necessità di formulare aspettative sulle possibili dinamiche di mercato, sulle azioni e sugli investimenti da porre prospetticamente in essere al fine di ottenere quella conservazione e sviluppo del valore nel tempo che giustifica l'orizzonte prescelto. Ciò premesso, nel caso di specie lo scrivente, avuto riguardo al posizionamento ed alla caratteristiche dei Marchi, ha ritenuto **(i)** di considerare un arco temporale di riferimento di 5 anni, pari alla durata residua dei Marchi, che consente di limitare l'aleatorietà di previsioni economiche prospettiche a lungo termine, allorquando i valori intrinseci dei Marchi verranno a dipendere principalmente dalle attività di mantenimento e di sviluppo che saranno poste in essere e **(ii)** di non stimare alcun tasso di crescita dei flussi in tale periodo.

### **7.3 TASSO DI ATTUALIZZAZIONE**

Il tasso di attualizzazione è stato assunto nella configurazione del costo del capitale *levered*, determinato secondo la metodologia del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Essendo il flusso da attualizzare una grandezza che non include componenti finanziarie, il tasso di attualizzazione deve essere rappresentato dal costo medio del capitale (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*), corrispondente alla media ponderata del rendimento atteso del capitale proprio e di quello di terzi. La stima del WACC necessita pertanto di individuare i rendimenti di capitale proprio e di capitale di terzi e la relativa composizione nell'ambito delle fonti di finanziamento aziendali.

Nel caso di specie, rilevato che è certamente razionale considerare che un generico



investitore possa sfruttare la leva finanziaria a sostegno degli impieghi e che l'incidenza del capitale di terzi dipenderebbe dalla capacità di credito e dal merito creditizio dello stesso, ha ritenuto di stimare il tasso di attualizzazione avendo riguardo alla composizione delle fonti di finanziamento al 31 dicembre 2017 della Zoccai S.r.l. in quanto espressiva di realtà in funzionamento. Le fonti di finanziamento sono state quindi considerate costituite da capitale proprio per il 66,29% e da capitale di terzi per il 33,71%.

Con riferimento al costo del capitale proprio, lo scrivente rileva che la metodologia del CAPM prevede che lo stesso sia determinato come segue:

$$K_e = R_f + \beta_l * ERP + SSP$$

dove:

$K_e$  è il costo del capitale *levered*;

$R_f$  rappresenta il saggio di remunerazione degli investimenti "senza rischio" od a rischio trascurabile;

$\beta_l$  rappresenta il coefficiente beta *levered*;

$ERP$  rappresenta il premio per il rischio di mercato;

$SSP$  rappresenta l'indice quantitativo dell'intensità del maggior o minor rischio dell'impresa specifica, rispetto al mercato.

Il tasso di rendimento degli investimenti "senza rischio" ( $R_f$ ) è stato determinato nella misura del 2,20%, corrispondente alla mediana 2018 per il mercato italiano determinata dal Prof. Pablo Fernandez della IESE Business School.

Il premio per il rischio di mercato ( $ERP$ ) è stato assunto nella percentuale del 6,40%, corrispondente alla mediana del *Market Risk Premium* 2018 per il mercato italiano determinata dal Prof. Pablo Fernandez della IESE Business School.

Il coefficiente  $\beta_l$  è stato assunto pari a 0,52, calcolato con la formula di Hamada:



$$\beta_l = \beta_u * ((1 + t_r) * D/E)$$

dove:

$\beta_l$  rappresenta il coefficiente beta *levered*;

$\beta_u$  rappresenta il coefficiente beta *unlevered* di 0,83 rilevato dal Prof. Aswath Damodaran per il settore europeo della gioielleria a gennaio 2019;

$t_r$  rappresenta l'aliquota fiscale Ires del 24,00%;

$D/E$  rappresenta il rapporto debito/*equity* determinato nella percentuale del 50,85%: il debito corrisponde ai debiti finanziari in essere e l'*equity* al patrimonio netto della Società.

Per quanto attiene, infine, al cosiddetto tasso SSP, lo scrivente ha stimato una percentuale del 9,00%, a stima del rischio specifico derivante principalmente dall'incertezza circa la realizzabilità di flussi prospettici in linea con quelli medi considerati nella presente perizia, dipendente dalla contingente situazione di mancato utilizzo dei Marchi successivamente alla cessazione del contratto di affitto d'azienda.

Il costo del capitale è stato quindi stimato nella percentuale complessiva del 14,50%, come di seguito evidenziato:

Descrizione	Costo del capitale
Tasso free risk ( $R_f$ )	2,20%
ERP	6,40%
$\beta_u$	0,52
SSP	9,00%
$K_e$	<b>14,55%</b>
$K_e$ peritale	<b>14,50%</b>

Per quanto riguarda il rendimento del capitale di terzi, lo scrivente ha assunto un tasso al lordo di imposte pari al 5,00%, in linea con il costo medio del debito per aziende aventi dimensioni e caratteristiche simili alla cui corrisponde un tasso al netto del



carico fiscale del 3,80%.

Il tasso di attualizzazione Wacc, al netto del carico fiscale, risulta così determinato:

Descrizione	Costo del capitale	Comp.ne fonti di fin.to	Wacc
Costo del capitale - $K_e$	14,50%	66,29%	9,61%
Costo del debito al netto carico fiscale - $K_d$	3,80%	33,71%	1,28%
<b>WACC netto</b>			<b>10,89%</b>
<b>WACC netto arrotondato</b>			<b>10,90%</b>

Il costo del capitale  $K_e$  ed il Wacc devono essere assunti al lordo dell'effetto fiscale, in linea con i flussi da attualizzare, e vengono pertanto determinati come di seguito evidenziato:

Descrizione	Costo del capitale	Wacc
Tassi al netto di imposte	14,50%	10,90%
Effetto fiscale	24,00%	24,00%
<b>Tassi al lordo di imposte</b>	<b>19,08%</b>	<b>14,34%</b>

#### 7.4 VALUTAZIONE DEI MARCHI

La valutazione dei Marchi con l'adozione delle variabili sopra commentate, è così riepilogabile:

Descrizione	Totale
<b>Royalty netta</b>	<b>46.507</b>
<b>% attualizzazione</b>	<b>14,34%</b>
Anni	5,00
<b>Fattore di attualizzazione</b>	<b>3,4052</b>
<b>Valutazione</b>	<b>158.366</b>

Il valore di liquidazione attribuibile agli Intangibili nella prospettiva che la liquidazione avvenga in un arco temporale che ragionevolmente consenta il migliore realizzo dei Marchi risulta pertanto pari ad Euro , che si arrotonda ad Euro

## 7.5 ANALISI DI SENSITIVITÀ E SANITY CHECK

Il valore attribuito ai Marchi con il metodo adottato origina dalla grandezza attribuita ai 5 drivers impiegati, rappresentati da: **(i)** reddito operativo medio prospettico, **(ii)** valore delle immobilizzazioni e del capitale circolante netto, **(iii)** costo del capitale e del debito, **(iv)** indice di indebitamento e **(v)** periodo di persistenza dell'*Excess Earning*.

Il primo driver deriva dalle dinamiche realizzate dalla Affittuaria, che lo scrivente ha ritenuto ragionevoli delle aspettative realizzabili da un generico operatore di mercato, come commentato nella presente relazione ed alla luce altresì del *sanity check* riportato nel presente paragrafo; il secondo è legato al valore d'uso attribuito alle immobilizzazioni, mentre i rimanenti drivers originano da un giudizio professionale strutturato in funzione di parametri prevalenti di mercato e valutazioni sui diversi fattori che caratterizzano settore, marchio, posizionamento, prodotto, innovazione, ecc..

Al fine di rappresentare gli effetti sulla valutazione dipendenti dalle variazioni di tali variabili, lo scrivente ha formulato la *what if analysis*, con riferimento alle dinamiche dell'indice di indebitamento e del costo del capitale, il quale incide anche sulla dinamica del Wacc e della remunerazione delle immobilizzazioni.

Tale analisi viene rappresentata nella tabella che segue (in ascissa è riportata l'incidenza del debito) ed in ordinata il costo del capitale:

	25,00%	30,00%	33,71%	35,00%	40,00%
12,50%	167.636	172.887	177.010	178.366	185.376
13,50%	156.549	162.914	168.162	169.469	176.220
14,50%	147.238	153.338	158.366	159.618	167.381
15,50%	137.169	144.150	148.970	151.376	158.857
16,50%	128.624	135.320	141.092	142.249	150.624

Tale analisi evidenzia come il valore dei Marchi sia certamente sensibile alla variazione dei



due parametri riportati in ascissa ed in ordinata; lo scrivente ritiene comunque che, nell'ambito del *range* sopra evidenziato, il valore peritale di Euro                    sia ragionevole, anche tenuto conto delle risultanze del *sanity check* riferito alla verifica del tasso di *royalty* implicito nella determinazione dell'*Excess Earning* utilizzato ai fini della presente valutazione. Tale tasso è determinato nella misura dell'1,84%, come di seguito evidenziato:

Descrizione	Saldi 2016	Saldi 2017	Media 2016-2017
Excess Earning			46.507
Fatturato	2.837.594	2.206.958	2.522.276
<b>Tasso implicito di royalty</b>			<b>1,84%</b>

Lo scrivente, evidenziato che i tassi di *royalty* riconosciuti in mercati ad elevata marginalità sono generalmente maggiori di quelli riconosciuti alle Società operanti in mercati a minor valore aggiunto, essendo di fatto riscontrabile una correlazione diretta fra marginalità realizzabile e tasso di remunerazione (i *royalty rates* si posizionano principalmente in un range compreso fra il 2,00% ed il 12,00%), rileva che i Marchi oggetto di valutazione sono caratterizzati da un minor grado di appetibilità, rispetto a quelli dei *competitors*, derivante dalla contingente situazione di deterioramento della visibilità degli stessi (a sua volta dipendente dapprima dalle vicende aziendali della Concedente e, successivamente, dalla avvenuta cessazione del contratto di affitto d'azienda in essere con la                    e dal rischio che possano necessitare prospetticamente maggiori costi di mantenimento e rilancio. Per tali ragioni, lo scrivente ritiene che il tasso di *royalty* implicito determinato e, conseguentemente anche l'*Excess Earning*, sia ragionevolmente espressivo delle dinamiche specifiche dei Marchi, tenuto conto della configurazione di valore adottata.

## 8 CONCLUSIONI

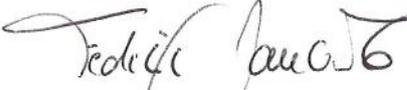
Tenuto conto di quanto esposto, il sottoscritto perito attesta che il valore di liquidazione

attribuibile ai Marchi alla data del 31 marzo 2019, nella prospettiva che la liquidazione avvenga in un arco temporale che ragionevolmente consenta il migliore realizzo dei Marchi medesimi, è stimato in Euro 160.000,00.= (centosessantamila/00).

Con quanto esposto il sottoscritto ritiene di aver assolto l'incarico professionale affidatogli in ottemperanza alle disposizioni di legge ed ai principi della tecnica professionale.

Vicenza, lì 10 maggio 2019

Il perito



Dott. Federico Zanconato

**ALLEGATI:**

Allegato 1: situazione depositi dei marchi a nome di Legi International S.r.l. (ora in fallimento) rilasciata da Modiano & Associati ed aggiornata a febbraio 2019

**Tabulato Marchi**

Num. Pratica	Richiedente	Marchio	Tipi marchio	Classi	Tipi di Diritto	Nazione	Data Priorità	Numero Priorità	Data primo dep.	Data Concess. primo dep.	Data Deposito	Numero Domanda	Data Concessione	Numero Concessione	Data scadenza
T273128 M330995	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	Arabo Saudita	--	--	--	--	14 gennaio 2013	109893	05 ottobre 2013	143402902	26 settembre 2022
T277982 M337409	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	09, 14, 18, 25	Nazionale	Corea Del Sud	--	--	02 luglio 2002	05 dicembre 2003	20 novembre 2013	2013-0610076	29 novembre 2013	967804	05 dicembre 2023
T275127 M330994	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	Emirati Arabi Uniti	--	--	--	--	30 dicembre 2012	184418	28 settembre 2015	184418	30 dicembre 2022
T275124 M330990	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	India	--	--	--	--	14 gennaio 2013	2460116	23 luglio 2014	2460116	14 gennaio 2023
T271973 M129408	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	09, 14, 18, 25	Internazionale	BH OM AU CN HR JP MA PL RO SG NO RU EG NC SI CH TR	--	--	07 agosto 2002	07 agosto 2002	27 luglio 2012	11608 020212	07 agosto 2012	789653	07 agosto 2022
M337754	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	16, 21	Marchio URB	Italia	--	--	30 luglio 2004	18 novembre 2004	11 marzo 2014	330014002241507 (PO2014C003200)	11 giugno 2014	1598417	30 luglio 2024
M337736	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<i>Le-Gi</i>	Figurativo	09, 14	Marchio URB	Italia	--	--	26 luglio 1994	18 novembre 1994	11 marzo 2014	330014002241508 (PO2014C003201)	11 giugno 2014	1598418	26 luglio 2024
M340841	LEGI INTERNATIONAL S.R.L.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	09, 14, 18, 25	Marchio URB	Italia	--	--	31 ottobre 1998	07 aprile 1999	09 novembre 2016	362016000112647	05 settembre 2017	362016000112647	31 ottobre 2026
T273126 M330982	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	Kuwait	--	--	--	--	21 gennaio 2013	138651	20 ottobre 2013	112306	20 gennaio 2023
T273129 M330993	LEGI INTERNATIONAL S.P.A.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	Libano	--	--	--	--	25 gennaio 2013	147730	25 gennaio 2013	147730	25 gennaio 2023
T248066 M328986	LEGI INTERNATIONAL S.R.L.	<b>ZOCCAI</b>	Denominativo	14	Nazionale	USA	--	--	18 aprile 1997	18 agosto 1998	00 luglio 2008	--	22 settembre 2008	2182078	18 agosto 2018 Con mora 18 febbraio 2019

Per i marchi internazionali, i dati di deposito si riferiscono al deposito presso l'OMPI e non ai singoli Paesi designati, nel caso fosse interessato a conoscere i dati dello singolo estero nei Paesi da Voi scelti, Vi preghiamo di contattarci.  
 Il presente tabulato contiene dati estratti dalla nostra banca dati interna. I dati non sono stati singolarmente riconfermati per la preparazione del presente tabulato. Dichiariamo ogni responsabilità per errori ed omissioni involontari o per le eventuali conseguenze derivanti dall'uso del presente tabulato a fini ufficiali.  
 Il presente tabulato non comprende dati che ad oggi potrebbero essere ancora in via ma che risultano essere negativi nella nostra banca dati interna a seguito di situazioni di abbandono o della mancanza di istruzioni riguardanti il prosieguo di tali diritti.  
 Se desiderate che verifichiamo l'esistenza di tali eventuali diritti, o in caso di uso del tabulato a fini ufficiali (giù d'ufficio, iscrizioni, contratti, cessioni, patent box, richieste di agevolazioni fiscali, ecc.), si prega di contattare il nostro Studio.

11 febbraio 2019