

OPINIONE INDIPENDENTE
SUL PROBABILE PREZZO DI MERCATO
DEI MARCHI
DI PROPRIETA' DEL FALLIMENTO
GRUPPO CARTORAMA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

Estensore: Cristiano Proserpio



Il sottoscritto, Cristiano Proserpio, Dottore Commercialista iscritto all'Albo dell'Ordine di Milano, al Registro dei Revisori Contabili e all'Albo dei Consulenti Tecnici del Giudice del Tribunale di Milano, con Studio in Milano, Corso Italia, n. 22, nato a Milano, il 14 ottobre 1975, essendo stato incaricato - come coadiutore - dal Fallimento Gruppo Cartorama S.r.l. in liquidazione, a valle di specifica autorizzazione da parte del Tribunale di Como, di fornire un proprio parere sul probabile prezzo di mercato corrente dei marchi di proprietà della medesima, nell'ambito della prevista attività liquidatoria, espone quanto in appresso.

* * *



INDICE

1. PREMESSA	5
1.1. OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO	5
1.2. DATA DI RIFERIMENTO	5
2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO	6
3. I MARCHI OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	7
3.1. IL GRUPPO CARTORAMA	7
3.2. DESCRIZIONE DEI MARCHI OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	8
4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA	12
4.1. PREMESSA	12
4.2. BREVE DISAMINA DEI METODI VALUTATIVI	13
4.2.1. INDICATORI EMPIRICI	15
4.2.2. COSTI DI RIPRISTINO DEI DIRITTI	17
4.2.3. <i>Flussi finanziari</i>	18
4.2.4. <i>Stima del contributo al reddito (o economico-reddituale)</i>	19
4.2.5. <i>Royalties ideali (assimilabile ai metodi sui flussi finanziari)</i>	19
4.2.6. <i>Accreditamento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali (o costo di sostituzione)</i>	20
4.2.7. <i>Differenziali tra i prezzi di vendita (price premium assimilabile al metodo economico-reddituale)</i>	20
4.3. LA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE NEL CASO DI SPECIE	21
5. LA VALUTAZIONE DEI MARCHI	22
5.1. CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE APPLICABILI ALLE FATTISPECIE IN ESAME	22
5.1.1. METODO DELLE ROYALTIES	22
5.1.1.1. INDIVIDUAZIONE DELLE ROYALTIES	22
5.1.1.2. LA VITA UTILE ATTESA	24
5.1.1.3. IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	25
5.1.2. METODO DEL COSTO DI SOSTITUZIONE (O COSTO STORICO)	28
5.1.3. METODO DI MERCATO	29
5.2. CARTORAMA	29
5.3. GALVAS	32
5.3.1. IL METODO DELLE ROYALTIES	33
5.4. OGAMI	34
5.4.1. IL METODO DELLE ROYALTIES	34
5.4.2. IL METODO DEL COSTO DI SOSTITUZIONE	35
5.5. PACKSTER	36
5.5.1. IL METODO DELLE ROYALTIES	36
5.5.2. IL METODO DEL COSTO DI SOSTITUZIONE	37
5.5.3. IL METODO DI MERCATO	38
5.6. KUBO	38
5.6.1. IL METODO DELLE ROYALTIES	38
5.6.2. IL METODO DEL COSTO DI SOSTITUZIONE	39
5.7. GLITTER	40
5.7.1. IL METODO DELLE ROYALTIES	40
5.7.2. IL METODO DEL COSTO DI SOSTITUZIONE	41
5.7.3. IL METODO DI MERCATO	42



5.8. SINTESI 42
6. CONCLUSIONI 42

* * *



1. PREMESSA

1.1. Oggetto e finalità dell'incarico.

Lo scopo del presente incarico consiste nella predisposizione di un parere di supporto alla curatela (“Parere”) sull’individuazione di un probabile valore minimo di mercato (da utilizzarsi eventualmente quale valore a base di un processo di vendita ad asta) dei marchi di proprietà del Fallimento Gruppo Cartorama S.r.l. in liquidazione, con sede in Turate (CO), Via Matteotti 5, C.F. e P.I. 06402630963.

In detto Parere è indicato, laddove individuabile, il ragionevole valore minimo di mercato (o *range* di valori) dei marchi di proprietà che, sulla base di quanto indicatomi, risultano i seguenti:

- **Cartorama**, unitamente alle sue varie declinazioni e ai marchi strettamente correlati al business di riferimento quali Artena, Clipsy e CDS
- **Galvas** unitamente alle sue varie declinazioni e ai marchi strettamente correlati al business di riferimento quali “Incanto Galvas”, “Noel Galvas”, “Noel Noel”
- **Glitter**
- **Packster**
- **Ogami**
- **Kubo**

1.2. Data di riferimento.

Al fine della determinazione del valore del sopracitato marchio, il sottoscritto estimatore si è riferito convenzionalmente alla data del 1 gennaio 2017.

* * *



2. SVOLGIMENTO DELL'INCARICO.

Lo scrivente ha acquisito le informazioni necessarie attraverso l'esame della documentazione di seguito elencata. Egli, acquisita tutta la documentazione, ha potuto esprimere il proprio favorevole giudizio sulla affidabilità – nei limiti di quanto occorrente ai fini del presente Parere – dei dati disponibili. Su tali informazioni lo scrivente non ha tuttavia condotto verifiche, assumendone la correttezza, completezza e coerenza con le finalità dell'incarico assunto. Su di esse non può, quindi, assumere alcuna responsabilità.

In particolare, al sottoscritto è stata messa a disposizione la seguente documentazione:

- Copia della documentazione relativa alla registrazione del/dei marchio/i oggetto di analisi;
- Bilanci d'esercizio (e relativi bilanci di verifica) della società titolare del/dei marchio/i oggetto di analisi per gli ultimi 4 esercizi;
- Elenco e relativi dettagli (tipologia) dei costi/investimenti sostenuti per pubblicità/promozione/marketing ripartiti per alcuni marchi oggetto del presente Parere;
- Elenco dei prodotti/servizi offerti con l'utilizzo del/dei marchio/i oggetto di valutazione e relativi listini prezzi;
- Elenco dei clienti e relativi fatturati storici ("ABC clientela/fatturato") per singolo marchio (inclusi i dati 2015 generati dall'affittuario del ramo d'azienda Galvas);
- Documentazione e informazioni relative a eventuali manifestazioni di interesse per uso/acquisto dei marchi oggetto di valutazione;
- Status di ciascun marchio: utilizzato/non utilizzato, eventuali contratti di licenza d'uso in essere o passati, altre informazioni rilevanti;



- Contratto d'affitto di ramo d'azienda Gruppo Cartorama S.r.l – Galvas 2015 S.r.l. con il quale Galvas 2015 S.r.l. è divenuta affittuaria, tra l'altro, di alcuni marchi oggetto del presente Parere;
- Altre informazioni ricevute attraverso colloqui e interviste con la curatela ed il personale amministrativo di Fallimento Gruppo Cartorama S.r.l. o personalmente acquisite.

* * *

3. I MARCHI OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

3.1. Il Gruppo Cartorama

La società Gruppo Cartorama S.r.l. in liquidazione, anteriormente alla sua dichiarazione di fallimento, operava nel settore dell'ideazione, produzione, import/export e commercializzazione di articoli di cancelleria, forniture per ufficio e per la scuola in genere, addobbi natalizi e oggetti decorativi di vario genere.

La società, in particolare, era leader in Italia nel *licensing* per i prodotti scuola e cancelleria, regalistica e articoli natalizi, generando, sino al 2010, circa Euro 120 milioni di fatturato, che negli anni si sono progressivamente ridotti sino a comportare il ricorso ad una procedura di concordato preventivo in continuità prima, e alla dichiarazione di fallimento poi.

Più in particolare la società operava nei diversi segmenti di mercato attraverso l'utilizzo di marchi propri (oggetto del presente Parere) e di marchi in licenza.

La storia del gruppo Cartorama vede le sue origini a Verona nel 1977 con la nascita di Cartorama S.p.A. la quale porta per la prima volta in Italia il *licensing* nella cartotecnica per la scuola. In quel periodo arriva la prima grande licenza:



Furia cavallo del *west*, poi Snoopy e i Characters Disney. Negli stessi anni 80 viene creata Artena, la quale ottiene subito risultati eccezionali e licenze importantissime come Lupo Alberto e Mafalda; viene inoltre acquistata Clipsy con la sua produzione di biglietti di auguri e di *gadgets* introdotti, anche essi, nel mercato del *licensing*.

Il gruppo nasce negli anni '90 con l'unione delle ormai affermate aziende Cartorama, Artena, Clipsy e con l'entrata nel mondo della grande distribuzione che allora stava vivendo una crescita. Per essere efficaci in quel mercato, viene creata una nuova divisione ad hoc: Cartorama Department Store (CDS).

In ultimo nel 2007 si aggiunge al gruppo anche Galvas azienda con una forte tradizione nelle decorazioni e nei complementi d'arredo natalizi.

La società, dalla seconda metà dell'esercizio 2011, ha attraversato una pesante crisi finanziaria e, dopo aver esplorato diverse ipotesi per l'ottenimento di capitali, ha presentato un ricorso al Tribunale di Como per un concordato in continuità ex art. 161 e ss. L.F..

Successivamente, in data 10 dicembre 2015 a seguito della negativa evoluzione della procedura concordataria, il Tribunale di Como ha dichiarato il fallimento della società.

3.2. Descrizione dei marchi oggetto della valutazione

Per marchio si intende un qualunque segno suscettibile di essere rappresentato graficamente, purché sia idoneo a distinguere i prodotti o i servizi di un'impresa. La funzione del marchio infatti è quella di contraddistinguere un prodotto o un servizio offerto da un imprenditore o impresa, da quello di altri prodotti o servizi offerti da altri imprenditori o imprese. Il marchio registrato gode di una protezione rafforzata ma – per accedere a tale maggior tutela - deve necessariamente presentare determinati requisiti quali originalità e capacità



distintiva. La registrazione dura dieci anni a partire dalla data di deposito della domanda.

Il presente Parere ha per oggetto l'individuazione del probabile valore minimo di mercato, laddove identificabile, dei seguenti marchi:

1) Gruppo Cartorama   ARTENA 

Marchio figurativo “Gruppo Cartorama” registrato con n. 007071781 il 05.02.2009 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI). Al marchio su citato derivano i seguenti:

- marchio figurativo “Gruppo Cartorama” registrato con n. 002063915 il 04/03/2002 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI).
- marchio figurativo “Artena” registrato con n. 000125252 il 08/07/1999 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI),
- marchio figurativo “CDS” registrato con n. 006492871 il 27/05/2009 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI);

Al marchio Cartorama erano/sono da ricondursi prodotti per la scuola (carta e tessuto), per l’ufficio e articoli da cartoleria e regalo. In particolare zaini, astucci, *primary pack* (zaino *free time*, sacca *free*, *lunch box*, tombolino), diari, quaderni e cartoleria assortita raffiguranti brand relativi a personaggi Disney, Warner o ad altri personaggi del settore ludico e videoludico, oltre ad altri *brand* come Lonsdale, Esercito Italiano, Freccie tricolore, Moto Gp, Ferrari, Boxeur Des Rues etc.

Artena proponeva due cataloghi di prodotti, quelli dedicati a specifiche campagne più indirizzati alla scuola e quelli continuativi ovvero prodotti venduti in tutto il periodo dell'anno.

Nata nel 1993 Cartorama Department Store (CDS) venne creata per curare il mercato della grande distribuzione organizzata nel quale in quegli anni cominciava ad affacciarsi l'azienda.



Marchio figurativo “Galvas” registrato con n. 014423131 a livello comunitario il 13.11.2015 per prodotti delle classi merceologiche 11,26,28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI); Al marchio Galvas sono riconducibili i seguenti:

- marchio figurativo “Incanto Galvas” registrato con n. 014423339 a livello comunitario il 13.11.2015 per i prodotti della classe merceologiche 16, 20, 21, 26 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI);
- marchio figurativo ”Noel Galvas” registrato con n. 014423107 il 13.11.2015 per i prodotti della classe 11, 16, 26, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI);
- marchio figurativo “Noel Noel” registrato con n. 1659205 il 02.12.2015 per i prodotti della classe 28 presso l’Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM).

Galvas è un marchio storico del decoro natalizio *Made in Italy*. Fondata nel 1946 come impresa artigiana specializzata nella personalizzazione del vetro soffiato, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso si è imposta sul mercato italiano e internazionale con prodotti innovativi dal punto di vista tecnico e

stilistico. L'azienda, e quindi il diritto d'uso del marchio in esame, è entrata a far parte del Gruppo Cartorama nel 2007.

3) Glitter

Marchio figurativo registrato con n. 0001610976 a come marchio nazionale il 15.10.2014 per i prodotti della classe merceologiche 16, presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM).

Glitter presentava, sino alla dichiarazione di fallimento, un catalogo di diari/agende destinati al pubblico femminile, dai colori sgargianti, spesso vendute accompagnate da alcuni gadget quali trucchi per bambine.

4) Packster

Marchio figurativo registrato con n. 012677266 il 06/07/2014 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l'Ufficio per l'Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI).

I prodotti proposti da Packster sono zaini e accessori in tessuto in diverse forme, dimensioni e colori indirizzati ad uso scolastico e al tempo libero.

5) Ogami

Marchio figurativo registrato come marchio nazionale figurativo n. 0001561371 in data 02.10.2013 per i prodotti della classe 16 presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM), come marchio Comunitario figurativo n. 010049138 in data 26.10.2011 presso l'Ufficio per l'Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI) nelle classi merceologiche 16, 18, 28, e come marchio Internazionale

Figurativo n. 1163757 in data 23.04.2013 nella classe merceologica 16 presso il World Intellectual Property Organization (WIPO).

Al marchio Ogami sono collegate due linee di taccuini di alta qualità e design, realizzati in carta “Repap”, una particolare tipologia di carta fatta di pietra, prodotta senza nessun abbattimento di alberi.

6) Kubo 

Marchio figurativo registrato con n. 011882883 il 29/10/2013 per i prodotti della classe 16, 18, 28 presso l’Ufficio per l’Armonizzazione nel Mercato Interno (UAMI);

Kubo proponeva articoli in tessuto pratici e funzionali per la scuola e il tempo libero, in stile monocolore, indirizzati anche ad un pubblico più adulto rispetto a quello di Packster.

* * *

4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA

4.1. Premessa.

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto estimatore ha seguito, nella valutazione richiesta, l’applicazione del o dei metodi di base, individuati avendo riguardo alle peculiarità del bene oggetto di valutazione (cioè, come si è



detto, i marchi) ed ai dati disponibili, avendo previamente verificato l'adeguatezza del grado di affidabilità degli stessi.

4.2. Breve disamina dei metodi valutativi.

In Italia non esiste una metodologia di valutazione di marchi universalmente riconosciuta. Questo per precisi motivi di carattere storico. La Legge Marchi vigente sino all'inizio del 1993 impediva, di fatto, la cessione autonoma del marchio. L'art. 15 della "vecchia" legge condizionava il trasferimento dei diritti sul segno distintivo al trasferimento dell'azienda o di un ramo di questa.

La giurisprudenza ha rigorosamente seguito la norma di legge. Nel caso di valutazioni economiche aventi forzatamente per oggetto il trasferimento del complesso "Ramo d'azienda marchio" venivano utilizzati i consolidati principi relativi alla valutazione di imprese ed all'avviamento di queste.

Dal gennaio 1993 le modifiche all'articolo 15 della Legge Marchi hanno stravolto il contenuto della norma sciogliendo il vincolo marchio-ramo d'azienda in caso di trasferimento del primo.

Il 19 marzo 2005 è entrato in vigore il Codice della Proprietà Industriale in materia di marchi. Non vi sono elementi che possano influenzare negativamente la valutazione del segno distintivo. Sono stati introdotti, invece, elementi normativi che migliorano la posizione del titolare di un marchio nei confronti di possibili azioni miranti ad ottenere la nullità di un marchio.

L'estimazione di un marchio, ai fini della cessione a terzi a titolo di proprietà, si incentra sulla scelta dei criteri economici idonei ad individuarne il valore quale componente immateriale del sistema capitale economico d'impresa.

La ricerca dei criteri di stima del valore di un marchio risponde ad esigenze sempre più importanti nella prassi aziendale. Sembra quindi opportuno un



chiarimento sui principali metodi attualmente adottati e che, sinteticamente, possono essere basati:

- a) sugli indicatori empirici
- b) sui costi di ripristino dei diritti
- c) sui flussi finanziari
- d) sulla stima del contributo al reddito (o economico-reddituale)
- e) sulle *royalties* ideali (assimilabile in parte ai flussi finanziari)
- f) sull'accREDITAMENTO del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali (o costo di sostituzione)
- g) sui differenziali tra i prezzi di vendita

I valori ottenuti con tali metodologie devono essere poi “pesati”, talvolta, a mezzo di “coefficienti moltiplicativi di rischio” atti a diminuirne il valore. Nella letteratura prevalente sulla valutazione del marchio si tengono in scarso risalto i coefficienti di “rischio giuridico”, che consistono prevalentemente nel rischio che una sentenza di nullità o di decadenza cancelli l'esistenza del diritto di marchio in capo al titolare.

La ragione va ricercata nel fatto che gran parte dei metodi di valutazione adottati in Italia hanno origine estera (in Italia l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi peraltro ha limitatissime attribuzioni circa la possibilità di rigettare la domanda di marchio carente dei requisiti di legge).

In numerosissimi altri paesi le autorità preposte al rilascio del marchio possono, invece, controllare nel merito la sussistenza dei requisiti di legge per una valida registrazione. Il rischio di nullità in tali paesi è quindi più elevato che non in Italia.



4.2.1. Indicatori empirici

Il metodo empirico si riferisce alle informazioni espresse dal mercato. Si assumono quali informazioni i prezzi pagati in negoziazioni similari espresse dal mercato e si estrinsecano in una percentuale o in un moltiplicatore da applicare ad una determinata grandezza: fatturato, reddito lordo o margini lordi, *royalties*.

Poiché i metodi basati sugli indicatori empirici possono essere ritenuti carenti, in quanto fondati su prassi teoriche della negoziazione ed anche perché risentono delle condizioni soggettive delle parti, non possono essere tanto oggetto di giudizio quanto di mera constatazione e servono quando gli altri metodi più razionali sono inutilizzabili.

Si tratta di verificare l'adeguatezza del coefficiente di moltiplicazione all'elemento di flusso imputabile al marchio (reddito, fatturato, ecc.).

Tali criteri estimativi sono stati elaborati in particolare dalla *Interbrand* ed appaiono negli articoli di P. Stobart e J. Murphy pubblicati in "*Accountancy*" (ottobre 1989) ed in "*Long range planning*" (n. 3/1990). Secondo tale metodo, il valore di un marchio è dato dal prodotto tra il flusso di redditi imputabili al marchio stesso ed un certo indicatore (coefficiente di moltiplicazione).

$$V \text{ valore del marchio} = R \text{ redditi imputabili al marchio} * C \text{ coefficiente}$$

Sono stati individuati sette fattori per determinare la forza del marchio e quindi dell'indicatore C (metodo *Interbrand*):

- 1) *leadership*: misurazione delle quote di mercato possedute dal marchio nel settore di riferimento (max 25);
- 2) *stabilità*: è la capacità del marchio di tenere avvinto il consumatore cioè la fedeltà al marchio (max 15);



- 3) mercato: è una stima sia della struttura sia delle caratteristiche del mercato/settore che influenzano il marchio (max 10);
- 4) trend: riguarda l'evoluzione prevedibile del marchio, la sua attitudine a rispondere efficacemente ai mutamenti del mercato ed alla strategia della concorrenza (max 10);
- 5) supporti di marketing: si tratta delle attività di promozione, comunicazione e pubblicità svolte in favore del marchio negli ultimi anni e considerate in un'ottica sia quantitativa (ammontare degli investimenti effettuati) che qualitativa (ad esempio: qualità del messaggio, penetrazione, ecc.) (max 10);
- 6) internazionalità: è il grado di diffusione del marchio a livello globale, con analisi specifica della posizione mercato per mercato (max 25);
- 7) protezione legale: esprime la difendibilità del marchio da un punto di vista giuridico (possibilità di imitazione, ecc.). Ciò dipende, naturalmente, dall'intrinseca "forza" del marchio oltre che dal numero di categorie merceologiche in cui è registrato (max 5).

I detti fattori devono essere opportunamente quantificati e ponderati con riferimento al marchio oggetto di analisi. Tale operazione avviene con degli algoritmi di confronto tra il marchio considerato ed i valori "storici" delle passate valutazioni di marchio immagazzinati nei sistemi informativi *Interbrand*.

La somma delle quantificazioni ponderate pesi-valori per i sette fattori esprime l'indicatore della forza del marchio ("*brand strength score*"), cioè il coefficiente di moltiplicazione da applicare alla grandezza base di riferimento.

Questo coefficiente viene assegnato in base ad un algoritmo "gelosamente custodito" dall'impresa e frutto di una interpolazione con la serie storica di valori di scambio stimati in passato per fattispecie analoghe.



I criteri usati per l'acquisizione di marchi celebri di grandi aziende negli ultimi anni esprimono moltiplicatori vari. Sembrerebbero essere stati osservati valori per marchi celebri dal coefficiente moltiplicativo pari a 25 o 35 applicato al reddito medio normalizzato al netto della tassazione. Valori poi ripresi in altre pubblicazioni. Tali coefficienti debbono essere applicati a grandezze medie normalizzate e ponderate con riferimento all'andamento dei possibili più comuni investimenti (titoli di stato a media scadenza) e del tasso di inflazione.

Così ponderata, la valutazione può ritenersi in linea con i postulati contabili ai fini di un'iscrizione in bilancio del marchio.

Va precisato che i termini empirici, anche se applicati abitualmente, non sono impiegabili per la valutazione di nuovi marchi o di marchi dati in licenza per nuove o diverse classi merceologiche.

4.2.2. Costi di ripristino dei diritti

Il metodo riferito ai costi si può distinguere in quattro configurazioni: del costo storico, del costo storico rivalutato, del costo di sostituzione o riproduzione del cosiddetto costo della perdita.

Tale metodo è da impiegarsi principalmente, ma non esclusivamente, per i marchi non utilizzati o per i marchi in odore di decadenza. Soprattutto per quei segni distintivi sui quali non è stato effettuato alcun investimento pubblicitario o nel caso questo fosse così antico da essere stato dimenticato dal pubblico dei consumatori. Tale metodo a nostro avviso, non è utilizzabile nei casi in cui si estenda l'attività aziendale in altri settori adottando un marchio già noto per differenti prodotti.

Il costo storico, in sintesi, esprime la sommatoria di tutti gli oneri sopportati direttamente durante il ciclo di vita del marchio e sicuramente imputabili allo stesso.



Si tratta, ad esempio, dei costi di ideazione e di verifica delle disponibilità: degli oneri degli esperti creativi e pubblicitari, dei costi di deposito e registrazione e, soprattutto, dei costi sostenuti per lanciare e consolidare l'immagine, le spese specifiche di pubblicità, ecc.

Come subito appare, tale metodo è insufficiente a delineare un valore aggiornato ed evoluto temporalmente, in senso operativo. Meglio è considerare il metodo del costo storico rivalutato, cioè aggiornato ai valori correnti.

La valutazione in base al costo di riproduzione prevede una proiezione degli oneri necessari per avere un marchio dotato delle stesse caratteristiche di immagine e di penetrazione sul mercato.

Questa ultima sottospecie del metodo dei costi perde in obiettività dato che si tratta di grandezze opinabili.

Il costo delle perdite è basato sul calcolo del danno che deriva all'azienda in conseguenza alla perdita dell'uso del marchio.

Si può affermare che il metodo dei costi nelle diverse sue configurazioni può essere efficace solo se è correlato con una proiezione economica del bene-marchio stimato.

4.2.3. Flussi finanziari

I metodi finanziari sono affini a quelli usati per la valutazione globale dell'azienda.

Si effettua un'estrapolazione della stima complessiva dei flussi monetari prodotti dal marchio con proiezione negli esercizi futuri attualizzati ad un tasso adeguato.



4.2.4. Stima del contributo al reddito (o economico-reddituale)

I metodi economici-reddituali si prefiggono di quantificare il contributo offerto dal marchio alla redditività.

Il metodo consiste nell'attualizzazione, per un certo numero di anni, dei differenziali reddituali apportati dal marchio all'impresa.

In breve, si ricerca la differenza tra il reddito di impresa relativamente al prodotto/merce dotato del marchio e quello conseguibile con un prodotto/merce privo di marchio.

Il valore economico del marchio è, in ogni caso, indipendente dal valore delle cessioni accessorie e complementari.

Per completezza vanno anche ricordati i metodi di stima che coinvolgono l'economia aziendale del compratore.

Tali metodi sono diretti a stabilire i benefici reddituali differenziali in termini di utilità per l'acquisitore e vengono applicati quando non sono possibili o proficue indagini in relazione all'azienda cedente.

4.2.5. Royalties ideali (assimilabile ai metodi sui flussi finanziari)

Il metodo attualmente più utilizzato e forse anche più descritto nella letteratura italiana è quello delle "*Royalties ideali*", secondo la denominazione più recente. Tale metodo rappresenta una sorta di superamento, anche se parziale, del problema della neutralità (e della sottostante antinomia) tra venditore e compratore e consiste nell'attualizzazione dei redditi calcolati sulla base delle "*Royalties*" o "*rédevances*" percentuali ottenibili sul mercato dal marchio. In pratica, i marchi vengono ceduti in licenza dietro pagamento di una percentuale commisurata al fatturato.



Il valore del marchio potrebbe essere, quindi, rappresentato dal flusso di *royalties* che il mercato sarebbe pronto a pagare qualora la totalità dei beni fosse prodotta da terzi muniti di licenza sul marchio.

4.2.6. Accredimento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali (o costo di sostituzione)

Il metodo basato sull'accREDITamento del marchio attraverso investimenti pubblicitari e promozionali è chiamato anche metodo del Valore Residuo.

Questo considera le spese sostenute dall'azienda per far conoscere il marchio e distingue tra la fase di lancio e la fase di consolidamento del marchio. Si basa sulla considerazione che le spese di pubblicità hanno effetti che si prolungano nel tempo. Tale considerazione è stata recepita dal legislatore fiscale che ammette la ripartizione delle spese pubblicitarie su più esercizi. I costi presi in considerazione sono sia i costi pubblicitari sia i costi di marketing attualizzati a valori correnti. Colui che acquista un marchio già pubblicizzato può ottenere un vantaggio economico consistente nel risparmio delle spese pubblicitarie connesse al lancio del prodotto che, notoriamente, sono le più consistenti. Il cessionario si avvantaggia dei benefici della pubblicità diffusa dal cedente negli esercizi precedenti.

4.2.7. Differenziali tra i prezzi di vendita (*price premium* assimilabile al metodo economico-reddituale)

Si può applicare ogni volta che si sia in grado di determinare, a partire dagli studi sulle preferenze dei consumatori, quanto essi sarebbero disposti a pagare (in termini di prezzo ovviamente) per il mantenimento del marchio su un prodotto. Si può operare misurando lo scarto dei prezzi fra il prodotto recante il marchio ed un prodotto generico o senza marchio, pesando poi il differenziale con le quantità vendute. Si ottiene così un volume d'affari che rispecchia il



valore del reddito procurato dal marchio. Il caso tipico è rappresentato dai prodotti di largo consumo venduti attraverso il canale della grande distribuzione. Esistono quasi sempre uno o più prodotti “*leaders*” caratterizzati da alti investimenti pubblicitari e parimenti esistono prodotti di caratteristiche qualitative pressoché identiche commercializzati “a marchio proprio”. I prodotti hanno spesso caratteristiche qualitative molto simili. Non è raro che i prodotti a “marchio proprio” siano prodotti dal “*leader*” su commissione della catena di Supermercati.

Ora, il pubblico dei consumatori si divide tra quelli che acquistano il prodotto “*leader*” e quelli che acquistano quello “a marchio proprio”.

Il marchio è spesso l’unica differenza. Pertanto il “*Premium Price*”, ovvero la porzione di prezzo spuntata dal “*leader*” pesata con i volumi di vendita, misura l’apporto del marchio notorio alla redditività delle vendite.

4.3. La scelta dei metodi di valutazione nel caso di specie.

Avuto riguardo ai vari metodi valutativi esposti, relativamente ai marchi oggetto del presente Parere, lo scrivente ritiene che i più appropriati metodi (in seguito declinati ed applicati, laddove possibile, per ciascun marchio) siano quelli della *royalty* ideale e quello del costo di sostituzione, coadiuvati, se del caso, dal confronto con eventuali offerte di acquisto/manifestazioni di interesse ricevute.

Giova ricordare che nell’applicazione di detti metodi lo scrivente ha necessariamente tenuto conto dello stato di insolvenza in cui versa il soggetto proprietario dei marchi e dell’assenza dei prodotti sul mercato per effetto di detta insolvenza e della conseguente cessazione dell’attività.

* * *



5. LA VALUTAZIONE DEI MARCHI

5.1. Considerazioni metodologiche applicabili alle fattispecie in esame

Di seguito vengono espone le modalità applicative (valide in generale per tutti i marchi oggetto di valutazione) delle metodologie di valutazione prescelte. Nei successivi paragrafi verranno quindi sinteticamente indicati i parametri applicati alle singole fattispecie.

5.1.1. Metodo delle Royalties

Tale metodologia individua il valore del marchio in misura pari al reddito (netto) generabile dalle *royalties*, cioè dai canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio.

Il reddito viene in particolare determinato sulla base delle *royalties* che sul mercato un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere l'autorizzazione ad utilizzare il marchio.

5.1.1.1. Individuazione delle Royalties

Di cruciale importanza è la scelta del tasso di *royalties*: questa presuppone l'esistenza di un adeguato numero di transazioni, rappresentative e trasparenti, dalle quali sia deducibile un *range* di *royalties* applicate dal mercato per le categorie di intangibili considerati.

Nell'ambito del *range* di valori espressi dal mercato si deve poi procedere con la scelta del tasso di *royalties* specifico da applicare all'intangibile considerato in funzione del fattore denominato "forza della marca".

I tassi adottati nel presente Parere sono i seguenti (fonte: *Royaltystat.com*):



- per i marchi Kubo, Packster, Galvas e Glitter: **3,5%**, ovvero il primo quartile del campione di transazioni di seguito elencate che rispecchiano maggiormente i requisiti di comparabilità rispetto ai marchi citati, in funzione dell'attività caratteristica svolta e dei prodotti commercializzati:

Licensor/Licensee	Data di effetto	Agreement Type	Descrizione	Additional Payments	Original Base
Chrysler Corp. / Dynamic Classics Ltd.	1999	Amendment; Trademark	Licenza esclusiva per l'utilizzo dei marchi "Jeep", "Wrangler" e "Renegade" per commercializzare zaini di tela e nylon, borse, marsupi e bagagli, ad esclusione delle borse di moda, prodotti per bambini, zaini tecnici ed attrezzatura da campeggio.		Net Sales
DainlerChrysler Corp. / Dynamic International, Inc. d/b/a Dynamic Classics	2003	Amendment; Trademark	Licenza non esclusiva per l'utilizzo del marchio "PT Cruiser" per commercializzare attrezzatura da viaggio, limitatamente a zaini, sacche, valigie e custodie audio, da distribuire attraverso i negozi all'ingrosso, rivenditori del mercato di massa, grandi magazzini, cataloghi e club.	Minimum Royalty	Gross Sales
Mainframe Entertainment Inc. / Romar International	2000	Copyrights; Trade Name; Trademark	Licenza esclusiva per l'utilizzo dei personaggi, dei marchi e dei nomi commerciali relativi a "Reboot", al fine di sviluppare, produrre, introdurre nel mercato, distribuire e vendere accessori tra i quali zaini, marsupi, portamonete, borse da viaggio, borse, contenitori per cibo, borse a tracolla, portafogli, berretti, cappelli, occhiali da sole, fasce, guanti, sciarpe, cinture, calze e ombrelli attraverso grandi magazzini, rivenditori di fascia media, grossisti e negozi specializzati.	Minimum Royalty; Upfront Payment	Net Revenues
Lamaze International, Inc. and its successor Lamaze Publishing Co. / iVillage Inc.	2000	Trade Name; Trademark	Licenza esclusiva per l'utilizzo dei marchi "Lamaze" e "Lamaze Magazine" e relative denominazioni commerciali al fine di sviluppare, produrre, vendere e distribuire prodotti educativi per l'infanzia, per la gravidanza ed il post parto, nonché pubblicazioni, inserti, programmi audio e video, e contenuti media per computer.	Minimum Royalty; Other Payments	Net Sales
Anheuser-Busch Inc. / Innovo Group Inc.	1996	Copyrights; Trademark	Licenza non esclusiva per l'utilizzo dei marchi "Anheuser-Busch", "Budweiser", "Carlsberg", "Michelob" e "Clydesdale" e relativi copyright, segni distintivi e simboli, al fine di produrre, vendere, commercializzare e distribuire borse sportive, zaini, borse, sacchetti del pranzo, sacchetti di lavanderia, marsupi, custodie per scarpe e grembiuli.	Minimum Royalty	Net Sales
PBA Tour Inc. / IAM Group Ltd.	1999	Trade Name; Trademark	Licenza esclusiva per l'utilizzo di marchi e denominazioni commerciali relative a "PBA", "PBA Tour", "PBA Senior Tour" e "Professional Bowlers Association", per la produzione, il packaging, la promozione e la vendita di camicie, giacche, zaini, pantaloncini, pantaloni, maglioni, cappelli, calzature, guanti, supporti polso, sacche per indumenti, nastri, asciugamani, borse sportive, accessori nonché gioielli, spille logo, tazze da caffè, penne, boccali di birra, cuscini di seduta, coperte, ombrelli, trofei e prodotti per animali domestici, e licenza non esclusiva per orecchini e portachiavi, in vendita nei mercati di massa ma anche nei centri bowling e ai tornei di bowling, ed infine con licenza esclusiva di possedere e gestire un provider di servizi Internet per distribuire informazioni relative agli eventi PBA Tour e per promuovere e vendere i prodotti.	Minimum Royalty; Upfront Payment; Other Payments	Net Sales
Michael Caruso & Co. Inc. / Candie's Inc.	1998	Amendment; Trademark	Cessazione e successivo accordo di licenza per l'utilizzo esclusivo dei marchi "BONGO" e "B BONGO" per la produzione di calzature, zaini e borse sportive per uomini, donne e bambini.		Net Sales
Viacom International Inc., MTV Networks / Active Apparel Group Inc.	1996	Trade Name; Trademark	Licenza d'uso per l'utilizzo del nome, del marchio e del logo relativo a "The Grind di MTV" e "The Grind" al fine di produrre, distribuire, vendere e pubblicizzare abbigliamento sportivo e accessori come zaini, borse, portachiavi, asciugamani di fitness e bottiglie d'acqua, e licenza non esclusiva relativa a t-shirt e cappellini, il tutto attraverso negozi sportivi indipendenti, ad esclusione del mercato di massa.	Minimum Royalty	Domestic of Net Sales

- per il marchio Ogami: **7,0%**, ovvero la *royalties* prevista nell'accordo di licenza tra Binney & Smith Properties Inc (licenziante) e TST Impreso Inc (licenziatario), avente ad oggetto l'utilizzo non esclusivo del marchio "Crayola", nonché dei personaggi e dei colori utili per l'identificazione del marchio stesso, con l'obiettivo di produrre, promuovere, pubblicizzare, distribuire e vendere carta a laser e getto d'inchiostro, tra cui carta speciali, cartoncini, cartoline, magneti, cartoncini lucidi, etichette ed adesivi, stampe

per magliette, e la successiva collocazione sul mercato, attraverso negozi specializzati ma anche grandi magazzini, negozi di alimentari, canali di artigianato ed infine cartolerie. Il tasso di *royalty* è stato fissato in percentuale dei ricavi netti, determinati come differenza tra il fatturato e gli sconti, abbuoni e indennità effettivamente riconosciute ai clienti, ed al netto degli incassi realizzati per effetto di note di credito emesse dai clienti stessi.

5.1.1.2. La vita utile attesa

Per vita utile attesa si intende l'orizzonte temporale entro il quale ci si attende che l'intangibile (il marchio nel caso di specie) continuerà ad essere produttivo di utilità per il suo titolare. Al fine di stimare la vita utile dell'intangibile va esaminato un ampio ventaglio di variabili, tra cui in particolare:

- l'utilizzo atteso dell'attività da parte dell'entità, e se l'attività possa eventualmente essere gestita efficacemente da un altro gruppo di manager;
- i cicli di vita produttiva tipici dell'attività e le informazioni pubbliche sulle stime delle vite utili di attività simili impiegate in modo analogo;
- l'obsolescenza tecnica, tecnologica, commerciale o di altro tipo a cui è soggetta;
- la stabilità del settore economico in cui l'attività opera e i cambiamenti di domanda nel mercato dei prodotti o servizi originati dall'attività;
- le azioni che si suppone i concorrenti, attuali o potenziali, effettueranno;
- il livello di spese di mantenimento necessarie per ottenere i benefici economici futuri attesi dall'attività e la capacità e l'intenzione della società di raggiungere tale livello;



- il periodo di controllo sull'attività e i limiti legali o similari al suo utilizzo, quali, ad esempio, le scadenze dei rapporti di locazione in essere;
- se la vita utile dell'attività dipende dalla vita utile di altre attività che si detengono.

È evidente come i fattori rilevanti per determinare la vita utile di un intangibile:

- possano avere natura economica piuttosto che normativa;
- possano essere specifici dell'entità o caratterizzanti il settore in cui essa opera.

Per omogeneità di applicazione del metodo in esame, è stata prevista, in assenza di stime a medio lungo termine disponibili ed affidabili e dello stato in cui si trova la società proprietaria dei marchi, una vita utile attesa pari a **5 anni** per la totalità dei marchi in oggetto.

5.1.1.3. Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione corrisponde al tasso di remunerazione offerto da investimenti alternativi con analogo coefficiente di rischio: nella fattispecie, deve essere correttamente espresso nella forma del K_e , ossia il costo del capitale specifico dell'impresa (ovvero di un'impresa operante nel settore il cui marchio è oggetto di stima).

In particolare, si è provveduto alla sola determinazione del costo del capitale proprio del settore specifico che viene utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa aventi natura operativa (ovvero le *royalties* attese al netto dell'effetto fiscale) ed è strutturato come in appresso:

$$i = r_f + \beta \times r_p$$

Ove:



r_f = rendimento dei titoli privi di rischio
 β = coefficiente di rischio specifico proprio del settore
 r_p = premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato

Tale tasso esprime il saggio di rendimento richiesto da un generico investitore detentore di un portafoglio diversificato, per investire nella specifica realtà oggetto di analisi.

Il saggio normale di remunerazione degli investimenti senza rischio, o comunque caratterizzati da rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo, è rappresentato, per prassi comunemente accettata, dal tasso di interesse di titoli corporate con rating “AAA” ovvero titoli emessi da enti sovrani di paesi OCSE

Il sottoscritto ha assunto il rendimento medio dell’ultimo mese del *Bund* a 10 anni al 1 dicembre 2016, pari allo 0,24%.

Come già detto l’intensità del rischio d’impresa è composta da un rischio sistematico r_p pari ad $(r_e - r_f)$ e da un coefficiente di rischio specifico “ β ” e può essere meglio illustrata dalla seguente formula:

$$\text{premio per il rischio specifico} = (r_e - r_f) \times \beta$$

Ove:

r_e = tasso di rendimento degli investimenti azionari.

r_f = rendimento dei titoli privi di rischio

Il rischio sistematico è proprio di ciascun mercato azionario e viene stimato nella misura del differenziale, rispetto al rendimento degli investimenti privi di rischio, del rendimento degli investimenti azionari per periodi di tempo anche molto prolungati. Nel caso di specie si è assunto il premio per il rischio degli investimenti azionari, al netto del rendimento degli investimenti *free risk*, nella



misura del 8,11% (fonte: *Damodaran*) per il mercato Italia (ricependo quindi il rischio paese specifico del mercato Italia).

Il rischio specifico β è, come detto, correlato alla singola impresa e consiste nella misurazione della sensibilità del corso dei titoli ai movimenti del mercato. Il portafoglio costituito da tutte le azioni del mercato presenta un β pari ad 1; i titoli con β maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti globali del mercato, presentando livelli di rischio più elevati, al contrario valori di β compresi tra 0 ed 1 sono associati a titoli che tendono a smorzare i movimenti del mercato e sono quindi meno rischiosi.

Al fine di individuare un valore il più possibile rappresentativo del coefficiente di rischio sistematico lo scrivente ha utilizzato un beta mediano di un paniere di società svolgenti attività assimilabili o comunque connesse al settore di riferimento nel mercato azionario. In particolare lo scrivente ha individuato i *beta unlevered* a 1 anno (*Fonte: Infinancials.com*) del paniere sotto riportato:

Company	EfCode	1-Year
Moleskine SpA	30457EI	0,39
Societe BIC SA	00375EF	0,47
Shanghai M&G Stationery Inc.	42168PC	0,82
IG Design Group plc	31660EX	0,75
ACCO Brands Corp.	36792NU	1,15
Sanrio Company, Ltd.	00981FJ	1,36
Luxottica Group S.p.A.	30086EI	0,29
Safilo Group S.p.A.	30335EI	0,36
Mitsubishi Pencil Co., Ltd.	90451FJ	1,13
KOKUYO Co., Ltd.	00813FJ	0,62
Henan Rebecca Hair Products Co.	31125PC	0,95
Newell Brands Inc	30106NU	1,12
Central Garden & Pet Co	35187NU	0,48
Xingye Leather Technology Co.	40592PC	1,42
Media		0,81

Il valore della media preso a riferimento per il calcolo risulta pari a 0,81.

A fini prudenziali e al fine di recepire correttamente:

- lo stato di insolvenza in cui versa la società titolare dei marchi
- il rischio di mancato realizzo del fatturato atteso per effetto dell'assenza dei prodotti contraddistinti dal mercato per oltre un anno

lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare ulteriori rettifiche al tasso di attualizzazione relativo al capitale di rischio nell'ordine del 5,0%.

In sintesi, i parametri utilizzati per la determinazione del tasso di attualizzazione, che risulta pari al **11,8%**, sono di seguito riportati:

Tasso risk free		0,24%
<i>Coefficiente beta unlevered</i>	<i>0,81</i>	
<i>Premio per il rischio di mercato</i>	<i>8,11%</i>	
Premio per il rischio di settore		6,55%
Extra premio		5,00%
Ke (costo del capitale unlevered)		11,8%

5.1.2. Metodo del costo di sostituzione (o costo storico)

Il criterio del costo di sostituzione (assimilabile a quello del costo storico) muove dal presupposto che l'impresa possa disporre di un marchio con potenzialità economiche equivalenti a quelle del bene intangibile già utilizzato dalla medesima, e di cui si desidera esprimere il valore corrente.

Il marchio viene quindi valutato in funzione del costo che si dovrebbe sostenere per rimpiazzarlo con un bene immateriale equivalente per funzione, caratteristiche e potenzialità.

Di seguito vengono individuati, laddove disponibili, gli oneri sostenuti a supporto/sviluppo di ciascun marchio, utilizzati per l'applicazione della metodologia in esame.



5.1.3. Metodo di Mercato

Il metodo di Mercato prevede che il valore delle attività immateriali venga stimato facendo riferimento ai prezzi pagati (e più di frequente ai multipli in essi impliciti) per attività identiche (eventualità remota) o simili. I prezzi (e i multipli) utilizzati per le stime, se necessario, devono essere “aggiustati”, vale a dire rettificati per tenere conto delle differenze fra l’attività oggetto della transazione presa a riferimento e quella della quale deve essere stimato il valore. Si tratta, come è noto, di una famiglia di metodi difficilmente utilizzabile in pratica, sono pochissime infatti le attività immateriali trattate in mercati attivi e di norma le informazioni circa i prezzi pagati per attività immateriali simili a quella da stimare non sono disponibili, e quand’anche lo fossero, sarebbe comunque molto difficile “aggiustare” i prezzi (e i multipli) corrispondenti.

Nel presente Parere tale metodologia viene applicata esclusivamente in presenza di offerte di acquisto o manifestazioni di interesse ricevute.

5.2. Cartorama

Il marchio “Gruppo Cartorama” unitamente alle sue declinazioni e ai marchi ad esso strettamente connessi (Artena, CDS, ecc.), negli anni antecedenti alla crisi che ha coinvolto la società, rappresentava l’*asset* e l’elemento distintivo del Gruppo riconosciuto dai canali di distribuzione *retail* (e GDO con il marchio CDS) in cui l’impresa riusciva a penetrare e permanere con elevati livelli di successo.

Negli anni successivi:

- il dissesto della società e del gruppo Cartorama (con il conseguente avvio della procedura di concordato e successivamente con la dichiarazione di fallimento);



- la crisi finanziaria e dei mercati reali che ha colpito il mondo intero;

hanno minato profondamente il successo del marchio suddetto e hanno disgregato l'avviamento e la rete commerciale di cui la società si avvaleva, riducendo progressivamente la quota di mercato che, nel 2015 e 2016, si è sostanzialmente azzerata.

Come già spiegato in precedenza inoltre si segnala che:

- la società proprietaria del marchio Gruppo Cartorama, non ha dipendenti (se non pochissime risorse nell'area amministrativa) e non svolge né attività produttiva né attività commerciale;
- non vi sono licenziatari del marchio e le licenze di cui la società era essa stessa licenziataria sono cessate;
- ormai da diverso tempo, il marchio non è sostenuto con adeguati investimenti in comunicazione e sui mercati di sbocco è evidente la sopraggiunta mancanza di fiducia riconosciuta dai clienti per effetto della crisi in cui la società è caduta.

Ai fini della stima del probabile prezzo di mercato del marchio Gruppo Cartorama va considerato, in particolare, quanto segue:

- non si dispone di ricerche di mercato dalle quali possa essere desunto il grado di notorietà del marchio in questione;
- come già spiegato in precedenza, in base a quanto riferitoci, ormai da diverso tempo, il marchio non è sostenuto con adeguati investimenti in comunicazione;
- non si dispone di un piano industriale dal quale possano essere desunti gli investimenti necessari per rilanciare il marchio e i risultati che, ragionevolmente, potrebbero essere conseguiti attraverso il predetto rilancio. Peraltro, per il suo rilancio, dovrebbero necessariamente essere



riattivati contratti di licenza per operare nel settore del *licensing*, il che richiederebbe ancora notevoli investimenti. Lo stato di insolvenza e la perdita di fiducia da parte del mercato (sia di sbocco che da quello dei potenziali licenzianti) da un lato accresce i costi di un eventuale rilancio e, dall'altro, riduce la probabilità che lo stesso possa avere successo;

- non è possibile individuare un campione sufficientemente ampio di transazioni recenti aventi a oggetto marchi realmente comparabili da assumere come *benchmark*;
- in base a quanto riferitoci, di recente, vi sono stati dei colloqui preliminari con alcuni interlocutori potenzialmente interessati ad acquistare il marchio Gruppo Cartorama. In particolare sono state ricevute:
 - una offerta da parte di un operatore del settore per l'acquisto dei Marchi "Glitter" e "Cartorama" al prezzo di Euro 25.000, dei quali circa 10/15.000 sono stati offerti inizialmente per il marchio Glitter;
 - una offerta da parte di un legale per conto di un suo cliente interessato all'acquisto dei marchi Cartorama, del loro avviamento, incluso quello creato sulla ragione sociale e la possibilità di inserire il segno CARTORAMA nella ragione sociale di una nuova società che potrà essere creata unitamente o successivamente all'acquisto. L'offerta avanzata è di Euro 30.000 e risulterebbe condizionata ad un diritto di prelazione per l'acquisto nel caso in cui vengano presentate offerte superiori. Inoltre pur non dimostrando interesse agli *stock* in essere, l'offerente sarebbe disposto ad acquistarli separatamente anche qualora sia presente su di essi la ragione sociale "Cartorama".



Ciò considerato, e stante l'impossibilità di applicazione di metodologie alternative, il probabile prezzo di mercato del marchio Gruppo Cartorama può ragionevolmente indicarsi in misura pari a **Euro 30 migliaia** sulla base delle offerte ricevute.

5.3. Galvas

Per quanto concerne il marchio Galvas e le sue declinazioni, l'unico metodo applicabile risulta quello del *royalty rate*.

Infatti:

- non si dispone dei costi storici sostenuti per lo sviluppo e mantenimento del marchio e pertanto non è possibile determinarne il valore attraverso il metodo del costo di sostituzione (o costo storico);
- il marchio unitamente all'azienda è oggetto di un contratto di affitto con l'affittuaria Galvas 2015 S.r.l.. Il contratto prevede la locazione del ramo (inclusivo del diritto di uso dei marchi "Galvas", "Incanto", "Noel Galvas" e "Ogami" per contrassegnare tutti i prodotti commercializzati dall'affittuario, nonché tutta la sua corrispondenza ed il materiale commerciale di qualsiasi natura) operante nella commercializzazione e produzione dei prodotti utilizzando il marchio in analisi. Il termine di tale contratto è fissato in data 31 dicembre 2017, mentre il canone convenuto è di Euro 3.500 mensili, oltre ad un importo pari ad Euro 7.500 per servizi aggiuntivi che Fallimento Gruppo Cartorama S.r.l. offre all'affittuario. Viene concesso, inoltre, alla società Galvas 2015 S.r.l. il diritto di opzione, ai sensi dell'art. 1331 c.c. per l'acquisto del ramo di azienda oggetto di affitto. Il prezzo di acquisto del detto ramo di azienda viene predeterminato come fisso ed invariabile in Euro 350.000, e comprende la cessione della titolarità dei marchi.

Quanto sopra, seppur di conforto, ad avviso dello scrivente non appare elemento sufficiente, per fare affidamento sull'applicazione del metodo



di mercato, essendo l'importo alla base dell'offerta inclusivo di altri elementi oltre al marchio (avviamento commerciale, personale, ecc.).

Di seguito quindi viene rappresentata l'applicazione del metodo prescelto.

5.3.1. Il metodo delle *royalties*

Per la determinazione del valore del marchio, applicando le previsioni del *royalty rate method*, si assume che il medesimo corrisponda al valore attuale delle *royalties* future derivanti dalla cessione in uso a terzi del marchio.

I parametri utilizzati nell'applicazione del metodo (come anche sopra indicato) sono:

- *royalty rate*: 3,5%;
- vita utile attesa: 5 anni;
- fatturato di riferimento: per il primo anno dei 5 considerati, pari alla media (Euro 1.958 migliaia) del fatturato realizzato negli anni 2013-2015, decrescente successivamente nella misura del 10% annuo, in considerazione dell'assenza di previsti e significativi investimenti pubblicitari nel calcolo del valore;
- onere fiscale: 27,9% delle *royalties* stimate;
- tasso di attualizzazione delle *royalties* future: 11,8%.

La tabella seguente riporta in sintesi la valutazione del marchio in applicazione del metodo illustrato (valori in migliaia di Euro):

	2017	2018	2019	2020	2021
Fatturati	1.958	1.919	1.880	1.841	1.802
Royalty rate	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Royalties lorde	69	67	66	64	63
Impatto fiscale	(19)	(19)	(18)	(18)	(18)
Royalties nette	49	48	47	46	45
Valore attuale royalties nette	44	39	34	30	26

dalla quale si evince un valore del marchio oggetto di stima – dato dalla sommatoria dei valori attuali delle *royalties* nette attese – pari ad arrotondati **Euro 175 migliaia.**

5.4. Ogami

Relativamente al marchio Ogami, disponendo di informazioni relative ai costi sostenuti per lo sviluppo e il mantenimento del marchio, oltre al *royalties rate method* è possibile applicare anche il metodo del costo di sostituzione.

Al contrario non risulta applicabile il metodo di mercato non essendo state ricevute offerte di acquisto o manifestazioni di interesse relative al marchio in oggetto.

5.4.1. Il metodo delle royalties

Per la determinazione del valore del marchio, applicando le previsioni del *royalty rate method*, si assume che il medesimo corrisponda al valore attuale delle *royalties* future derivanti dalla cessione in uso a terzi del marchio.

I parametri utilizzati nell'applicazione del metodo (come anche sopra indicato) sono:

- *royalty rate*: 7%;
- vita utile attesa: 5 anni;
- fatturato di riferimento: per il primo anno dei 5 considerati, pari alla media (Euro 269 migliaia) del fatturato realizzato negli anni 2013-2015, decrescente successivamente nella misura del 10% annuo, in considerazione dell'assenza di previsti e significativi investimenti pubblicitari nel calcolo del valore;
- onere fiscale: 27,9% delle *royalties* stimate;



- tasso di attualizzazione delle *royalties* future: 11,8%.

La tabella seguente riporta in sintesi la valutazione del marchio sulla base del metodo (valori in migliaia di Euro):

	2017	2018	2019	2020	2021
Fatturati	269	263	258	253	247
Royalty rate	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Royalties lorde	19	18	18	18	17
Impatto fiscale	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Royalties nette	14	13	13	13	12
Valore attuale royalties nette	12	11	9	8	7

dalla quale si evince un valore del marchio oggetto di stima – dato dalla sommatoria dei valori attuali delle *royalties* nette attese – pari ad arrotondati **Euro 50 migliaia**.

5.4.2. Il metodo del costo di sostituzione

Di seguito sono esposti i costi sostenuti (indicatore essenziale per l'applicazione della metodologia di cui al presente paragrafo) per il marchio, forniti dalla società e pari a complessivi Euro 497.567:

- oneri pluriennali per Euro 310.050;
- costi per cataloghi per Euro 12.581;
- costi per pubblicità per Euro 1.316;
- costi per ricerca e sviluppo per Euro 829;
- costi per lo sviluppo e la campagna promozionale del prodotto per Euro 159.171;
- costi per fiere per Euro 12.620.

Tali costi sono stati sostenuti negli anni 2011-2014. Al fine di recepire la perdita di valore derivante dal trascorrere del tempo si è provveduto ad



abbattere il costo storico nella misura forfettaria del 20% annuo dalla data di sostenimento sino al 31 dicembre 2016.

Da tale procedimento si ottiene una riduzione del costo storico nell'ordine del 90% che conduce ad una valorizzazione del marchio di arrotondati **Euro 50 migliaia**.

5.5. Packster

Per quanto attiene il marchio Packster sono applicabili tutti e tre i metodi succitati, in quanto oltre ai costi sostenuti per il mantenimento e lo sviluppo del marchio è stata ricevuta un'offerta per l'acquisto di quest'ultimo.

5.5.1. Il metodo delle royalties

Per la determinazione del valore del marchio, applicando le previsioni del *royalty rate method*, si assume che il medesimo corrisponda al valore attuale delle *royalties* future derivanti dalla cessione in uso a terzi del marchio.

I parametri utilizzati nell'applicazione del metodo (come anche sopra indicato) sono:

- *royalty rate*: 3.5%;
- vita utile attesa: 5 anni;
- fatturato di riferimento: per il primo anno dei 5 considerati, (Euro 1.313 migliaia) pari al fatturato realizzato nell'anno 2015, decrescente successivamente nella misura del 10% annuo, in considerazione dell'assenza di previsti e significativi investimenti pubblicitari nel calcolo del valore;
- onere fiscale: 27,9% delle *royalties* stimate;
- tasso di attualizzazione delle *royalties* future: 11,8%.



La tabella seguente riporta in sintesi la valutazione del marchio sulla base del metodo (valori in migliaia di Euro):

	2017	2018	2019	2020	2021
Fatturati	1.313	1.287	1.261	1.235	1.208
Royalty rate	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Royalties lorde	46	45	44	43	42
Impatto fiscale	(13)	(13)	(12)	(12)	(12)
Royalties nette	33	32	32	31	30
Valore attuale royalties nette	30	26	23	20	17

dalla quale si evince un valore del marchio oggetto di stima – dato dalla sommatoria dei valori attuali delle *royalties* nette attese – pari ad arrotondati **Euro 115 migliaia**.

5.5.2. Il metodo del costo di sostituzione

Di seguito sono esposti i costi sostenuti per il marchio, forniti dalla società e pari a complessivi Euro 25.672:

- costi per ricerca e sviluppo per Euro 1.872;
- costi per focus Euro 15.000;
- costi per fiere per Euro 8.800.

Tali costi sono stati sostenuti nell'anno 2015. Al fine di recepire la perdita di valore derivante dal trascorrere del tempo si è provveduto ad abbattere il costo storico nella misura forfettaria del 20% annuo dalla data di sostenimento sino al 31 dicembre 2016.

Da tale procedimento si ottiene una riduzione del costo storico nell'ordine del 40% che conduce ad una valorizzazione del marchio di arrotondati **Euro 15 migliaia**.

5.5.3. Il metodo di Mercato

In relazione al marchio “Packster” è pervenuta alla società una proposta di acquisto da parte di una piccola azienda italiana che produce accessori e borse, per un importo pari ad Euro 5.000.

Il valore del marchio per il mercato è quindi pari ad **Euro 5 migliaia**.

5.6. Kubo

Non essendo pervenute alla società offerte di acquisto da parte di soggetti interessati al marchio Kubo, non risulta applicabile il metodo di mercato. Al contrario avendo ricevuto un dettaglio dei costi sostenuti per il mantenimento del marchio, oltre al *royalties rate method*, è stato possibile applicare il metodo del costo di sostituzione.

5.6.1. Il metodo delle royalties

Per la determinazione del valore del marchio, applicando le previsioni del *royalty rate method*, si assume che il medesimo corrisponda al valore attuale delle *royalties* future derivanti dalla cessione in uso a terzi del marchio.

I parametri utilizzati nell'applicazione del metodo (come anche sopra indicato) sono:

- *royalty rate*: 3,5%;
- vita utile attesa: 5 anni;
- fatturato di riferimento: per il primo anno dei 5 considerati, pari alla media (Euro 458 migliaia) del fatturato realizzato negli anni 2013-2015, decrescente successivamente nella misura del 10% annuo, in considerazione dell'assenza di previsti e significativi investimenti pubblicitari nel calcolo del valore;



- onere fiscale: 27,9% delle *royalties* stimate;
- tasso di attualizzazione delle *royalties* future: 11,8%.

La tabella seguente riporta in sintesi la valutazione del marchio in applicazione del metodo illustrato (valori in migliaia di Euro):

	2017	2018	2019	2020	2021
Fatturati	458	449	439	430	421
Royalty rate	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Royalties lorde	16	16	15	15	15
Impatto fiscale	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Royalties nette	12	11	11	11	11
Valore attuale royalties nette	10	9	8	7	6

dalla quale si evince un valore del marchio oggetto di stima – dato dalla sommatoria dei valori attuali delle royalties nette attese – pari ad arrotondati **Euro 40 migliaia**.

5.6.2. Il metodo del costo di sostituzione

Di seguito sono esposti i costi sostenuti per il marchio, forniti dalla società e pari a complessivi Euro 60.286:

- costi per ricerca e sviluppo del prodotto per Euro 30.000;
- costi per ricerca e sviluppo del marchio per Euro 1.872;
- costi per cataloghi 4.640;
- costi per fiere per Euro 30.774.

Tali costi sono stati sostenuti nell'anno 2014 e 2015. Al fine di recepire la perdita di valore derivante dal trascorrere del tempo si è provveduto ad abbattere il costo storico nella misura forfettaria del 20% annuo dalla data di sostenimento sino al 31 dicembre 2016.



Da tale procedimento si ottiene una riduzione del costo storico nell'ordine del 60% che conduce ad una valorizzazione del marchio di arrotondati **Euro 25 migliaia**.

5.7. Glitter

Per quanto concerne il marchio Glitter, oltre al metodo delle *royalties* e a quello del costo sostenuto, potrebbe essere applicabile il metodo di mercato in quanto è stata ricevuta un'offerta per l'acquisto del marchio.

5.7.1. Il metodo delle royalties

Per la determinazione del valore del marchio, applicando le previsioni del *royalty rate method*, si assume che il medesimo corrisponda al valore attuale delle *royalties* future derivanti dalla cessione in uso a terzi del marchio.

I parametri utilizzati nell'applicazione del metodo (come anche sopra indicato) sono:

- *royalty rate*: 3,5%;
- vita utile attesa: 5 anni;
- fatturato di riferimento: per il primo anno dei 5 considerati, pari alla media (Euro 240 migliaia) del fatturato realizzato negli anni 2014-2015, decrescente successivamente nella misura del 10% annuo, in considerazione dell'assenza di previsti e significativi investimenti pubblicitari nel calcolo del valore;
- onere fiscale: 27,9% delle *royalties* stimate;
- tasso di attualizzazione delle *royalties* future: 11,8%.

La tabella seguente riporta in sintesi la valutazione del marchio in applicazione del metodo illustrato (valori in migliaia di Euro):



	2017	2018	2019	2020	2021
Fatturati	240	235	230	225	221
Royalty rate	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Royalties lorde	8	8	8	8	8
Impatto fiscale	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Royalties nette	6	6	6	6	6
Valore attuale royalties nette	5	5	4	4	3

dalla quale si evince un valore del marchio oggetto di stima – dato dalla sommatoria dei valori attuali delle royalties nette attese – pari ad arrotondati **Euro 20 migliaia**.

5.7.2. Il metodo del costo di sostituzione

Di seguito sono esposti i costi sostenuti per il marchio, forniti dalla società e pari a complessivi Euro 35.355:

- costi per studio e progettazione per Euro 1.580;
- costi per focus Euro 3.000;
- costi per fiere per Euro 30.775.

Tali costi sono stati sostenuti nell'anno 2014 e 2015. Al fine di recepire la perdita di valore derivante dal trascorrere del tempo si è provveduto ad abbattere il costo storico nella misura forfettaria del 20% annuo dalla data di sostenimento sino al 31 dicembre 2016.

Da tale procedimento si ottiene una riduzione del costo storico nell'ordine del 60% che conduce ad una valorizzazione del marchio di arrotondati **Euro 15 migliaia**.

5.7.3. Il metodo di Mercato

È stata ricevuta una proposta di acquisto del marchio “Glitter”, unitamente al marchio Cartorama da un operatore del settore per un importo pari a complessivi Euro 25.000, di cui 10.000/15.000 per il solo marchio Glitter.

Il valore del marchio quindi per il mercato è quantificabile in **Euro 15 migliaia**.

5.8. Sintesi

Nella tabella seguente sono sintetizzati i valori ottenuti in applicazione delle metodologie prescelte per ciascun marchio oggetto del presente Parere (valori in migliaia di Euro)

	<i>Royalties</i>	<i>Costo sostituzione</i>	<i>Mercato</i>
GRUPPO CARTORAMA			30
KUBO	40	25	
PACKSTER	115	15	
GALVAS	175		5
OGAMI	50	50	
GLITTER	20	15	15

6. CONCLUSIONI

Alla luce dei risultati ottenuti e delle ulteriori considerazioni di ragionevolezza e coerenza degli stessi, lo scrivente ritiene di poter indicare per i marchi oggetto del presente Parere i seguenti valori/range di valori (migliaia di Euro):



GRUPPO CARTORAMA	30
KUBO	25-40
PACKSTER	15
GALVAS	175
OGAMI	50
GLITTER	15-20

Milano, li 16 gennaio 2017

Cristiano Proserpio

