

TRIBUNALE DI PESCARA

GIUDICE DELEGATO
Dott. Elio Bongrazio

Curatori Avv. Carlo Del Torto
Dott. Michele Pomponio

 **ASTE**
GIUDIZIARIE.it

FALLIMENTO xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx N. 65/2021 R.F.

 **ASTE**
GIUDIZIARIE.it

con sede legale in Pescara (PE) al Viale Giovanni Bovio n. 154,

PERIZIA DI STIMA

per la determinazione del valore del marchio

TERME DI CARAMANICO "LA SALUTE DAL 1576"

Pag.1

 **ASTE**
GIUDIZIARIE.it



"LA SALUTE" DAL 1576

 **ASTE**
GIUDIZIARIE.it

Sommario

1. INCARICO	3
2. LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E L'ATTIVITÀ SVOLTA.....	3
3. MARCHI DI PROPRIETÀ.....	3
4. LA SOCIETÀ PROPRIETARIA DEI MARCHI	3
4.1. ASPETTI IDENTIFICATIVI	4
4.2. CENNI STORICI	4
4.3. ASPETTI OPERATIVI.....	5
4.4. IDENTIFICAZIONE DEL MARCHIO OGGETTO DI VALUTAZIONE	5
5. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE DEL MARCHIO	6
5.1. ASPETTI DI NATURA GIURIDICA.....	6
5.2. ASPETTI DI NATURA ECONOMICO – AZIENDALE.....	7
5.2.1. I METODI DEL COSTO	9
5.2.2. I METODI BASATI SUI TASSI DI ROYALTY	11
5.2.3. I METODI EMPIRICI	13
6. I METODI UTILIZZATI PER LA STIMA DEL MARCHIO.....	13
7. LA VALUTAZIONE DEL MARCHIO; IL METODO DEI TASSI DI ROYALTIES	14
8. CONCLUSIONI	16



1. INCARICO

La Società DASI srl, C.F. e P.IVA 01926800671, con sede legale in Via Giovanni Fuschi snc – Zona Industriale San Nicolò a Tordino, Teramo (TE) nella persona del Legale Rappresentante, Dott. Franco Di Donatantonio, e-mail info@dasisrl.eu, PEC srl.dasi@pec.it, in data 17 gennaio 2022 riceveva l'incarico di Coadiutore tecnico e perito stimatore dall'Avv. Carlo Del Torto e dal Dott. Michele Pomponio per conto della xxxxxxxx
xxxxxxx

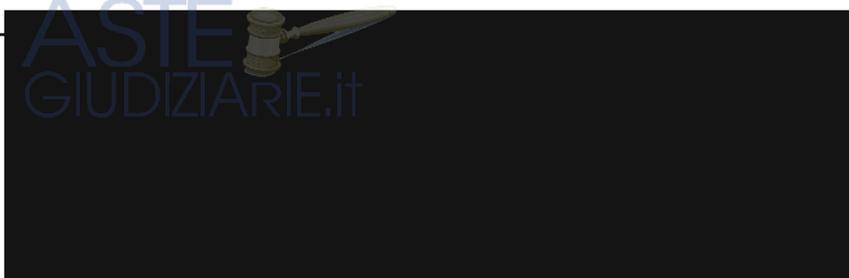
2. LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA E L'ATTIVITÀ SVOLTA

La presente perizia è stata predisposta sulla base della seguente documentazione:

- conti economici e stati patrimoniali della società xxxxxxxxxxxxxxxx per gli esercizi 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020 come depositati al registro imprese nonché le situazioni contabili al 31/12/2021 (all. 1)
- visura storica della Camera di Commercio (all.2)
- statuto societario (all. 3)
- visure dei marchi (all. 4)

3. MARCHI DI PROPRIETÀ

Dalla ricerca effettuata risulta che sono depositati tre marchi la cui proprietà industriali è della xxxxxxxx
xxxxxxxxxxxxx



A seguito dell'attento esame della documentazione e di riflessioni approfondite riteniamo opportuno concentrarci sul marchio **TERME DI CARAMANICO – "LA SALUTE" DAL 1576** in quanto, sia "xxxxxxxxxx che "xxxxxxx" non risultano essere marchi di rilevanza nazionale trattandosi di strutture ricettive facenti capo, commercialmente, ad un'unica azienda che racchiude in sé tutte le attività ricettive e per la cura della persona.

4. LA SOCIETÀ PROPRIETARIA DEI MARCHI



4.1. ASPETTI IDENTIFICATIVI

La società xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx aveva Sede Legale in xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx e Capitale Sociale sottoscritto e versato pari a euro 92.418,54.

I dati relativi alle iscrizioni obbligatorie della Società sono di seguito riportati:

- Iscrizione al Registro Imprese, codice fiscale e partita IVA xxxxxxxxxxxxxxx
- Repertorio Economico Amministrativo Nr PE - 70073.

L'oggetto sociale, in base all'art. 3 dello statuto sociale, recitava:

"La società ha per oggetto l'esercizio di stabilimenti termali e terapeutici, di industrie turistiche, alberghiere e sanitarie.

Si intendono compresi nello scopo sociale:

- a) l'acquisto, la costruzione, la vendita e l'affitto di beni mobili ed immobili e di attrezzature sanitarie, l'imbottigliamento e la vendita di acqua minerale;*
- b) l'impianto, l'acquisto, la vendita, l'assunzione - in qualunque modo ed anche sotto forma di partecipazione o interessenze - l'esercizio e la liquidazione di altre aziende aventi gli stessi scopi o scopi affini;*
- c) in genere qualsiasi operazione commerciale, industriale, mobiliare ed immobiliare che abbia relazione con lo scopo sociale; prestare avalli, fidejussioni ed ogni altra garanzia anche reale.*

Essa potrà esercitare l'attività di trasporto sia per conto proprio che di terzi.

Sono inibite alla società le operazioni finanziarie riservate a particolari soggetti qualificati e iscritti in appositi albi, a norma dei decreti legislativi n. 385/1995, n. 58/1998 e ss. mm. ii.."

La compagine societaria era composta da numerosi soci. Per il dettaglio si rimanda alla visura allegata (all. 2)

4.2. CENNI STORICI

La Società fu fondata nel 30/09/1988. L'attività della società in tutti questi anni è stata pressoché esclusivamente incentrata sulla somministrazione di cure termali, sulla gestione ricettiva e sui trattamenti alla persona. Le cure termali venivano effettuate anche in convenzione con le Asl

Per svolgere dette attività avevano avuto in concessione lo sfruttamento delle sorgenti termali denominate "xxxxxxxx", "xxxxxxxx" e "xxxxxxxx"

4.3. ASPETTI OPERATIVI

La società ha operato fino al 2021 con tre strutture, tutte site nel comune di Caramanico Terme, vocate a diverse fasce di clientela e operanti tramite il marchio "TERME DI CARAMANICO":

- Terme xxxxxxxxxx, struttura volta alle cure termali anche in convenzione con le ASL
- Hotel xxxxxxxx struttura a servizio della clientela che usufruiva delle cure termali presso le Terme xxxxx
- Hotel xxxxxxx, struttura moderna dedicata ad una fascia di utenti medio alta che punta principalmente alla cura della persona ed al relax sempre nell'ottica della cura termale

Nel ricorso per ammissione al concordato gli istanti sottolineano come l'attività è proceduta per alcuni anni riportando risultati molto positivi con grande diffusione proprio del marchio "TERME DI CARAMANICO". Il punto forte dell'azienda viene descritto nell'alta qualità delle acque termali e dalla storia del sito che vanta un utilizzo già dal 1500 e che, a partire dal 1836, vede realizzato il primo stabilimento termale.

Tutt'oggi le xxxxxxxxxxxxxxxx sono conosciute ed apprezzate fra gli addetti ai lavori e, soprattutto, dai fruitori di cure termali.

4.4. IDENTIFICAZIONE DEL MARCHIO OGGETTO DI VALUTAZIONE

La Società possiede il marchio italiano **TERME DI CARAMANICO – "LA SALUTE" DAL 1576** come rinnovato con domanda n. 362019000008729 del 22/01/2019, data di registrazione 14/02/2019.

Pag.5

Detto marchio, consistente nella dicitura stilizzata **TERME DI CARAMANICO** in particolare grafia inserita in un'etichetta rettangolare con il lato superiore ovoidale e la dicitura "**LA SALUTE" DAL 1576** sotto tale etichetta. Non sono stati rivendicati colori. Si riporta immagine del marchio:



5. IL CRITERIO DI VALUTAZIONE DEL MARCHIO

La valutazione dei marchi si presta a considerazioni ed approfondimenti di carattere allo stesso tempo giuridico ed economico aziendale. In seguito verranno sinteticamente elencati alcuni aspetti rilevanti.

ASTE
GIUDIZIARIE.it

5.1. ASPETTI DI NATURA GIURIDICA

La vocazione della materia è transazionale, in quanto l'immaterialità del bene protetto mal si combina con una tutela delimitata territorialmente. Ciò non toglie che sia proprio il principio di territorialità a governare la disciplina, sia pur "dilatato" dalle numerose fonti internazionali che costellano il diritto delle esclusive industriali ed in particolare quello dei marchi. Di seguito si suddividono schematicamente le principali fonti normative in ragione della loro portata territoriale:

a) Le fonti interne:

- Codice Civile (artt. 2569-2574);
- Codice dei Diritti di Proprietà Intellettuale (d.lgs. 10 febbraio 2005, n. 30);
- Decreto Ministeriale n. 53 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 56 del 9 marzo 2010;
- supplemento ordinario n. 48 (Regolamento di attuazione del Codice di Proprietà Industriale di cui al DLgs 30/2005);
- Decreto Legislativo 18 marzo 1996, n. 198.

Pag.6

b) Le fonti comunitarie:

- Direttiva CE 22 ottobre 2008, n. 95, che ha interamente sostituito, abrogandola espressamente, la previgente direttiva CEE 21 dicembre 1988, n. 104, sul riavvicinamento delle legislazioni degli Stati Membri in materia di marchi d'impresa e codificando in un unico strumento normativo le sue disposizioni, come modificate con la decisione del Consiglio 92/ 10/ CE;
- Regolamento CE 20 dicembre 1993, n. 40, sul Marchio Comunitario che sancisce le norme per la registrazione ed il mantenimento dei marchi comunitari;
- Regolamento CE 13 dicembre 1995, n. 2868, recante le modalità di esecuzione del
- Regolamento CE 20/12/1993, n. 40;
- Direttiva CE 29 aprile 2004, n. 48, sul rispetto dei diritti di proprietà intellettuale (c.d. direttiva enforcement);
- Regolamento CE 26 febbraio 2009, n. 207, che incorpora tutte le modifiche, fino a tale data, che interessano il regolamento iniziale.

c) Le fonti internazionali:

- Convenzione di Unione di Parigi (CUP) per la protezione della Proprietà Industriale del 20 marzo 1883;
- Accordo sugli aspetti dei diritti di proprietà intellettuale attinenti al commercio (TRIPs) del 15 aprile 1994;
- Accordo di Madrid per la registrazione internazionale dei marchi del 14 aprile 1891; - Protocollo relativo all'accordo di Madrid per la registrazione internazionale dei marchi del 27 giugno 1989.

Per quanto di interesse della presente relazione di stima, è opportuno segnalare che la evoluzione normativa si è caratterizzata "inter alia", per un progressivo indebolimento e, in seguito, per l'abbandono, del riconoscimento della funzione propria del marchio quale indicatore di provenienza dei beni o dei servizi immessi sul mercato e pertanto, in ultima analisi, del legame tra marchio e azienda. Questa evoluzione ha inciso considerevolmente anche sul regime di trasferibilità (e pertanto di autonomia economica) del marchio che già dalla riforma introdotta con il D. Lgs 480/82 veniva generalmente consentita a prescindere dalla contestuale cessione di qualsiasi altro elemento aziendale, "purché in ogni caso dal trasferimento o dalla licenza non derivi inganno in quei caratteri dei prodotti o servizi che sono essenziali nell'apprezzamento del pubblico". Il progressivo spostamento dell'attenzione sul diritto alla tutela del "segno", a prescindere da ogni specifica funzione distintiva dei prodotti o servizi contrassegnati, è stato ulteriormente rafforzato successivamente dal DLgs 198/ 1996 che, come riconosciuto da autorevole dottrina, ha condotto a prescindere totalmente "dalla sussistenza di una possibile confusione, configurare pertanto una tutela assoluta del marchio, vale a dire un vero e proprio monopolio totale sul segno che ricorda assai più il diritto dell'autore che non quelli sui segni distintivi" (A. Vanzetti ~ C. Galli, *La nuova legge dei marchi*" Giuffrè, 2001, pagg. 18~19).

Pag.7

5.2. ASPETTI DI NATURA ECONOMICO – AZIENDALE

I marchi appartengono alla categoria concettuale che in dottrina viene indicata con la formula di "intangibili specifici". Questa tipologia di asset immateriali è connotata dalle seguenti caratteristiche distintive (finalizzate soprattutto a differenziarla dall'avviamento): - Separabilità, ovvero derivazione da diritti contrattuali o legali;

- Misurabilità;
- Potenziale corrispondente ad uno "scenario di utili" ovvero ad una capacità di reddito differenziale conseguente alla loro presenza in un compendio aziendale.

Ciò constatato, si rende necessario, in via preliminare all'analisi delle tecniche di valutazione del marchio, un sintetico inquadramento della materia nell'ambito del più ampio problema della valutazione dei cc.dd "beni immateriali d'impresa".

Tale problema è venuto ad avere un peso sempre più rilevante al crescere tra gli studiosi delle consapevolezze che, nell'era della c.d. knowledge-based economy, non è solo il capitale inteso in senso classico (ossia in senso "fisico" e/ o "finanziario") a determinare il successo di un'impresa sul mercato. Ciò vale anche in considerazione del fatto che negli ultimi 20 anni il differenziale tra il patrimonio netto contabile e la capitalizzazione di borsa delle società quotate nei vari mercati si è via via espanso, allo stesso tempo facendo perdere di rappresentatività i bilanci e fornendo l'assist per l'adozione di principi contabili internazionali che dessero sempre più spazio all'evidenziazione di immobilizzazioni immateriali quali marchi, brevetti ed avviamento (IAS 36 e IAS 38).

L'accresciuta coscienza del problema della valutazione degli intangibles è anche testimoniata dal gran numero di lavori tecnici che sono stati elaborati negli ultimi anni. Peraltro, nonostante il notevole sforzo di elaborazione teorica profuso in tale campo, è necessario rilevare come la dottrina riconosca in modo pressoché uniforme che il problema della misura del valore degli "intangibili specifici" non abbia ancora raggiunto un livello che possa considerarsi soddisfacente.

Pag.8

Vi sono diverse ragioni per cui la valutazione dei beni immateriali rappresenta un problema, la prima delle quali deve ricercarsi, essenzialmente, nella mancanza di una base di conoscenze comune e condivisa tra i vari operatori che possono avere interesse in tale processo valutativo. Al riguardo, si deve osservare che non esiste neppure una definizione di beni immateriali che possa dirsi comunemente accettata.

Inoltre occorre considerare la difficoltà per il legittimo proprietario di un bene immateriale di escludere i terzi dal godere, illecitamente, di una porzione dei benefici derivanti dal bene immateriale stesso. La difficoltà nel poter sfruttare appieno il valore insito in un bene immateriale da parte del legittimo proprietario aumenta il tasso di rischiosità connesso all'investimento in tale tipologia di servizi (si tratta del fenomeno noto come vacue dissipation) e rende più complessa la valutazione da parte dei soggetti interessati (e, segnatamente, dei potenziali investitori) per i quali è spesso necessario predisporre di previsioni di flussi di cassa attendibili.

Un altro fattore che rende la valutazione dei beni immateriali particolarmente difficoltosa, è il fatto che essi non sono venduti su mercati regolamentati e trasparenti come invece accade per i beni materiali e la ragione di ciò è la parziale limitazione del diritto di proprietà che, come si visto sopra, è, di fatto, subita dai legittimi proprietari nonché le forti asimmetrie informative (ossia il diverso livello di conoscenza delle caratteristiche dei beni immateriali) tra venditori e compratori. La non commercializzazione dei beni immateriali causa,

quindi, gravi difficoltà nelle valutazioni poiché spesso le tecniche estimative si fondano sull'esistenza di transazioni comparabili. Se, sotto il profilo teorico, la valutazione dei beni immateriali in genere presenta le difficoltà sopra brevemente accennate, la pratica economica non ha potuto comunque eludere l'esigenza di elaborare metodi che, per quanto perfettibili, consentissero di stimare il valore di specifici beni immateriali, quali, ad esempio, i marchi.

Con riferimento alle tecniche estimative, si deve rilevare come la dottrina e la pratica abbiano elaborato almeno tre approcci possibili, ognuno declinato in diverse versioni pratiche, tutti caratterizzati da elevati gradi di incertezza circa i risultati che consentono di ottenere, in ragione della mancanza di tecniche e parametri di generale accettazione nonché per la frequente difficoltà a reperire le informazioni necessarie per l'elaborazione delle stime.

Vi è convergenza nel ritenere che alla loro valutazione siano applicabili, a seconda dei contesti valutativi, uno o più dei seguenti metodi:

- 1) metodi del costo;
- 2) metodi di mercato basati sui tassi di royalty;
- 3) metodi degli indicatori empirici;

5.2.1. I METODI DEL COSTO

Nei metodi basati sul costo, il valore del marchio viene calcolato attraverso la determinazione della quantità di risorse monetarie necessarie per ricreare un marchio identico o che almeno consenta di godere degli stessi vantaggi competitivi del marchio oggetto di valutazione. In pratica, poi, l'analisi viene effettuata indagando su quanto sia costato costruire il brand o sulla base di quanto possa costare ricrearlo.

Tali criteri possono classificarsi in funzione della alternativa configurazione di costo assunta a fondamento della valutazione.

Metodo del costo storico aggiornato

Tale criterio di misurazione si basa sulla riespressione a valori correnti dei costi sostenuti in passato per sviluppare il marchio, indipendentemente dalla loro capitalizzazione in bilancio. Al riguardo la dottrina ha evidenziato come l'ipotesi implicita di tale metodo è che gli investimenti che si resero necessari in passato per la realizzazione del marchio continuino ad essere espressivi, sia sotto il profilo della tipologia che dell'ammontare, dei costi che si dovrebbero sostenere alla data di riferimento della valutazione.

L'applicazione pratica di tale metodo richiede dunque alcune cautele, poiché esso, di fatto, recepisce la condizione di staticità nel tempo del contesto ambientale e delle variabili aziendali in cui si è formato il marchio. Tale condizione di staticità può essere considerata compatibile solo con settori industriali che siano caratterizzati da un contesto strutturale e competitivo statico o, al più, ripetitivo. Una ulteriore ragione di cautela risiede nel fatto che tale metodo di stima prescinde da qualsiasi apprezzamento circa il livello di efficienza con cui sono state utilizzate le risorse per l'acquisizione del marchio. Infatti, tale metodo conduce soltanto ad una riesposizione a valori monetari correnti dei costi sostenuti in passato, senza entrare nel merito del grado di efficienza raggiunto dalle risorse impiegate.



Metodo del costo storico residuale

Il metodo consiste nell'accertamento dei costi che storicamente sono stati necessari per la formazione di intangibili; se del caso, nel loro allineamento monetario e nella loro riduzione per tener conto della residua utilità.

Metodo del costo di riproduzione

Pag.10

Questo procedimento consiste nella stima di quanta costerebbe ricreare oggi gli intangibili oggetto di valutazione, cioè nella stima degli oneri da sostenere per riprodurli.

Il primo passo del processo valutativo richiede di individuare le componenti di costo significative o rilevanti. il calcolo può avvenire:

- secondo criteri analitici: ossia individuando puntualmente volumi di attività necessari e prezzi unitari. In particolare nel caso della valutazione di un marchio occorre valutare l'ammontare delle spese di pubblicità necessarie a far raggiungere al marchio stesso un certo grado di notorietà presso il pubblico dei potenziali fruitori dei servizi offerti, nonché la loro ripartizione nel tempo (al fine di poter aggiornare i costi eventualmente differiti);
- sulla base di indici: utilizzando, quindi, coefficienti che applicati alla spesa annuale sopportata, consentono di esprimere l'impegno economico necessario per riprodurre, a prezzi correnti, il marchio oggetto della valutazione. Il costo di riproduzione ottenuto con uno dei due metodi sopra indicati, viene solitamente sottoposto a rettifica per tener conto dello stato d'uso del bene. Una formula che spesso viene adottata a tal fine è la seguente: $V = Cr * Vr / Vt$ dove:

Cr = costo di riproduzione

Vr = vita residua del bene

Vt = vita totale del bene

ASTE
GIUDIZIARIE.it

I metodi basati sui costi di riproduzione, frequentemente utilizzati per intangibile di diversa natura (quali brevetti e software), non trovano invece agevole applicazione per i marchi e le insegne, a cagione della varietà e della complessità della struttura dei costi per lo sviluppo di tali beni (costi di ideazione del marchio e di verifica della sua capacità distintiva, costi di design, costi di registrazione, costi di promozione, pubblicità e marketing), al punto che non se ne ritiene corretta l'applicazione se non in situazioni particolari di investimenti connessi ad uno specifico prodotto, agevolmente enucleabili dal coacervo dei costi sostenuti per il lancio ed il consolidamento del prodotto stesso.

Una qualsiasi analisi del valore di un marchio deve necessariamente passare attraverso la conoscenza della storia passata di creazione del marchio stesso e quindi necessariamente anche degli investimenti effettuati nel tempo per creare e successivamente sostenere il marchio. Ma non è sufficiente. Il valore del marchio deriva infatti non solo dal passato, ma dai flussi che sarà in grado di generare in futuro per l'azienda che lo possiede. La conoscenza della storia passata del marchio e del settore è però condizione necessaria, seppure non sufficiente, per poter prevedere con un certo grado di accuratezza i flussi futuri.

Pag.11

5.2.2. I METODI BASATI SUI TASSI DI ROYALTY

Tali metodi costituiscono di fatto il confine tra le tecniche riferite ai risultati economici ed i criteri empirici, in quanto si fondano sull'attualizzazione dei flussi di royalty ottenibili sul mercato grazie alla cessione di licenze d'uso.

Il metodo del tasso di royalty si basa sull'assunto che il valore di un marchio corrisponde alle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi dello stesso. Le royalties vengono stimate in funzione di parametri specifici (ad esempio il fatturato annuo, di seguito indicato con la nozione "Si") ed il tasso di royalty (di seguito indicate con la notazione "r") vien stimato sulla base di comparazioni con transazioni omogenee. Solitamente si può assumere che i proventi ($r * Si$) derivanti dallo sfruttamento di un marchio siano distribuiti su un certo arco temporale (composto di n anni), cosicché si rende necessario attualizzarli. In formula matematica il valore dei marchi (vi) è il seguente:

$v_i = r * S_i * V_s$ dove

r = tasso di royalties identificato attraverso la comparazione con transazioni omogenee di mercato;

s_i = vendite attese nell'arco di periodo corrispondente alla vita utile residua del marchio

V_s = coefficiente di attualizzazione

ASTE
GIUDIZIARIE.it

Qualora sia necessario, la formula può essere modificata per considerare i costi necessari a conservare il marchio (ad esempio le spese per campagne pubblicitarie)

Punto centrale della tecnica estimativa basata sul tasso di royalty è quello dell'identificazione di un adeguato numero di transazioni comparabili dalle quali si possa dedurre un intervallo di tassi applicati sul mercato.

Dopo aver identificato un intervallo di possibili tassi di royalty, occorre procedere alla c.d. brand strength analysis, ossia alla valutazione della "forza del marchio"; tale analisi è necessaria al fine di poter scegliere quale tasso adottare tra quelli compresi nell'intervallo. La forza del marchio rispetto al mercato viene di solito valutata mediante il ricorso ad una serie di indicatori (key drivers) quali, ad esempio:

- La percezione sul mercato;
- La fedeltà dei consumatori;
- La longevità del marchio;
- La share of voice, cioè il peso della pubblicità.

Risulta evidente dalla semplice lettura della formula come costituiscono punto focale dell'intero i seguenti fattori:

- saggio d'interesse;
- saggio di royalties.

Al riguardo, si evidenzia come, nella pratica, sia spesso utilizzata la formula $i = R_f + (R_m - R_f) * b$ dove

r_f = Rendimento corrente degli investimenti a lunga scadenza (titoli di stato)

R_m = Rendimento medio del mercato azionario

b = coefficiente di rischio specifico del settore di riferimento

ASTE
GIUDIZIARIE.it

5.2.3. I METODI EMPIRICI

Si basano sui dati espressi dalle Transazioni di mercato e si sostanziano nell'applicazione di una percentuale ovvero di un moltiplicatore ad una grandezza idonea a qualificare il segno distintivo oggetto di stima quale fattore critico di successo.

Tali grandezze sono solitamente il fatturato del marchio, il margine operativo del fatturato per marchio, ecc. Tuttavia tali metodi sono solo scarsamente utilizzati per via della mancanza, come detto nelle premesse, di un valido mercato per i marchi d'impresa, al punto che risulta alquanto difficile differenziare il mercato dell'M&A, avente come volano il prezzo delle imprese, da quello del mercato dei marchi.



6. I METODI UTILIZZATI PER LA STIMA DEL MARCHIO

La pluralità dei metodi disponibili, pone lo stimatore di fronte al problema della selezione del metodo (ovvero della combinazione dei metodi) che nel caso concreto appare maggiormente coerente rispetto allo scenario valutativo, nonché maggiormente esente dal rischio di errori sistematici e non controllabili.

A tali fini le variabili fondamentali (tra loro anche parzialmente correlate) che definiscono uno specifico contesto (o scenario) valutativo sono gli obiettivi della valutazione, le caratteristiche dell'oggetto di valutazione e il quadro informativo disponibile.

La definizione dello scenario valutativo della presente relazione di stima identifica quale obiettivo della valutazione la conoscenza del valore economico del sopraccitato marchio di proprietà della Società fallita alla data attuale.

Il valore di tale bene immateriale viene stimato in ipotesi di cessione del medesimo in separazione con gli altri fattori produttivi della società.

Sulla base della descrizione delle metodologie sopra riportate e delle rispettive caratteristiche, la sottoscritta ritiene che il metodo che meglio di altri sia adatto ad inquadrare la problematica in esame (metodo principale) sia quello dei "tassi di royalties", che risulta essere quello largamente più utilizzato per la stima dei marchi dei settori ricettivi, delle cure termali e dei relativi servizi connessi.

Tale metodo, come ampiamente illustrato in precedenza, parte dalla stima dei tassi di royalty pagabili per i marchi in oggetto, direttamente proporzionali alla loro notorietà e riconoscibilità, e stima il valore attuale profuturo delle stesse in ipotesi di loro licenza in perpetuo, o almeno per un periodo esteso. Solamente il risultato finale è influenzato non solo dai tassi di royalty e dai tassi di attualizzazione dei risultati futuri, ma soprattutto dalla stima delle vendite a marchio per i prossimi anni.

Ciò significa che, in periodi di turnaround particolarmente delicati come il presente, il valore finale non può che essere influenzato (negativamente) dalle stime medesime. Tale metodo prende anche in considerazione gli investimenti annuali per “sorreggere” il valore del marchio, sia in termini di co-advertising sostenuto dal licenziatario, sia in termini di interventi diretti da parte della società proprietaria dei marchi, sia in termini di difesa legale. Pertanto si è fatto riferimento a una possibile stima del fatturato che tenga conto dell'ultimo esercizio completo (2020). Il metodo di cui sopra, nei limiti sopra riportati, viene di norma utilizzato nella regolare continuità aziendale, continuità interrottasi col fallimento, per cui le conclusioni del metodo vanno temperate e calate nella particolare casistica della vendita da procedura.

7. LA VALUTAZIONE DEL MARCHIO; IL METODO DEI TASSI DI ROYALTIES

Come anticipato, mediante il metodo dei “tassi di royalties” si addivene ad una stima del valore dei marchi mediante l’attualizzazione dei flussi di royalties ricavabili da un eventuale sfruttamento dei marchi stessi concessi in licenza a terzi. La royalty ricavabile dipende dalla sua notorietà. Il valore del marchio (v_i) è quindi ricavabile dalla formula:

$v_i = r * S_i * V_s$ dove r = tasso di royalties

S_i = vendite attese nell'arco di periodo corrispondente alla vita utile residua dell'intangibile

V_s = valore di attualizzazione

Con riferimento al settore "settori ricettivi, delle cure termali e dei relativi servizi connessi" si osserva che il livello dei tassi di royalty che trovano riscontro nelle operazioni di mercato variano da un minimo del 3% con un massimo del 10%, attestandosi su un valore medio del 6-8%.

Stante la particolare natura del marchio che ha subito gli effetti di una interruzione nella continuità aziendale di relativo sfruttamento, si ritiene realistica una percentuale del 3%.

Con riferimento al periodo di attualizzazione si ritiene, stante la notorietà cinquantennale dello stesso, che lo stesso sia capitalizzabile tenendo conto di un periodo di utilizzo pari almeno alla residua durata del marchio, e cioè di 7 anni.

Per il calcolo del fatturato si ritiene fuorviante fare riferimento agli interi ricavi della società nel periodo quadriennale 2017-2020; benché detti ricavi sono da riferirsi in maniera pressoché esclusiva all'utilizzo del marchio, si è preferito considerare i ricavi dell'ultimo anno completo di esercizio, cioè il 2020, pari a circa 1.301.000,33 euro.

Il saggio di redditività lo si è scelto di utilizzare sulla base della formula:

$$i = R_f + (R_m - R_f) * b \text{ dove}$$

R_f = Rendimento corrente degli investimenti a lunga scadenza (titoli di stato)

R_m = Rendimento medio del mercato azionario

b = coefficiente di rischio specifico del settore di riferimento



nel determinare i valori da applicare ci siamo basati su:

- per la determinazione di R_f si ritiene di fare riferimento al tasso dei BTP quindicennali dell'ultima asta del 13-14 luglio, e cioè il 3,25%.
- per la determinazione del premio per il rischio ($R_m - R_f$), dai dati del mercato azionario e considerato il lungo periodo emerge un rendimento medio per le attività rischiose pari al 7-7,5%. In base a ciò il premio per il rischio è quantificabile in un 5,5%.
- per stabilire il valore del coefficiente di rischio ci siamo basati sullo studio dei beta di settore per il II trimestre 2022.

Inoltre, per la particolare attività svolta dalla xxxxxxxxxxxxxxxxxxx non esiste una categoria di settore specifica pertanto abbiamo preso in considerazione i beta delle tre categorie più significative e che meglio identificano l'attività svolta:

- servizi sanitari
- hotel e resort
- prodotti per la cura della persona



Considerando sia i beta di settore che quelli di sotto settore si ottengono β_u (beta unlevered) con range compreso tra lo 0,42 e 1,13 ottenendo un β_u medio con range compreso tra 0,71 e 0,8.

Alla luce di quanto sopra abbiamo ritenuto opportuno scegliere il valore minimo tra quelli possibili adottando un coefficiente di rischio pari a 0,7 al fine di non svalutare eccessivamente il marchio che ha avuto, e conserverà, un valore concreto anche per sua la storia pluridecennale.



Il tasso di attualizzazione è quindi pari

$$3,25 + (5,5 * 0,7) = 7\% \text{ (arrotondato)}$$

L'attualizzazione al sopracitato tasso delle royalties del 3% calcolate su un fatturato annuo di 1.301.000,33 euro porta al valore di € 196.711,25, come dalla seguente tabella:

Anno	Fatturato	Royalties		Valore attualizzato al 7%
		Perc.	Importo	
2023	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 36.297,91
2024	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 33.565,81
2025	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 30.833,71
2026	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 28.101,61
2027	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 25.369,51
2028	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 22.637,41
2029	€ 1.301.000,33	3%	€ 39.030,01	€ 19.905,31
TOTALE				€ 196.711,25

Vanno però considerati almeno due fattori:

- la svalutazione derivante dall'inserimento del bene all'interno di una procedura fallimentare
- la necessità dell'aggiudicatario di sostenere ulteriori spese in relazione all'attuale uso del marchio da altro soggetto

Tutto questo porta a dover stimare sia una svalutazione di 1/3 (33%) per la prima motivazione, che del 25% per la seconda.

Pag.16

Queste due svalutazioni portano ad un valore di **€ 98.847,40**

8. CONCLUSIONI

Sulla base delle considerazioni sopra svolte, la sottoscritta determina il valore del marchio d'impresa **TERME DI CARAMANICO LA "SALUTE" DAL 1576** in **€ 98.847,40** (novantottomilaottocentoquarantasette/00)

La scrivente, avendo concluso l'incarico conferitole, rimette le risultanze della presente relazione a Curatore e all'On.le Tribunale e rimane a disposizione per qualsiasi chiarimento.

Teramo, 21/09/2022

DASI srl
 Via G. Fuschi snc
 Zona Ind.le S. Nicolò a Tordino
 64100 TERAMO
 Partita IVA 01926800671