

DOTT. AVV. CARLO PAGLIUGHI
Dottore Commercialista
Avvocato
Corso Buenos Aires, 60 - 20124 Milano
Tel. 02.89457891 - Fax 02.89457947

ANALISI CRITICA DEL
VALORE ATTRIBUIBILE AL
MARCHIO
"PAPILLON BY LADYBERG" IN OCCASIONE DELLA CESSIONE A


dott. Carlo Pagliughi

Milano, 18 marzo 2013

essi inerenti. Dall'art. 3 del contratto risulta che la cessione dei marchi sopra indicati è avvenuta per un corrispettivo pari a 300 euro/mgl. oltre IVA.

In data 18.07.2012 la Ladyberg in liq. è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Milano. Il G.D. dott.ssa Lupo ha nominato curatore fallimentare il dott. Gian Matteo Fiorini.

Su incarico della curatela fallimentare, il sottoscritto dott. Carlo Pagliughi, dottore commercialista in Milano, Ccrso Buenos Aires n. 60, ha analizzato il processo valutativo sottostante alla definizione del valore attribuito al marchio "Papillon by Ladyberg", oggetto di cessione (ottobre 2009) a

[REDACTED]

2. La documentazione esaminata

La stima del valore economico del marchio "Papillon by Ladyberg" (di seguito "Papillon") alla data di cessione (ottobre 2009) dalla Società a

[REDACTED]

è stata effettuata esaminando la seguente documentazione:

- i) i bilanci d'esercizio di Ladyberg Spa al 30.09.2007, al 30.09.2008 e al 30.09.2009;
- ii) il verbale dell'assemblea ordinaria di Ladyberg Spa in liq. del 16.09.2009 avente per oggetto la cessione di beni immateriali;
- iii) il contratto di cessione del marchio "Papillon by Ladyberg" stipulato tra Ladyberg Spa in liq. e **[REDACTED]** in data 06.10.2009;
- iv) la relazione di valutazione del marchio Papillon al 30.09.2008 redatta dalla società di revisione A.G.P. Srl in data 06.07.2009;
- v) il business plan 2008-2010 di Ladyberg Spa riportato alle pagg. 23/32 del libro verbali del collegio sindacale acquisito per estratto allo scrivente.

3. Il marchio “Papillon by Ladyberg”

Nell'allegato al contratto di cessione di marchi sono indicati i marchi nazionali e internazionali contenenti la dicitura “Papillon by Ladyberg”. Di seguito è rappresentato il “portafoglio” di marchi oggetto di cessione da parte di Ladyberg con l'indicazione dell'area geografica di pertinenza e della relativa scadenza.

Tab. 1 – Marchi nazionali e internazionali

Nazione	Nome marchio e classi	Scadenza
Canada	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	22/12/19
Cina popolare	Papillon+Fig. di Farfalla by Ladyberg (scritta bianca su sfondo nero) - CL. 25	n.d.
Cina popolare	Papillon+Fig. di Farfalla by Ladyberg in carattere cinese - CL. 25	n.d.
Comunitario	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	17/10/13
Corea del Nord	Papillon+Fig. di Farfalla by Ladyberg - CL. 25	12/04/15
Estonia	Papillon - CL. 25	22/03/10
Hong Kong	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	04/12/13
Internazionale	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	28/11/13
Internazionale	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	14/11/16
Italia	Papillon Mon Amour (Fig.) - CL. 25	18/04/19
Italia	Papillon-Ladyberg (Fig.) - CL. 25	02/08/18
Italia	Papillon + Fig. di Farfalla by Ladyberg (FIG.) - CL. 25	17/10/13
Italia	Papillon by Ladyberg (FIG.) - CL. 25	04/11/14
Italia	Papillon busti reggiseni costumi da bagno Ladyberg S.r.l. - CL.25	13/01/15
Russia	Papillon + Fig. di Farfalla by Ladyberg (FIG.) - CL. 25	20/06/16
Russia	Papillon by Ladyberg in caratteri cirillici - CL. 25	n.d.
USA	Papillon by Ladyberg (Fig.) - CL. 25	20/09/11
Ucraina	Papillon by Ladyberg in caratteri cirillici - CL. 25	n.d.

Dalla Tab. n. 1 emerge che sono stati ceduti, tra gli altri, il marchio comunitario “Papillon by Ladyberg” valido in tutto il territorio europeo con

scadenza 17.10.2013 e i marchi internazionali “Papillon by Ladyberg” con scadenza rispettivamente 28.11.2013 e 14.11.2016.

4. Il prezzo di cessione del marchio “Papillon by Ladyberg”

Il prezzo al quale la Società ha ceduto e ha trasferito in data 6.10.2009 alla XXXXXXXXXX “i marchi - nazionali e internazionali - contenenti la dicitura “Papillon by Ladyberg” (marchio “Papillon by Ladyberg”) è stato pari a 300 euro/mgl oltre IVA.

5. La relazione di valutazione del marchio “Papillon by Ladyberg” redatta dalla società di revisione

La stima del valore corrente teorico del marchio Papillon è stata effettuata dalla società di revisione A.G.P. Srl con riferimento alla data del 30.09.2008. Nella lettera di sintesi inviata a Ladyberg in liq. in data 06.07.2009 la società di revisione osserva che *“il valore corrente teorico è stato ottenuto applicando il metodo delle royalties ideali. Tale valore deve essere considerato un valore teorico di riferimento da non confondere con il possibile prezzo di cessione del marchio stesso, che potrà essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi.”*

La formula di calcolo adottata dalla Società di revisione per il calcolo del valore del marchio Papillon è quella di seguito riportata:

$$W = R_i * a_{\overline{n},i}$$

ove:

W = valore del marchio

$R_i = \text{"fatturato medio normalizzato mantenibile corrispondente al valore del flusso delle royalties ideali"}$

$n =$ numero degli anni

$i =$ tasso finanziario di attualizzazione del flusso delle royalties ideali

Le grandezze assunte dalla Società di revisione sono di seguito rappresentate:

1. Fatturato e royalties

Il fatturato medio mantenibile dell'azienda è stato individuato nella media del fatturato del triennio 2006-2008 relativo alla vendita dei capi di abbigliamento riconducibili al marchio Papillon. Il fatturato medio è stato determinato pari a 5.558 euro/mgl. Per il calcolo del flusso di royalties ideali è stato individuato un coefficiente del 5% assumendo che *"esso rappresenta la percentuale di provvigione di regola applicata"*. Il flusso di royalties è stato stimato pari a 278 euro/mgl.

2. Numero di anni

La società di revisione – in considerazione *"della non mantenibilità del marchio nel lungo periodo"* per effetto della situazione di crisi – ha individuato un intervallo del numero degli anni compreso tra 3 e 5 anni, scegliendo, infine, 3 anni.

3. Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è stato determinato sulla base del metodo del CAPM assumendo i seguenti parametri:

$$r_f = 4,34\%$$

$$\text{ERP} = 4,00\%$$

$$\text{Beta unlevered} = 0,93$$

Beta *levered* = 2,36 assumendo la struttura finanziaria della Società (PFN/PN) alla data del 30.09.2008 pari a D/E = 2,12

Tasso di attualizzazione = 13,78%

Avuto riguardo alle grandezze sopra riportate il valore corrente teorico del marchio Papillon al 30.09.2008 è stato stimato dalla società di revisione pari a 648 euro/mgl. Il marchio Papillon è stato, dunque, valorizzato 0,12 volte il fatturato medio 2006-2008 riferibile al marchio stesso.

6. Gli elementi di criticità nella valutazione del marchio Papillon effettuata dalla società di revisione

In via preliminare lo scrivente segnala che il valore del marchio Papillon, stimato dalla società di revisione al 30.09.2008 pari a 650 euro/mgl., è 2,2 volte il prezzo al quale è stato ceduto in data 06.10.2009 dalla Società a XXXXXXXXXX l. Tra l'altro nel verbale dell'assemblea della Società del 16.09.2009 è riportato che il valore del marchio determinato dalla società di revisione "ammonta a euro 473 migliaia", anziché a 650 euro/mgl. come risulta dalla relazione di stima del 06.07.2009

In termini generali, il metodo valutativo seguito dalla società di revisione per la stima del marchio Papillon appare sostanzialmente condivisibile. Non sono condivisibili: a) le logiche di calcolo delle grandezze economiche assunte dalla società di revisione per la stima del valore del marchio Papillon secondo il metodo delle royalties; b) la scelta operata dalla società di revisione di omettere l'applicazione di un metodo di controllo dei risultati ottenuti mediante lo sviluppo del criterio delle royalties.

In merito alle grandezze impiegate dalla società di revisione si segnala quanto segue:

Pertanto, avuto riguardo alla storia del marchio e alle differenti aree geografiche nelle quali è stata ottenuta la tutela del marchio appare ragionevole ipotizzare che lo stesso avrebbe garantito il livello di fatturato sopra indicato per un periodo più lungo di quello individuato dalla società di revisione.

c) Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione stimato dalla società di revisione pari al 13,78% sconta implicitamente la rischiosità della struttura finanziaria della Società al 30.09.2008. Il rapporto D/E è stato stimato, tra l'altro, sulla base di dati contabili e non sulla base di dati di mercato.

Ad avviso di chi scrive il tasso di attualizzazione da utilizzare nel metodo delle royalties per la stima del valore di un marchio non deve scontare la rischiosità propria della Società ma la rischiosità media di mercato.

7. La stima del valore economico del marchio "Papillon by Ladyberg"

Il valore del marchio Papillon alla data di cessione a [REDACTED] (ottobre 2009) è stato determinato dallo scrivente sulla base del metodo delle royalties, in analogia al modello sviluppato dalla società di revisione.

Sono state applicate, inoltre, le stesse grandezze individuate dalla società di revisione – pur con le criticità sopra illustrate – ad eccezione del numero degli anni per il quale sono state adottate soluzioni differenti.

Si è operato, dunque, nel seguente modo:

a) Il fatturato riconducibile al marchio Papillon

Il fatturato riconducibile al marchio Papillon è stato assunto pari a quello indicato dalla società di revisione (pari a 5.588 euro/mgl.)

b) Il numero di anni

Si è operato seguendo le indicazioni della miglior dottrina aziendalistica¹ che segnala che la durata della marca è “*di regola indicata da 5 anni a 20 anni, con una forte concentrazione su 5-15 anni*”. Tenendo conto della forza del marchio Papillon per le ragioni sopra riportate si è quindi ritenuto ragionevole assumere una durata della marca compresa nell’intervallo 7 anni – 10 anni.

c) Il tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione è stato assunto pari a quello indicato dalla società di revisione (pari a 13,78%).

In conclusione, applicando le stesse grandezze adottate dalla società di revisione e ampliando – per le ragioni sopra esposte – la “*durata della marca*”, il valore economico del marchio Papillon, secondo il metodo delle royalties, alla data di cessione a ██████████ risulta compreso tra 1.200 euro/mgl e 1.462 euro/mgl.²

¹ Guatri (1998) Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, pag.267

² Nell’ipotesi in cui il tasso di attualizzazione venisse stimato senza tener conto della struttura finanziaria della Società, lo stesso risulterebbe pari a 9,32% ($r_f = 4,34\%$, $ERP = 4\%$; $\beta_{unlevered} = 0,93$; struttura finanziaria media di mercato $D = 30\%$; $E = 70\%$; $tax\ rate = 27,5\%$; $\beta_{levered} = 1,22$). Assumendo un tasso di attualizzazione pari a 9,32%, il valore economico del marchio Papillon, secondo il metodo delle royalties, alla data di cessione a Fashion & Company risulta compreso tra 1.389 euro/mgl e 1.767 euro/mgl.

8. Il multiplo implicito del fatturato nel valore del marchio “Papillon by Ladyberg”

Al fine di verificare l’attendibilità della stima riportata nel precedente paragrafo, pare opportuno applicare una appropriata metodologia “di controllo”.

Al riguardo, si vedano i passaggi seguenti.

Dal *business plan* 2008-2010 risulta che Ladyberg ha effettuato nella seconda parte del 2007 i seguenti investimenti:

- 1) l’acquisto del marchio “IRGE” per un importo pari a 4,79 euro/mln;
- 2) l’acquisto del marchio “Crazy Frog” per un importo pari a 0,74 euro/mln.

Dallo stesso documento risulta, inoltre, quanto segue (euro/mln):

	1 sem. 2008	2 sem. 2008	2009	2010
Ricavi marchio IRGE	2,5	5,0	8,5	9,0
Ricavi marchio CRAZY FROG	n.d.	0,7	1,0	1,0

Dai dati del *business plan* 2008-2010 si ricava quanto segue:

1. il marchio “IRGE” è stato valorizzato da Ladyberg in fase di acquisizione pari a circa 0,56 volte il fatturato atteso per l’anno 2009;
2. il marchio “Crazy Frog” è stato valorizzato da Ladyberg in fase di acquisizione pari a 0,74 volte il fatturato atteso per l’anno 2009.

Quindi, avuto riguardo all’intervallo di valori del marchio Papillon indicato nel § 7., il multiplo implicito del fatturato medio 2006-2008 riconducibile al marchio Papillon risulta compreso tra 0,22 (valore del marchio pari a 1,2 euro/mln) e 0,26 (valore del marchio pari a 1,46 euro/mln). Il multiplo in

questione appare inferiore ai multipli del fatturato 2009 impliciti nei prezzi pagati da Ladyberg per l'acquisto del marchio "IRGE" e del marchio "Crazy Frog": i valori stimati secondo il metodo delle royalties e descritti nel § 7. appaiono, dunque, nel loro complesso sostenibili.

9. Le conclusioni

Avuto riguardo all'oggetto del presente lavoro (§ 1.), tenuto conto della documentazione messa a disposizione (§ 2.) e delle caratteristiche del "portafoglio" di marchi (§ 3.), il valore del marchio "Papillon by Ladyberg" alla data di cessione (ottobre 2009) da Ladyberg in liq. a Fashion & Company Srl può essere ragionevolmente determinato nel seguente intervallo:

1.200 euro/mgl. - 1.462 euro/mgl.

Nel ringraziare per la fiducia accordata, lo scrivente resta a disposizione per eventuali esigenze di integrazioni o chiarimenti.

Milano, 18 marzo 2013

Dott. Avv. Carlo Pagliughi
