

**Tribunale Ordinario di Roma  
Sezione Civile XIV - Fallimentare**

**Fallimento  
THE SHENKER METHOD S.r.l.  
n.160 del 1° marzo 2021**

**Perizia di stima ramo d'azienda**

*Stimatore:*

**Dott. Sandro Notarantonio**

*Dottore Commercialista – Revisore Contabile*

*Via Yser n.8 – 00198 Roma*

*sandronotarantonio@gmail.com*

*studionotarantonio@postecert.it*

*Giudice Delegato: Dott.ssa Margherita Libri*

*Curatore Fallimentare: Avv. Virginia Maria Garrafa*

### Premessa

Il sottoscritto Sandro Notarantonio, Dottore Commercialista con studio a Roma in Via Yser n.8, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al numero AA\_002165, è stato designato dall'Avv. Virginia Maria Garrafa, curatore fallimentare della **THE SCHENKER METHOD S.r.l.** (di seguito anche la "Società" oppure la "Fallita"), con sede legale a Roma in Viale dei Parioli n.93, all'elaborazione della perizia di stima per valorizzare il capitale economico del ramo di azienda, avente a oggetto la gestione e la diffusione di corsi di lingue estere secondo il metodo Shenker.

Lo scrivente è giunto alle valutazioni che seguono dopo aver incontrato il curatore, compiuto rilievi e assunto informazioni utili ad approfondire gli aspetti peculiari necessari allo svolgimento del proprio incarico.

### Oggetto, finalità e destinatari della perizia

La presente relazione ha per oggetto la valutazione del ramo d'azienda di proprietà della Fallita ed è redatta nell'interesse della Procedura che ha conferito l'incarico; è funzionale a consentire alla curatela e al Giudice Delegato di formarsi un'opinione informata sul valore del ramo di azienda.

Resta a ogni modo inteso che la stessa è predisposta esclusivamente in funzione delle predette finalità e non può sostituire una doverosa attività di *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti, se ritenuta necessaria da questi nella loro piena autonomia. Per tali ragioni la responsabilità che lo scrivente si assume con la presente relazione è strettamente limitata all'incarico conferito.

### Documentazione utilizzata e materiale consultato

Nell'adempire al proprio incarico, lo scrivente ha consultato gli atti e i documenti messi a disposizione dalla Procedura, che si elencano di seguito:

- sentenza di fallimento;
- bilanci d'esercizio per gli anni 2016, 2017, 2018 e 2019;
- situazione contabile e patrimoniale relativa agli esercizi 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021;
- visura camerale della società THE SHENKER METHOD S.r.l.;
- contratti di affiliazione commerciale.

La documentazione sopra elencata è stata utilizzata previa attività di controllo della veridicità dei dati in essa contenuti.

### Brevi cenni storici

La storia della impresa, principali vicende societarie e tipologia di attività svolta.

La The Shenker Method S.r.l. (di seguito, anche la "Società") è stata costituita in data 19 febbraio 1981 con il seguente oggetto sociale: «gestione e diffusione di corsi di lingue estere secondo il metodo Shenker e il metodo Sandwich e simili, ricerca, studio dei sistemi linguistici e quanto altro attinente l'apprendimento delle lingue estere fondato sui metodi suddetti, ivi compresa l'attività editoriale, stampa, edizione, pubblicazione, incisione, diffusione etc. dei libri, nastri, dischi e qualsivoglia altro mezzo di divulgazione».

La Società è titolare del c.d. "metodo Shenker", metodo di insegnamento della lingua inglese messo a punto negli anni Cinquanta del secolo scorso da Giorgio Shenker (rivelatosi negli anni garanzia di risultato nell'apprendimento della lingua inglese) ed è proprietaria del relativo marchio registrato presso l'UIBM ai nn. 301998900690055, 301998900690056 e 301998900690057 e successivi rinnovi.

Marchio e "metodo" vengono concessi in uso dalla TSM (franchisor) ai concessionari (franchisee), mediante appositi contratti di affiliazione.

Il modello di business della TSM è, infatti, basato sulla concessione d'uso a terzi del marchio e del "metodo" e sulla produzione e vendita dei necessari supporti didattici.

Nel periodo compreso tra il 1996 e il 2002 la Società operava ingenti investimenti per l'aggiornamento del core business aziendale rappresentato appunto dal metodo di insegnamento della lingua inglese al fine di allocare più efficacemente il prodotto nel mercato.

Il ritorno degli ingenti investimenti avrebbe dovuto essere attuato dall'acquisizione di nuovi clienti (concessionari/franchisee/affiliati) che avrebbero garantito un significativo introito di royalties. La mancata realizzazione delle aspettative di introito determinò un importante indebitamento che generò un primo stato di crisi nell'anno 2012.

Per far fronte a tale crisi, la Società, da un lato, avviava un processo di riorganizzazione, razionalizzazione dei costi e rinegoziazione dei rapporti contrattuali con i concessionari e franchisee che consentiva la ripresa del fatturato con margini operativi positivi, e dall'altro (anche al fine di gestire un importante indebitamento fiscale), in data 17.9.2013, presentava innanzi al Tribunale di Roma, Sezione Fallimentare, un ricorso per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. contenente transazione fiscale ex art. 182 ter L.F., omologato con decreto del 25.11.2013.

Nei primi mesi del 2017, mostrarono i primi segni di crisi anche due fondamentali franchisee, ovvero la Shenker Publishing S.r.l. (cui era affidata: la gestione per conto di TSM dei franchisee; lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di tutto il materiale didattico-editoriale; l'erogazione di corsi in lingua inglese in presenza presso le scuole di Roma e a distanza con supporto di strumenti telematici) e la Shenker Corporate S.r.l. (cui era affidata l'erogazione di corsi in lingua inglese in presenza presso la scuola di Milano e presso le sedi dei clienti "corporate"). A fronte di ciò, l'organo di governo di entrambe le società, da un lato, comunicava a TSM la situazione di crisi finanziaria e, dall'altro, si attivava tempestivamente per la ricerca di soggetti terzi disponibili a sostenere un piano di risanamento dei citati franchisee.

In particolare, nell'aprile 2017 ebbe inizio l'interlocuzione con i rappresentanti e consulenti della Aksia Group SGR S.p.A. (solida realtà del private equity italiano) e della Alpha Test S.r.l. (importante impresa italiana nel settore dell'editoria e della formazione) interessata ad investire nel business della formazione linguistica, a promuoverne lo sviluppo sul mercato italiano e a sostenere il risanamento dei citati franchisee tenuto conto della loro funzione strategica.

Ben presto, tuttavia, fu evidente l'incompatibilità della necessità di un intervento tempestivo in favore dei predetti franchisee con i tempi imposti dalla Aksia Group SGR S.p.A. per la valutazione dell'operazione di investimento, dovendo la TSM preoccuparsi di scongiurare nell'immediato:

- il pericolo di interruzione dell'attività didattica verso clienti privati e aziende nelle due principali piazze italiane;
- il pericolo d'interruzione di tutti gli ulteriori servizi essenziali di supporto alla rete erogati dalla società Shenker Publishing S.r.l. (come sopra descritti);
- la compromissione dell'immagine e della reputazione commerciale del marchio "Shenker";
- il pregiudizio che avrebbero subito tutti i soggetti affiliati.

Per tale ragione, in data 4 settembre 2017, la TSM sottoscriveva:

a) con Publishing S.r.l. in liquidazione con sede legale in Roma, Via Albenga n. 33, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. REA 1178833, codice fiscale e P.IVA 09643521009 un contratto di affitto d'azienda avente ad oggetto l'attività di progettazione, aggiornamento e sviluppo didattico; progettazione e realizzazione grafica editoria cartacea ed elettronica dei prodotti a marchio "Shenker"; produzione e vendita dei materiali didattici agli affiliati; progettazione e promozione delle

campagne pubblicitarie a livello nazionale; supporto degli affiliati; insegnamento della lingua inglese anche presso le scuole di Roma;

b) con Corporate S.r.l. in liquidazione con sede legale in Roma, Via Albenga n. 33, iscritta al Registro delle Imprese di Roma al n. REA 1241422, codice fiscale e P.IVA 06650980961 un contratto di affitto d'azienda avente ad oggetto l'attività di insegnamento della lingua inglese anche presso la scuola di Milano.

Scongiurato il rischio di interruzione dell'attività didattica e di compromissione dell'immagine e della reputazione commerciale del marchio "Shenker", la TSM riprese le trattative con la Aksia Group SGR S.p.A. il cui svolgimento può essere riassunto come segue:

- 29.05.2018 - apertura della Data Room;
- 6.08.2018 – formalizzazione di una prima ipotesi operativa da parte del fondo Aksia ed Alpha Test;
- 19.09.2018 - formalizzazione di una proposta non vincolante di investimento da parte del fondo Aksia e della Alpha Test.

A partire dal mese di marzo 2019, non ritenendo di poter accettare la proposta formulata dal fondo Aksia ed Alpha Test, perché inadeguata e inidonea a garantire il rispetto delle obbligazioni assunte dalla Società (anche mediante la transazione fiscale del 2013), TSM riteneva opportuno sondare la disponibilità della rete (ovvero dei vari franchisee presenti sul territorio nazionale) ad intervenire in luogo degli investitori sopra menzionati, attraverso un apporto di nuova finanza ed il coinvolgimento dei medesimi nella gestione e nello sviluppo dell'attività ed ammodernamento - digitalizzazione del metodo.

Il coinvolgimento dei franchisee conduceva, in data 11.07.2019, alla formalizzazione ad opera della International English School S.r.l. (franchisee di Torino) e della The Shenker Institute of English S.r.l. (franchisee di Verona) di una manifestazione di interesse mediante la quale gli stessi:

- si dichiaravano interessati a valutare la possibilità di entrare «nel capitale sociale oltre che nella gestione della azienda»;
- chiedevano di «aver accesso ai documenti necessari ad una valutazione complessiva della società The Shenker Method srl»;
- si impegnavano «ad addivenire alla stipula dei relativi negozi giuridici entro 4 mesi dalla firma» della manifestazione di interesse.

Nel corso dei mesi di settembre, ottobre, novembre e dicembre 2019 si tenevano numerosi incontri tra le parti e TSM provvedeva a fornire ai sopra menzionati franchisee la documentazione richiesta. All'esito della predetta attività, tuttavia, i franchisee si dichiaravano interessati unicamente al subentro nel contratto di affitto dell'azienda "Publishing S.r.l.".

Alla luce del fallimento delle trattative con gli investitori sopra menzionati, il nuovo contesto operativo aziendale di TSM, che avrebbe dovuto avere un tratto provvisorio in funzione della prospettiva di risanamento dei citati franchisee con l'ingresso di partner finanziari-industriali, assumeva tuttavia il carattere di sostanziale definitività a causa: della presentazione di un'istanza di fallimento da parte di due creditori ai danni della Publishing S.r.l. in liquidazione; la dichiarazione di fallimento della Publishing S.r.l. in liquidazione, intervenuta con sentenza n. 292 del 3 aprile 2019 (all. 12), a conclusione di una fase prefallimentare iniziata il 2 luglio 2018.

Conseguentemente, TSM:

- con riferimento all'azienda di "Publishing S.r.l.", ha proseguito la conduzione dell'azienda con il Fallimento Publishing S.r.l. in persona del Curatore Dott. Gerardo Losito sino all'8 ottobre 2020, data in cui la Shenker English Academy S.r.l. (società che riunisce due dei principali franchisee della rete Shenker) è subentrata nel contratto di affitto tra la TSM e il Fallimento Publishing S.r.l., sollevando TSM da ogni ulteriore obbligo nei confronti del Fallimento predetto, salvo poi procedere in data 25.02.2021 all'acquisto dell'azienda dal Fallimento all'esito della relativa procedura competitiva;

- con riferimento all'azienda "Corporate S.r.l.", a causa dell'emergenza legata alla diffusione del COVID 19, intervenuta nelle more della riconsegna dell'azienda oggetto di affitto, ha proceduto, d'intesa con il Liquidatore della Corporate S.r.l. in liquidazione, alla riconsegna dei locali (scuola di Milano) in data 2 luglio 2020, alla riconsegna mediante deposito dei relativi beni mobili in data 1° luglio 2020, ad avviare il procedimento di licenziamento collettivo dei 9 lavoratori dipendenti riferiti all'azienda in data 21 settembre 2020, con conseguente cessazione del contratto di affitto dell'azienda "Corporate S.r.l."

### Il ramo d'azienda oggetto della perizia ed il relativo perimetro di valutazione

Il perimetro del ramo d'azienda oggetto della presente perizia è costituito da:

- **Contratti di affiliazione commerciale in corso (franchising):**
  - 1) Performance (Napoli)
  - 2) SEA - Shenker English Academy (Roma)
  - 3) Piredda Luca (Cagliari)
  - 4) Maius Form (Canelli)
  - 5) Fiordalisi Michela (Latina)
  - 6) Centro Lingue (Genova)
  - 7) The Shenker Institute of English (Verona-Vicenza-Padova)
  - 8) IES S.r.l. (Torino)
  - 9) ILS S.r.l. (Piacenza)
  - 10) Performance MCF (Milano)
- **Contratto di locazione immobiliare** ove viene esercitata l'attività in Roma, Viale dei Parioli n.93;
- **Contratto d'affitto di azienda con il Fallimento Publishing ora SEA – Shenker English Academy S.r.l.;** avente ad oggetto l'attività di progettazione, aggiornamento e sviluppo didattico, progettazione e realizzazione grafica editoria cartacea ed elettronica dei prodotti a marchio "Shenker", produzione e vendita dei materiali didattici agli affiliati, progettazione e promozione delle campagne pubblicitarie a livello nazionale, supporto degli affiliati, insegnamento della lingua inglese anche presso le scuole di Roma;
- **Rapporti di lavoro dipendente (una dipendente);**
- **Fondo T.F.R. (una dipendente);**
- **Marchio "SHENKER":** marchio registrato presso l'UIBM ai nn. 301998900690055, 301998900690056 e 301998900690057 e successivi rinnovi.

### Fatturato complessivo storico e prospettico

Il fatturato della gestione caratteristica della THE SHENKER METHOD S.r.l. degli ultimi tre anni risulta essere:

anno	2017	2018	2019
importo	1.005.243	2.104.537	2.608.839

Nell'anno 2020 il fatturato della gestione caratteristica è stato di euro 1.685.948, con un calo drastico rispetto all'anno precedente del 35%.

### Fatturato della "rete"

Di seguito due prospetti con il fatturato della "rete", cioè quanto hanno fatturato i vari "franchisee" concessionari dei contratti di affiliazione (*franchising*) per l'uso del metodo Shenker per l'insegnamento della lingua inglese.

I dati sotto esposti riguardano gli ultimi tre mesi del 2020:

	Ottobre 2020	Novembre 2020	Dicembre 2020	totale
<i>Torino</i>	68.539,00	25.860,00	21.700,00	116.099,00
<i>Verona</i>	81.974,25	114.916,25	77.221,50	274.112,00
<i>Napoli</i>	18.471,90	28.083,92	25.835,22	72.391,04
<i>Genova</i>	17.200,00	9.510,00	8.350,00	35.060,00
<i>Cagliari</i>	5.337,00	3.250,00	2.275,00	10.862,00
<i>Piacenza</i>	8.026,23	14.511,38	14.568,02	37.105,63
<i>Canelli</i>	1.127,00	1.000,00	1.356,76	3.483,76
<i>Latina</i>	1.576,00	3.681,99	4.970,04	10.228,03
<i>Roma</i>	23.617,70	51.088,70	48.799,88	123.506,28
<i>Roma - didattica</i>	2.364,00	6.459,10	9.649,80	18.472,90
<i>Milano</i>	24.727,00	79.408,87	13.162,50	117.298,37
totali	<b>252.960,08</b>	<b>337.770,21</b>	<b>227.888,72</b>	<b>818.619,01</b>

I dati sotto esposti riguardano i primi quattro mesi del 2021:

	Gennaio 2021	Febbraio 2021	Marzo 2021	Aprile 2021
<i>Torino</i>	41.750,00	45.143,00	65.815,00	116.099,00
<i>Verona</i>	52.085,00	46.744,75	85.531,00	274.112,00
<i>Napoli</i>	26.453,84	29.200,81	21.202,87	72.391,04
<i>Genova</i>	13.671,00	32.066,00	16.520,00	35.060,00
<i>Cagliari</i>	6.400,00	4.000,00	5.464,00	10.862,00
<i>Piacenza</i>	5.376,50	4.456,00	10.046,48	37.105,63
<i>Canelli</i>	2.500,00	1.466,00	0	3.483,76
<i>Latina</i>	8.515,01	4.323,02	3.770,00	10.228,03
<i>Roma</i>	82.815,22	41.784,32	68.178,00	123.506,28
<i>Roma - didattica</i>	3.710,60	840,00	6.843,20	18.472,90
<i>Milano</i>	15.153,00	16.399,00	19.424,50	117.298,37
totali	<b>258.430,17</b>	<b>226.422,90</b>	<b>302.795,05</b>	<b>199.466,18</b>

Il totale dei primi quattro mesi del 2021 ammonta a **987.114,30**.

### Fatturato delle royalties

Nella tabella seguente viene indicato il fatturato delle royalties che la società THE SHENKER METHOD S.r.l. ha conseguito nei primi quattro mesi del 2021 sulla base dei contratti di franchising:

	Gennaio 2021	Febbraio 2021	Marzo 2021	Aprile 2021
<i>Torino</i>	1.105,00	2.708,58	3.948,90	1.608,24
<i>Verona</i>	5.208,50	4.674,48	8.553,10	4.453,83
<i>Napoli</i>	2.645,36	2.920,08	2.120,29	2.538,33
<i>Genova</i>	1.367,10	3.206,00	1.652,00	1.180,00
<i>Cagliari</i>	512,00	320,00	437,12	496,00
<i>Piacenza</i>	376,36	311,92	703,25	752,01
<i>Canelli</i>	250,00	146,60	0,00	0,00
<i>Latina</i>	851,50	432,30	377,00	200,70
<i>Roma</i>	6.699,43	3.359,55	5.591,10	3.058,61
<i>Roma - didattica</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Milano</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
totali	<b>19.015,25</b>	<b>18.079,51</b>	<b>23.382,76</b>	<b>14.287,72</b>

Il totale delle royalties fatturate nei primi quattro mesi del 2021 ammonta a **74.765,24** con un tasso medio applicato delle royalties superiore al 7%.

Inoltre questo dato porta a prevedere un fatturato a fine 2021 di circa **300.000,00**.

#### Conto economico prospettico

Sulla base dei dati contabili dei primi quattro mesi si è fatta la previsione del conto economico del 2021.

In particolare:

- Le spese relative al "Godimento beni di terzi" si riferiscono al contratto di locazione ancora in essere della sede sociale di Viale dei Parioli n.93, compresi gli oneri condominiali;
- I "Costi per il personale" riguardano l'unica dipendente presente nei libri paga della società.

<b>RICAVI</b>	
<b>Ricavi per royalties</b>	300.000,00
<b>COSTO MATERIE PRIME E DI CONSUMO</b>	
<b>Materiale di consumo</b>	1.200,00
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>298.800,00</b>
<b>Costi per servizi:</b>	
a) Riscaldamento	1.000,00
b) Energia elettrica	1.600,00
c) Spese telefoniche Internet	1.000,00
d) Canone assistenza software	3.900,00
e) Consulenza del lavoro	1.000,00
f) Assistenza contabile e fiscale	12.000,00
<b>GODIMENTO BENI DI TERZI</b>	
<b>Canoni di locazione</b>	9.000,00
<b>COSTI PER IL PERSONALE</b>	
a) Retribuzioni	37.700,00
b) Contributi INPS	11.000,00
c) Premi INAIL	150,00

d) Accantonamento T.F.R.	2.800,00
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)</b>	<b>217.650,00</b>
Ammortamenti e accantonamenti	1.200,00
<b>REDDITO OPERATIVO (EBIT)</b>	<b>216.450,00</b>
<b>Oneri Finanziari</b>	
a) Commissioni bancarie	1.500,00
<b>UTILE LORDO</b>	<b>214.950,00</b>
<b>Imposte e tasse</b>	65.000,00
<b>UTILE NETTO</b>	<b>149.950,00</b>

### Metodo di valutazione utilizzato: il Metodo dei Multipli con transazioni comparabili

Il metodo dei multipli (noto anche come "metodo dei moltiplicatori") viene frequentemente utilizzato nel campo delle fusioni e delle acquisizioni per verificare rapidamente se un'idea di prezzo d'acquisto è realistica e appropriata quando si vende un'azienda.

Nella stima del valore economico del capitale il metodo dei multipli si pone come approccio alternativo rispetto a quello fondato su grandezze-flusso, siano esse espresse in termini reddituali o finanziari. I multipli stimano il valore di un'azienda sulla base dei prezzi di trasferimento osservati per transazioni (totali o parziali, dirette o indirette) aventi ad oggetto il capitale di aziende che possano considerarsi comparabili alla prima.

Ci si basa sui prezzi ottenuti recentemente da aziende paragonabili già vendute. Si esamina per quale multiplo dell'utile ("multiplo", "moltiplicatore") o del fatturato ("multiplo del fatturato") sono state vendute queste aziende e si applica questo fattore alla società da valutare.

Il metodo è adatto soprattutto per le società esistenti da tempo e per le quali si può utilizzare come base di valutazione l'andamento degli utili su più anni. Migliori sono i valori empirici, più significativo è il risultato. In aggiunta al controllo di plausibilità del valore dell'azienda, il metodo dei multipli è sempre consigliabile.

Il multiplo dell'EBIT viene calcolato moltiplicando l'utile netto medio prima degli interessi e delle imposte ("EBIT") degli ultimi anni per questo fattore speciale (= "multiplo"). Si guarda l'utile prima degli interessi e delle imposte in modo che i moltiplicatori siano comparabili anche per le aziende con aliquote fiscali e strutture del debito diverse.

**Per le aziende più piccole, fino a 20 milioni di fatturato, la gamma di valori osservati per i multipli è di solito fra 4 e 10; per un moltiplicatore di 7 o superiore, è necessario che l'attrattiva dell'azienda sia già molto elevata.**

### I multipli attuali per le PMI

La valutazione delle aziende utilizzando i cosiddetti multipli è una pratica molto diffusa. Il metodo permette un confronto con aziende che hanno già ricevuto offerte reali di acquisto. I prezzi di acquisto osservati vengono visti come multipli di una certa cifra finanziaria per le aziende vendute e questo multiplo può quindi essere applicato all'azienda da valutare. L'esperienza ha dimostrato che i multipli osservati differiscono in modo significativo a seconda del settore, delle dimensioni dell'azienda e del paese.

La NIMBO AG di Ginevra dispone del database più aggiornato e completo di multipli di valutazione. Ogni mese vengono raccolte da oltre un migliaio di piccole e medie imprese le offerte di acquisto che esse hanno ricevuto e vengono calcolati i multipli dell'EBITC, i multipli dell'EBIT e i multipli del fatturato. Pubblicano questi multipli ogni mese per i singoli paesi.

### Multipli attuali per l'Italia

Ultimo aggiornamento: 2021-04-30 - Numero di dati: 560

Dipendenti: 2-5 posti a tempo pieno

Settore:	Multiplo dell'EBIT
Software	9.0
Industria manifatturiera	7.8
Commercio all'ingrosso	5.9
Commercio al dettaglio	5.6
Gastronomia	5.7
Artigianato / edilizia	5.1
Servizi	5.3

In questo caso si ritiene di poter applicare il multiplo 5,3 e visto il valore EBIT di 216.450, il valore del complesso operativo si può attestare su 1.147.185 dal quale va detratto l'indebitamento, che in questo caso è pari solamente al valore del Fondo T.F.R. accantonato per 12.200 (valore al 30/04/2021), **che porta a definire in 1.134.985 il valore di riferimento del complesso operativo.**

### Valutazione del marchio - metodologia di valutazione – premessa

La valutazione economica di un marchio, una valutazione cioè che porti ad associare al marchio un valore espresso in termini monetari, è un'attività piuttosto complessa. L'approccio è identico a quello utilizzato per valutare le imprese ed i metodi sono molto simili. La valutazione è un giudizio ragionato e motivato sul valore monetario del marchio e come tutte le valutazioni, deve essere basata su dati e ipotesi condivisibili, ma alla fine resta sempre un'opinione frutto di un processo complesso. In nessun caso una buona valutazione può scaturire dalla mera applicazione di una formula matematica, per quanto semplice o complicata possa essere, o dall'applicazione automatica di una applicazione software. In pratica si tratta di formalizzare in un insieme di variabili quantitative i molteplici fattori (di tipo legale e commerciale) che determinano il valore del marchio e di formalizzare in una funzione matematica la relazione che li lega al valore economico.

Il fattore che influenza maggiormente il valore di un marchio è la notorietà che ha acquisito presso il pubblico. Se non vengono intraprese azioni per promuovere e sostenere la notorietà del marchio, questa diminuisce al passare del tempo ed il valore del marchio si riduce. La precondizione affinché un marchio abbia valore è che ogni anno vengano spesi dei soldi per sostenere ed aumentare la sua rinomanza, la sua conoscenza presso il grande pubblico. Ma prima ancora occorre verificare che sia stato acquisito il diritto legale di poter contrassegnare con quel segno distintivo i propri prodotti e/o servizi.

### I metodi di valutazione

I metodi adottati più spesso per ottenere una stima del valore economico di un marchio possono essere ricondotti a quattro tipologie:

- **metodo basato sui costi**

- metodo basato sui dati di mercato
- metodo basato sui benefici economici futuri
- metodo basato sui tassi di royalties

I **metodi basati sui costi** individuano il valore del marchio come somma dei costi che sono stati sostenuti per crearlo, mantenerlo ed aumentarne la notorietà. In sostanza si quantifica economicamente il valore del marchio attraverso la determinazione delle quantità di risorse monetarie necessarie per ricreare un marchio identico o che consenta di beneficiare degli stessi vantaggi sui concorrenti. Applicando questi metodi si vuole stabilire quanto sia costato costruire il brand oggetto di valutazione. I metodi che appartengono a questa tipologia si differenziano per la diversa definizione di costo adottata. Questi metodi prendono in considerazione solo ciò che è stato speso in passato e trascurano completamente i benefici economici che potrebbero derivare dall'uso del marchio nel futuro. Devono essere presi in considerazione i costi di ideazione, quelli pubblicitari, quelli inerenti alla costruzione dell'immagine e quelli indiretti che attengono al personale, al tempo profuso dall'imprenditore e tutti quegli oneri finanziari che hanno contribuito alla notorietà del marchio.

I **metodi basati sui dati di mercato** si pongono come obiettivo la determinazione del valore del marchio per confronto con altri marchi simili, dei quali è noto il valore di mercato (*per esempio si è a conoscenza del prezzo al quale il marchio è stato venduto*). Il problema principale di questi metodi è che, non esistendo un vero e proprio mercato regolamentato dei marchi e mancando l'obbligo di rendere pubbliche le informazioni relative alle compravendite, risulta quasi sempre impossibile venire a conoscenza di una transazione relativa ad un marchio simile a quello da valutare. Per questo motivo, in pratica, questi metodi vengono utilizzati molto raramente.

I **metodi basati sui benefici economici futuri** determinano il valore del marchio come valore attuale dei profitti economici che il marchio fornisce al titolare nel corso della vita utile residua del marchio. In particolare, dopo aver stimato i profitti economici in termini di flussi di cassa relativi agli anni futuri, i flussi di cassa sono convertiti in un valore attuale mediante l'applicazione di un opportuno tasso di sconto.

I **metodi basati sui tassi di royalty** quantificano il valore del marchio sulla base delle royalties che sul mercato un terzo sarebbe disposto a pagare per ottenere l'autorizzazione (*cessione o licenza d'uso*) ad utilizzare il marchio e **risultano essere i metodi di più larga applicazione, ed è il metodo preso a base della presente valutazione**. Per calcolare il tasso royalty ci si deve riferire per lo più al fatturato che il soggetto terzo potrà ottenere per un certo numero di anni utilizzando il marchio e generalmente i tassi royalty oscillano tra l'**1%** e il **10%**. Una volta stabilite le percentuali royalty, queste verranno applicate al fatturato previsionale del prodotto di marca, fornendo la valutazione monetaria del brand. Questo metodo è spesso utile in quanto consente di evitare l'incerto calcolo dei vantaggi reddituali differenziali prospettici, tuttavia il suo fondamento empirico lo rende carente sotto il profilo della validità concettuale essendo le royalties il risultato della negoziazione fra controparti, la quale risente di clausole, obblighi e poteri contrattuali spesso diversi fra loro.

La logica di partenza di questo metodo, che viene utilizzato in questa perizia, è che il valore del marchio è dato dal tasso di royalty che il mercato sarebbe disposto a pagare per avere la licenza d'uso del marchio. Il calcolo tiene conto dell'ammontare annuo delle royalties, attualizzato per un periodo di tempo coerente con la vita utile del bene intangibile. Le royalties sono stimate sulla base di specifici parametri, come il fatturato atteso, mentre il "royalty rate" è desunto in via comparativa con casi omogenei, sempre con un atteggiamento prudentiale.

La valutazione del marchio "SHENKER" è stata quindi effettuata con il metodo delle royalties; dopo aver determinato una royalty calcolata con una percentuale del fatturato atteso, ne viene attualizzato il flusso per "n" anni al tasso di attualizzazione.

#### Fatturato complessivo prospettico atteso

Partendo dal fatturato previsto di fine 2021 si è ipotizzata una crescita annua, stimabile in modo prudente, del **20%**.

#### Tasso di royalty

Il tasso di royalty che viene applicato è del **7%** ed è una scelta prudente, considerando che, come detto in precedenza, generalmente i tassi royalty oscillano tra l'1% e il 10%. Inoltre questo tasso è il tasso medio rilevato dai fatturati dei primi quattro mesi del 2021.

#### Coefficiente di attualizzazione

Per attualizzare il valore delle royalty viene utilizzato il tasso di sconto **CAPM** (*Capital Asset Pricing Model*) che indica il rendimento atteso degli investitori.

Per il calcolo del tasso sono stati utilizzati i seguenti dati:

- **Tasso di rendimento privo di rischio** (*risk free rate*) = **0,23%** (pari al rendimento medio dei titoli di Stato a cinque anni);
- **Coefficiente Beta** = **1,10** (dato pubblicato dalla New York University e relativo al Beta medio del settore "Information Services");
- **Premio per il Rischio** (*market risk premium*) = **6,10%**.

Il CAPM utilizzato per l'attualizzazione dei flussi è pari a **6,94%**, così calcolato:  $0,23\% + (1,10 \times 6,10\%)$ .

#### Periodo di tempo

Come orizzonte temporale della stima si è preso in considerazione un periodo di **10 anni**, ritenuto un periodo di tempo coerente con la vita utile di un bene intangibile come un marchio.

L'utilizzo di un orizzonte temporale "standard" di 18 anni seguendo i tempi di minimo ammortamento fiscale di un marchio oggi vigente non è corretto a parere dello scrivente. Questo genera per marchi "non celebri" risultati sovrastimati. O meglio certi marchi possono essere ricordati anche per più di 18 anni (in caso di interruzione dell'uso) ma questo non è un riferimento assoluto per l'utilizzo del metodo. Assolutamente senza senso è l'utilizzo del tempo residuo di validità amministrativa.

Si perviene quindi alla seguente determinazione:

periodo	vendite attese	tasso di royalty	tasso di attualiz.	royalties
n	300.000	7%	-	21.000
n+1	360.000	7%	6,94	25.200
n+2	432.000	7%	6,94	30.240
n+3	518.400	7%	6,94	36.288
n+4	622.080	7%	6,94	43.546
n+5	746.496	7%	6,94	52.255
n+6	895.795	7%	6,94	62.706
n+7	1.074.954	7%	6,94	75.247
n+8	1.289.945	7%	6,94	90.296
n+9	1.547.934	7%	6,94	108.355

La sommatoria delle royalties, così determinate, ammonta ad euro 545.133 ed il valore attualizzato è pari a 372.330.

Si può quindi affermare che il valore attribuibile al marchio "SHENKER", bene intangibile oggetto di separata valutazione, sia non inferiore ad euro 372.330.

Valore complessivo del ramo di azienda

In conclusione si ritiene che il valore complessivo del ramo di azienda oggetto della presente perizia di stima sia così determinato:

- *Valore del sistema operativo*: 1.147.185
- *Valore del Fondo T.F.R. (-)*: 12.200
- *Valore del marchio*: 372.330

Valore totale del ramo di azienda: 1.507.315.

Si ritiene che il valore sopra indicato sia congruo e rappresenti la conclusione finale cui è pervenuto il sottoscritto avendo operato con coscienza, autonomia, diligenza, prudenza e nel rispetto di criteri corretti.

Roma, 20 settembre 2021

In fede

*Dott. Sandro Notarantonio*

