

PROF. GIORGIO PELLATI

A.C. DI VALUTAZIONE D'AZIENDA
e/o UNIPV e UNINSUBRIA
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE
CONSULENTE TECNICO DEL GIUDICE

PARERE VOLONTARIO NON VINCOLANTE

SUL VALORE ECONOMICO DEL MARCHIO

"MORESCHI"

DI PROPRIETÀ DELLA SOCIETÀ

MORESCHI S.P.A. in liquidazione giudiziale



Giorgio Pellati

INDICE ALLEGATI

- ALL. 1** Scheda riepilogante il fatturato conseguito dalla Società Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale nelle annualità dal 2016 al 2019, ripartito per area geografica di provenienza
- ALL. 2** Tabella riepilogativa delle registrazioni del marchio "Moreschi" fornita dal Curatore Dott. Stefano Gorgoni

INDICE

1. PREMESSA	1
2. OBIETTIVI DELL'INCARICO	1
3. IPOTESI E LIMITI	2
4. MODALITÀ DI ESECUZIONE DELL'INCARICO	3
5. IL MARCHIO OGGETTO DI VALUTAZIONE	3
6. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	6
6.1. LA VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI	6
6.2. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE ADOTTATO	10
6.3. IL VALORE DEL MARCHIO "MORESCHI"	11
7. CONCLUSIONI	17

1. PREMESSA

La Società Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale (Liquidazione Giudiziale n. 51/2024) – con sede legale in Vigevano (PV), Via Cararola n. 69, P.IVA 00333260180 – in persona del Curatore Dott. Stefano Gorgoni, su autorizzazione del Giudice Delegato Dott.ssa Mariaelena Cunati del 23 ottobre 2024, ha conferito al sottoscritto Giorgio Pellati – *Professore a contratto di Valutazione delle Aziende presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università degli Studi di Pavia, Dottore Commercialista e Revisore Contabile, domiciliato in Pavia, Via Longobardi n. 13* – l'incarico di eseguire un parere volontario non vincolante (relazione di valutazione) sul valore economico del marchio "Moreschi" di pertinenza della Società Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale, alla data del 30 settembre 2024, ai fini della prospettata cessione dello stesso.

Si precisa che il valore del marchio "Moreschi" individuato nel presente elaborato è da ritenersi comprensivo del valore di tutti i segni distintivi, delle insegne, dei loghi e dei domini riportanti l'indicazione "Moreschi".

Nel presente documento sono sintetizzati gli obiettivi, le ipotesi e le limitazioni dell'incarico, la descrizione del criterio adottato, le modalità di applicazione della metodologia utilizzata e i risultati del lavoro svolto.

2. OBIETTIVI DELL'INCARICO

Obiettivo dell'incarico è fornire un parere volontario non vincolante (relazione di valutazione) in merito al valore economico del marchio "Moreschi", alla data del 30 settembre 2024, ai fini della prospettata cessione dello stesso.

A riguardo di quanto sopra esposto risulta opportuno sottolineare che per valore generale (o *valore economico* o *fair value*) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di una società, di un ramo o di un *intangibile asset*, valore che può essere negoziato fra compratore e venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un

ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Il valore generale rappresenta quindi un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione professionale di una realtà complessa.

Il *prezzo di vendita* si differenzia dal valore generale, in considerazione di fenomeni contingenti in relazione alle condizioni di mercato nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse.

3. IPOTESI E LIMITI

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte nel presente documento devono essere interpretati alla luce di quanto segue:

- l'incarico è da intendersi conferito su base volontaria; i risultati della stima hanno natura consultiva e non vincolante;
- le stime effettuate sono riconducibili esclusivamente ai fini dell'incarico ricevuto;
- le analisi valutative sono state effettuate con data di riferimento al 30 settembre 2024;
- tutte le informazioni utilizzate nell'ambito dell'incarico, sono state fornite dal Curatore Dott. Stefano Gorgoni, che rimane pertanto responsabile della completezza, accuratezza e veridicità delle stesse. Si precisa che, non avendo potuto ottenere dalla contabilità interna in maniera analitica i dati di fatturato separati e necessari per la stima, si è richiesto all'ex Amministratore della Società – quale fosse la percentuale dei fatturati storici 2016 – 2019 rilevabili dai bilanci CEE (ALL. 1) effettivamente riconducibile al solo marchio "Moreschi";
- tutte le informazioni ottenute sono state analizzate sotto l'esclusivo profilo della ragionevolezza: lo scopo dell'incarico non include infatti interventi di revisione o certificazione o verifica formale della documentazione fornita; non si assume, quindi, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle

informazioni utilizzate;

- sono stati applicati metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina professionale.

Si ricorda, infine, che le condizioni dell'incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti per eventi successivi alla data di emissione del presente rapporto.

4. MODALITÀ DI ESECUZIONE DELL'INCARICO

Lo svolgimento dell'incarico è stato articolato nelle fasi principali descritte di seguito:

- individuazione della metodologia valutativa ritenuta più appropriata per il caso specifico nell'ambito delle metodologie comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale e ritenute idonee a rappresentare le peculiarità caratterizzanti il marchio oggetto di stima;
- definizione dei parametri necessari all'applicazione della metodologia di valutazione prescelta;
- applicazione della suddetta metodologia;
- presentazione delle analisi svolte e delle conclusioni.

5. IL MARCHIO OGGETTO DI VALUTAZIONE

L'oggetto della valutazione è individuabile nel marchio "Moreschi" di proprietà della Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale - con sede legale in Vigevano (PV), Via Cararola n. 69, P.IVA 00333260180 -, costituita in data 20 dicembre 1975 con il seguente oggetto sociale:

<<Fabbricazione e commercio all'ingrosso ed al dettaglio di calzature, articoli di abbigliamento, pelletterie in genere.

Essa potrà compiere, nei limiti di cui alle leggi n. 1/1991 e 197/1991, tutte le operazioni commerciali, industriali ed immobiliari necessarie ed utili per il conseguimento dell'oggetto sociale; potrà compiere operazioni mobiliari e finanziarie, di credito non al consumo, concedere avalli, fideiussioni e garanzie in genere a favore di società e di terzi,

anche a titolo gratuito, con le limitazioni di cui all'art. 2358 c.c. e purché strumentali al conseguimento dell'oggetto sociale e non intraprese nei confronti del pubblico; potrà assumere con le stesse limitazioni di cui sopra, sia direttamente che indirettamente, purché funzionalmente collegate al raggiungimento dell'oggetto sociale ed in via non prevalente, interessenze e partecipazioni in altre società ed imprese, aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio.>>

La Società Moreschi S.p.A. nacque nell'ottobre del 1946 a Vigevano (PV) su iniziativa del Sig. Mario Moreschi che fondò il "Calzaturificio Biellese" con l'obiettivo di produrre e vendere scarpe da uomo di alta qualità.

La prima fabbrica ebbe sede in Via Mulini n. 13, nel centro di Vigevano, ed impiegava tre orlatrici, due calzolai, una tagliatrice, due montatori, due fresatori, uno smerigliatore e due inguarnitrici. Sin da subito l'attività venne indirizzata verso un prodotto artigianale di pregio: vi erano solo due macchine, tutto il resto veniva effettuato a mano.

La qualità dei prodotti a marchio Moreschi era, infatti, garantita grazie allo svolgimento al proprio interno dell'intera filiera produttiva puntando su un'artigianalità 100% *made in Italy*: tutto veniva curato nel minimo dettaglio, dalla scelta attenta dei materiali alla produzione e vendita nei negozi.

Nel 1955 la Società cominciò ad espandere la propria rete di vendita verso i mercati esteri, primo tra i quali quello tedesco. Già nel 1957, sotto la guida del Sig. GianBeppe Moreschi, figlio del fondatore Mario Moreschi, si raggiunse un significativo successo nel mercato internazionale.

Nel 1963 il *designer* Angelo Gabriele Fronzoni creò il caratteristico logo Moreschi, rappresentato da due scarpe maschili stilizzate nere su sfondo bianco formanti una emme, e il nome della Società diventò Calzaturificio Moreschi S.p.A..

Nel 1969 venne aperta la prima *boutique* monomarca a Milano in Via Manzoni e da qui partì l'apertura di una serie di negozi a marchio Moreschi su tutto il territorio nazionale.

Nel corso degli anni il portafoglio prodotti si incrementò e a partire dal 1979 Moreschi iniziò a produrre internamente anche la pelletteria, e dal 2000 si decise di allargare l'offerta prodotti anche al settore donna dando così inizio alla produzione di calzature ed accessori femminili.

Fino all'apertura della Procedura di Liquidazione Giudiziale, come risulta dalla visura camerale storica della Società e dalle indicazioni fornite dal Curatore, Moreschi operava con le seguenti sedi secondarie/unità locali:

Unità' Locale n. PV/15	VIA SAN GIOVANNI 105/107 VIGEVANO (PV) CAP 27029
Unità' Locale n. PV/18	VIA CARAROLA 69/71 VIGEVANO (PV) CAP 27029
Unità' Locale n. PV/19	VIA CARAROLA 73 VIGEVANO (PV) CAP 27029
Unità' Locale n. BS/1	PIAZZA CASCINA MOIE 1 RODENGO-SAIANO (BS) CAP 25050
Unità' Locale n. MI/1	VIA MANZONI ALESSANDRO 12 MILANO (MI) CAP 20121
Unità' Locale n. MI/2	VIA SANT'ANDREA 12 MILANO (MI) CAP 20121
Unità' Locale n. RM/3	VIA DEL PONTE DI PISCINA CUPA 64 ROMA (RM) CAP 00128
Unità' Locale n. RM/4	VIA DEL PONTE DI PISCINA CUPA 64 ROMA (RM) CAP 00128

Come confermato dal Curatore, tutte le unità locali (ad eccezione della vecchia sede di Via San Giovanni, e di quelle site a Roma) sopra indicate erano ancora operanti alla data di apertura della Procedura.

La Società da lunga data opera contraddistinta dal marchio figurativo "Moreschi".



Infatti, tale marchio è stato depositato la prima volta nel 1964 (data della registrazione 23/03/1964), come evincibile dall'allegata tabella riepilogativa delle registrazioni effettuate, fornita direttamente dal Curatore (ALL. 2).

Si precisa che le registrazioni per i Paesi più rilevanti sono state via via rinnovate nel tempo dalla Società *in bonis* e, da ultimo, anche dalla Curatela.

6. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

6.1. La valutazione dei beni immateriali

Le metodologie applicabili per la valutazione degli *intangibles assets* sono di seguito descritte.

Definizione di beni immateriali

Seguendo l'impostazione della dottrina prevalente, per poter essere qualificati come "beni immateriali" (cosiddetti *intangibles*) è necessario che i beni siano contestualmente:

- all'origine di costi a utilità differita nel tempo;
- trasferibili, vale a dire cedibili a terzi, ancorché a date condizioni e congiuntamente a uno o pochi altri beni (sia materiali sia immateriali);
- misurabili per ciò che attiene al loro valore.

La possibilità di attribuire ai beni immateriali un valore autonomo è subordinata al verificarsi di almeno una delle seguenti condizioni:

- deve essere possibile "estrarre" i beni immateriali dall'impresa cui appartengono senza pregiudicare la "sopravvivenza" di tale impresa;
- gli stessi beni, qualora non siano "estratti" dall'impresa cui appartengono, devono assicurare al patrimonio una redditività in linea con il rischio attribuibile all'investimento in tali beni.

Criteri di stima dei beni immateriali

La stima dei beni immateriali è caratterizzata da incertezze metodologiche e applicative, dato che la dottrina non ha ancora formulato criteri di generale accettazione utilizzabili a tale fine. In ogni caso, a prescindere dal criterio di valutazione utilizzato, il (plus)valore attribuibile ai beni immateriali rispetto al loro valore contabile deve necessariamente riflettere la stretta connessione che "lega" tale (plus)valore alla capacità reddituale dell'azienda. Infatti, tale (plus)valore è ammissibile soltanto in presenza di livelli di reddito compatibili.

Come evidenziato dalla dottrina prevalente, la stima dei beni immateriali è effettuata attraverso uno dei seguenti approcci:

- approccio del costo;
- approccio economico;
- approccio di mercato.

Come vedremo in dettaglio nel prosieguo, ciascuno di questi approcci si presenta in due versioni.

Approccio del costo

L'approccio del costo si presenta in due versioni:

- metodo del costo storico residuale;
- metodo del costo di riproduzione.

Metodo del costo storico residuale

Il metodo del costo storico residuale consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi dei costi che storicamente sono stati necessari per la realizzazione di tale bene. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

- accertando i costi che sono stati effettivamente necessari per la realizzazione di tale bene; la somma di tali costi costituisce il "costo storico" del bene immateriale;
- (eventualmente) rivalutando il costo storico per tenere conto degli effetti dell'inflazione, ottenendo il "costo storico rivalutato" dello stesso bene;
- (eventualmente) riducendo il costo storico (eventualmente rivalutato) per tenere conto della residua possibilità di utilizzazione del bene; quest'ultima operazione, che conduce alla determinazione del "costo storico residuale", può essere effettuata, alternativamente:
 - deducendo dal costo storico (eventualmente rivalutato) gli ammortamenti in proporzione al rapporto che intercorre tra la vita utile residua del bene immateriale e la sua vita complessiva;

- o dopo la formazione iniziale, come sommatoria degli investimenti eccedenti o carenti rispetto al livello di spesa "di mantenimento" dell'*intangibile*.

Il principale limite del metodo del costo storico residuale è costituito dalla scarsa significatività che in alcuni casi possono avere i costi che sono stati effettivamente necessari per la realizzazione dei beni immateriali.

Metodo del costo di riproduzione

Il metodo del costo di riproduzione consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi dei costi che occorrerebbe sostenere per la realizzazione oggi di tale bene. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

- accertando i costi che sono effettivamente necessari per la realizzazione di tale bene; tale stima, che costituisce il "costo di riproduzione" del bene immateriale, può essere effettuata, alternativamente:
 - in via analitica, individuando le risorse necessarie per la realizzazione del bene immateriale, i prezzi unitari di tali risorse e la distribuzione temporale dei costi (al fine della loro attualizzazione);
 - moltiplicando con opportuni coefficienti i costi effettivamente sostenuti per la realizzazione di un dato bene; quest'ultima procedura può determinare risultati poco significativi soprattutto in presenza di rilevanti progressi tecnologici;
 - utilizzando congiuntamente le due precedenti metodologie;
 - riducendo il costo di riproduzione per tenere conto dello stato d'uso del bene; tale rettifica:
 - o è determinata applicando al costo di riproduzione un coefficiente pari al rapporto che intercorre tra la vita utile residua del bene immateriale e la sua vita complessiva;
 - o non deve essere operata nel caso in cui il costo di riproduzione sia stimato con riferimento al bene immateriale nello stato in cui esso si trova attualmente, dato che, concettualmente, in questo caso la vita utile residua del bene immateriale

coincide con la sua vita complessiva.

Approccio economico

L'approccio economico si presenta in due versioni:

- metodo di attualizzazione dei risultati differenziali;
- metodo del "costo della perdita".

Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali

Il metodo di attualizzazione dei risultati differenziali consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi del risultato economico (differenza tra ricavi e costi) differenziale che caratterizza l'azienda rispetto a situazioni "normali" di concorrenti che non utilizzano tale bene. Il "risultato differenziale" deve essere opportunamente attualizzato in base alla sua durata prevista.

Metodo del "costo della perdita"

Il metodo del "costo della perdita" consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale attraverso l'analisi della perdita, intesa quale riduzione del margine di contribuzione complessivo e comparsa di un eccesso di costi di struttura, che si verificherebbe nel caso in cui la disponibilità del bene venisse meno. Più in dettaglio, in base a tale metodo, la stima di un dato bene immateriale è effettuata:

- accertando la perdita con riferimento all'intero arco temporale necessario affinché sia ripristinata la situazione di equilibrio;
- attualizzando tale perdita.

Approccio di mercato

L'approccio di mercato si presenta in due versioni:

- metodo dei tassi di *royalties* comparabili;
- metodo dei moltiplicatori di mercato.

Metodo dei tassi di royalties comparabili

Il metodo dei "tassi di royalties comparabili" consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale (tipicamente un marchio o un brevetto) attraverso l'analisi delle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi di tale bene. In termini matematici, il valore attribuibile al bene immateriale è determinato attraverso la seguente formula:

$$BI = \sum_{t=1}^n (r \times S) / (1+i)^t$$

dove:

BI = valore del bene immateriale;

[1, n] = intervallo temporale di riferimento corrispondente alla vita utile del bene;

r = tasso di royalties;

S = vendite attese in base a un dato tasso di crescita;

i = tasso di attualizzazione (pari al tasso opportunità per investimenti di pari rischio).

La stima del tasso di royalties richiede l'esistenza di un numero adeguato di transazioni comparabili da cui dedurre un intervallo "di mercato" di royalties con riferimento al bene immateriale considerato. Il tasso di royalties deve essere scelto in maniera opportuna all'interno di tale intervallo.

Metodo dei moltiplicatori di mercato

Il metodo dei "moltiplicatori di mercato" consente di stimare il valore attribuibile a un determinato bene immateriale applicando opportuni moltiplicatori dedotti dal mercato a una o più grandezze contabili.

6.2. Il procedimento di valutazione adottato

Dopo un'accurata analisi del marchio oggetto di valutazione, sulla base dei principi generali nonché dei documenti e delle informazioni a disposizione dello scrivente, si è tratto il convincimento di adottare il "metodo dei tassi di royalties comparabili".

6.3. Il valore del marchio "Moreschi"

Secondo il "metodo dei tassi di *royalties* comparabili" il valore attribuibile al bene immateriale è determinato attraverso la seguente formula:

$$BI = \sum_{t=1}^n (r \times S) / (1+i)^t$$

dove:

BI = valore del bene immateriale;

[1, n] = intervallo temporale di riferimento corrispondente alla vita utile del bene;

r = tasso di *royalties*;

S = vendite attese in base a un dato tasso di crescita;

i = tasso di attualizzazione (pari al tasso opportunità per investimenti di pari rischio).

La formula appena esposta, quindi, presuppone la determinazione dei seguenti parametri.

Il fatturato prospettico

Lo scrivente ha preso visione dei Bilanci CEE al 31/12/2016, al 31/12/2017, al 31/12/2018 e al 31/12/2019 della Società¹, dai quali risulta che la stessa ha conseguito i seguenti fatturati, suddivisi per area geografica (ALL. 1):

	2016	2017	2018	2019
Italia	5.664.266,00	6.535.903,00	5.703.901,00	4.564.979,00
Europa CEE	9.317.866,00	8.943.334,00	8.665.078,00	6.732.934,00
Europa dell'Est	6.373.780,00	7.465.844,00	6.205.701,00	5.555.972,00
Medio Oriente	4.485.677,00	4.739.337,00	3.841.641,00	3.022.060,00
Asia	3.169.091,00	3.020.505,00	2.637.289,00	1.947.073,00
Africa	1.100.673,00	992.928,00	1.018.078,00	1.068.342,00
America	1.067.483,00	1.064.933,00	1.047.627,00	899.278,00
Totale	31.178.836,00	32.762.784,00	29.119.315,00	23.790.638,00

In particolare, di tali fatturati il Curatore ha comunicato allo scrivente che, sulla base

delle indicazioni fornite dall'ex Amministratore della Società - *in loco* - *ad hoc* - *ad personam* -, il fatturato effettivamente riconducibile al marchio "Moreschi" è pari a circa l'80,00% annuo di ciascun fatturato globale.

Di conseguenza, i fatturati storici considerabili ripetibili e rappresentativi per il futuro, riconducibili al solo marchio "Moreschi" sono i seguenti:

	2016	2017	2018	2019
Italia	4.531.412,80	5.228.722,40	4.563.120,80	3.651.983,20
Europa CEE	7.454.292,80	7.154.667,20	6.932.062,40	5.386.347,20
Europa dell'Est	5.099.024,00	5.972.675,20	4.964.560,80	4.444.777,60
Medio Oriente	3.588.541,60	3.791.469,60	3.073.312,80	2.417.648,00
Asia	2.535.272,80	2.416.404,00	2.109.831,20	1.557.658,40
Africa	880.538,40	794.342,40	814.462,40	854.673,60
America	853.986,40	851.946,40	838.101,60	719.422,40
Totale	24.943.068,80	26.210.227,20	23.295.452,00	19.032.510,40

Per la determinazione delle *royalties* nette prospettiche ragionevolmente riconducibili al marchio oggetto di valutazione si è ritenuto ragionevole effettuare due distinte ipotesi di conteggio:

- **IPOTESI I:** che considera quale fatturato prospettico Euro 23.370.314,60, ovvero la media semplice dei fatturati 2016 - 2019 sopra esposti;
- **IPOTESI II:** che considera quale fatturato prospettico Euro 16.359.220,22, ovvero la media semplice dei fatturati 2016 - 2019 sopra esposti abbattuta del 30,00%, in considerazione del fatto che l'attività è temporaneamente sospesa e che inoltre la Società è sottoposta a Liquidazione Giudiziale. Tali circostanze, infatti, si ritiene che possano aver causato un danno reputazionale e un indebolimento del marchio oggetto di stima.

Royalties applicabili

Nella prassi, i tassi di *royalties* rilevabili sul mercato possono assumere valori molto

¹ Le annualità successive al 2019 non sono state prese in considerazione in quanto particolarmente influenzate dalla crisi che ha coinvolto la Società nonché caratterizzate da una particolare straordinarietà (anche per effetto della pandemia da Covid-19), che le hanno rese irripetibili per il futuro.

differenti e mutare anche considerevolmente in base al mercato di riferimento, con percentuali oscillanti dallo 0,50% al 10,00% del fatturato annuo.

Sulla base dell'esperienza e con il conforto delle pubblicazioni riscontrate, si può affermare che, nel settore di riferimento dell'*intangible* oggetto di valutazione (settore: calzature), le *royalties* lorde economicamente sostenibili siano in media pari al 2,60%².

Tale valore è stato individuato grazie all'applicazione della cosiddetta metodologia del 25% *Rule (rule of thumb)*, frequentemente applicata nella prassi internazionale, che per la determinazione del saggio di *royalty* economicamente sostenibile prevede lo sviluppo della seguente formula:

$$\text{Saggio di royalty} = (\text{Risultato Operativo/Ricavi}) * 25,00\%$$

Tale metodologia presuppone che si riconosca che il valore creato dal contratto di licenza dovrebbe essere equamente diviso tra licenziante e licenziatario.

Il 25% *Rule* è un principio empirico che stabilisce un metodo semplice di suddivisione del valore della licenza tra il licenziatario e licenziante. I profitti della licenza sono idealmente suddivisi come segue:

- 75% *licensee*
- 25% *licensor*.

La formula viene, quindi, applicata per un campione di società comparabili a quella *target* al fine di individuare il saggio di *royalty* medio del settore di riferimento.

Tale metodologia, tuttavia, restituisce un tasso di *royalty* lordo.

Sebbene la dottrina economico aziendale non sia univoca nel ritenere maggiormente appropriato l'utilizzo di un tasso di *royalty* lordo o netto, nel caso di specie, prudenzialmente, si è ritenuto opportuno considerare un tasso di *royalty* netto pari all'1,87% [*post tax*: 2,60%*(1 - 27,90%)].

² Fonte: "Royalty economicamente sostenibili - valori medi di 134 settori produttivi - 2018" ricerca effettuata da Salvidio & Partners Società Tra Professionisti Ltd

Calcolo del tasso opportunità

Benché la dottrina economico aziendale non sia univoca nel ritenere maggiormente appropriato l'utilizzo del tasso di attualizzazione corrispondente al "costo del capitale proprio" o al "costo medio ponderato del capitale", prudenzialmente, anche in questo caso, si è ritenuto opportuno adottare la prima tipologia di tasso.

In merito al problema inerente alla definizione del tasso opportunità per investimenti di pari rischio è stato, quindi, adottato un approccio del tipo *Capital Asset Pricing Model*, considerando la struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento; in particolare il k_e risulta dalla somma del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e di un premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività della Società.

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, sulla base del rendimento medio annuo del *Benchmark Bund* Germania - Paese maturo - decennale (rendimento medio relativo al periodo 01/10/2023 - 30/09/2024) pari al 2,38%³.
- B = Coefficiente di volatilità beta, derivato dall'andamento dei prezzi di un campione di società operanti in settori analoghi (*Shoe*), pari a 1,27⁴.
- $R_m - R_f$ = Premio medio di mercato per il rischio azionario, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento

³ Fonte: <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data>

⁴ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 4,11%⁵, come suggerito dalla migliore prassi professionale, sulla base del differenziale di rendimento di lungo periodo tra titoli azionari e obbligazionari su un mercato finanziario maturo, cui risulta essere stato sommato un premio per il rischio Paese pari al 3,38%, determinato quale media dei *Country risk premium*⁶ delle aree geografiche di operatività della Società ponderata per la percentuale di produzione del fatturato in ciascuna rispettiva area geografica. L'ERP assunto è, quindi, pari al 7,49%.

Al tasso così determinato è stato, inoltre, aggiunto un premio addizionale per il rischio specifico della realtà oggetto di valutazione, che tiene conto, tra l'altro, delle ridotte dimensioni della Società rispetto alle società quotate del medesimo settore, pari al 2,00%. La prassi operativa è, infatti, solita considerare un premio aggiuntivo per la *small cap* dell'azienda oggetto di stima rispetto ai *comparables* quotati considerati per la definizione del tasso compreso fra l'1,00% e il 5,00%.

Sulla base di quanto sopra esposto, il costo del capitale proprio è stato stimato pari al 13,85%.

Il periodo di riferimento

Il periodo di riferimento per l'attualizzazione non può prescindere dalla considerazione della vita utile del bene immateriale oggetto di valutazione. In generale, la vita utile di un bene immateriale corrisponde all'orizzonte temporale entro il quale ci si attende che lo stesso generi utilità economiche future.

⁵ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁶ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

A tal fine, non rileva assolutamente la cosiddetta "durata amministrativa del marchio" o "la durata residua del marchio al momento del trasferimento". In Italia, prima della riforma del dicembre 1992, si prevedeva il rinnovo ogni venti anni; oggi ogni dieci. Esistono marchi ormai centenari e marchi che decadono implicitamente dopo 5 anni dalla registrazione (ad esempio per il non uso).

Considerata la storicità del marchio oggetto di valutazione, ai fini valutativi, risulta corretto utilizzare un orizzonte temporale di durata del segno distintivo illimitato, che corrisponde comunque all'algoritmo della rendita limitata a circa 25/30 anni.

Il valore del marchio "Moreschi"

Sulla base delle considerazioni esposte in precedenza, avuto riguardo per le ipotesi e i limiti adottati nel corso delle analisi valutative svolte, i parametri per l'applicazione della formula del criterio dei tassi di *royalties* comparabili sono i seguenti:

- intervallo temporale di riferimento corrispondente alla vita utile del marchio = illimitato⁷;
- tasso di *royalty* netto = pari all'1,87%;
- fatturato atteso = Euro 23.370.314,60, nell'IPOTESI I ed Euro 16.359.220,22, nell'IPOTESI II;
- tasso opportunità per investimenti di pari rischio = pari al 13,85%;
- tasso di crescita *g* = prudenzialmente non è stato considerato alcun tasso di crescita.

In ipotesi di orizzonte temporale illimitato la formula per la stima del valore del marchio può così essere sintetizzata:

$$BI = \sum_{t=1}^n (r \times S) / (1+i)^t$$

dove:

⁷ Che comunque si ricorda corrispondere all'algoritmo della rendita limitata a circa 25/30 anni.

BI = valore del bene immateriale;

[1, n] = intervallo temporale di riferimento corrispondente alla vita utile del bene;

r = tasso di *royalties*;

S = vendite attese in base a un dato tasso di crescita;

i = tasso di attualizzazione (pari al tasso opportunità per investimenti di pari rischio).

Svolgendo la predetta formula si ottiene che BI è pari a Euro 3.162.039,16, nell'IPOTESI I ed Euro 2.213.427,41, nell'IPOTESI II.

	IPOTESI I	IPOTESI II
Fatturato prospettico	23.370.314,60	16.359.220,22
Tasso di Royalty netto	1,87%	1,87%
Royalty netta prospettica	438.099,92	306.669,94
Ke	13,85%	13,85%
VALORE MARCHIO MORESCHI	3.162.039,16	2.213.427,41

7. CONCLUSIONI

Sulla base delle ipotesi valutative espresse e in considerazione dell'applicazione del metodo dei tassi di *royalties* comparabili, si può stimare che il valore economico del marchio "Moreschi" della Società Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale, al 30/09/2024, è ricompreso nel seguente range di valori arrotondati:

Euro 2.213.000,00 (IPOTESI II) ≤ Marchio "Moreschi" ≤ Euro 3.162.000,00 (IPOTESI I)

* * * * *

Il sottoscritto ritiene di aver espletato l'incarico affidato, rimane a disposizione per ogni chiarimento e ringrazia per la fiducia accordata.

Pavia, 31 ottobre 2024

Giorgio Pellati



ALL. 1 Scheda riepilogante il fatturato conseguito dalla Società Moreschi S.p.A. in liquidazione giudiziale nelle annualità dal 2016 al 2019, ripartito per area geografica di provenienza

Fatturati da NI dei Bilanci CEE

	2016	2017	2018	2019
Italia	5.664.266,00	6.535.903,00	5.703.901,00	4.564.979,00
Europa CEE	9.317.866,00	8.943.334,00	8.665.078,00	6.732.934,00
Europa dell'Est	6.373.780,00	7.465.844,00	6.205.701,00	5.555.972,00
Medio Oriente	4.485.677,00	4.739.337,00	3.841.641,00	3.022.060,00
Asia	3.169.091,00	3.020.505,00	2.637.289,00	1.947.073,00
Africa	1.100.673,00	992.928,00	1.018.078,00	1.068.342,00
America	1.067.483,00	1.064.933,00	1.047.627,00	899.278,00
Totale	31.178.836,00	32.762.784,00	29.119.315,00	23.790.638,00

ALL. 2 Tabella riepilogativa delle registrazioni del marchio "Moreschi" fornita dal Curatore Dott. Stefano Gorgoni

