

**PARERE SULLA CONGRUITA’
DEL VALORE DEI MARCHI LEGGIUNO E LINKS**

dott. Alessandro Augusto
Via Santa Sofia, 24
20122 Milano



INDICE

PREMESSA	Pag. 4
FINALITA' ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	Pag. 4
LA SOCIETA'	Pag. 5
LA VALUTAZIONE DEI MARCHI	Pag. 6
CONCLUSIONI	Pag. 18



ALLEGATI

– Incarico del 20 marzo 2023	All. 1
– Relazione di stima del Dott. Simone	All. 2
– Schede registrazione dei marchi	All. 3
– Tassi royalties (fonte Markables.net)	All. 4
– Tasso BTP 10 anni (asta del 31/3/2023)	All. 5
– Beta di settore gennaio 2023 (fonte Damodaran)	All. 6
– Market Risk Premium marzo 2022	All. 7
– Tassi interesse applicabili 1° trim 2023	All. 8
– Bilancio riclassificati 2016 – 2020	All. 9
– Indici settore (fonte Cerved)	All.10



PREMESSA

Il sottoscritto Alessandro Augusto, dottore commercialista con studio in Milano in via Santa Sofia n.24, è stato incaricato dal Curatore della società Leggiuno Spa in liquidazione (di seguito anche la “Società”), con sede in Leggiuno (VA) in via Dante Alighieri 1, sottoposta a Liquidazione Giudiziale dal 09/02/2023, di verificare il valore dei seguenti marchi:

MARCHIO	PAESE	NUMERO	DECORRENZA	SCADENZA
LINKS	Unione Europea	006734925	07/03/2018	07/03/2028
LINKS	Unione Europea	006609127	25/01/2018	25/01/2028
LEGGIUNO	Cina	11650875	21/03/2016	20/03/2026
LEGGIUNO	Cina	5091701	27/05/2019	27/05/2029
LEGGIUNO	Unione Europea	004693974	27/01/2016	19/10/2025
LEGGIUNO	Hong Kong	300562743	11/01/2016	10/01/2026
LEGGIUNO in ideogrammi cinesi	Cina	5095429	27/05/2019	27/05/2029
LEGGIUNO	Taiwan	095019809	15/02/2017	15/02/2027
LEGGIUNO	Turchia	2005/56788	27/01/2016	26/12/2025

FINALITA' ED OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

La presente relazione ha la finalità di valutare i marchi di proprietà della Leggiuno SpA in liquidazione, come individuati nella premessa, e di verificare la congruità del loro valore in vista di una successiva cessione (**Allegato 1**).

Pur nel rispetto delle normali caratteristiche di completezza e approfondimento, le informazioni risultanti dai documenti della Società utilizzate nell'ambito del lavoro svolto, integralmente o parzialmente riportate



nella presente relazione, non sono state oggetto di autonoma verifica da parte dello scrivente.

Si precisa che la documentazione, nonostante una ricerca sistematica non è stata di facile reperimento, soprattutto per la necessità di individuare elementi relativi ai margini gestionali.

Si sottolinea, inoltre, che la mancanza di un referente storico operativo ha reso ulteriormente complessa l'attività di analisi dei dati.

A corollario, non esaustivo, di quanto sopra si sottolinea che:

- 1) si è tenuto conto dei bilanci degli esercizi della Società dal 31 dicembre 2016 al 31 dicembre 2020 (ultimo bilancio approvato);
- 2) le scritture, appostazioni e rettifiche del bilancio sono state ritenute corrette, congrue e rispondenti allo stato di fatto;
- 3) è stata presa in esame la Relazione di stima del dott. Raffaele Massimo Simone del luglio 2021 (**Allegato 2**);
- 4) sono state assunte come valide le informazioni ottenute all'esito dei colloqui intrattenuti con il Curatore.

LA SOCIETA'

La società Leggiuno S.p.A. in liquidazione è stata costituita in data 9 marzo 2005. Come si evince dalle relazioni ai bilanci, la Società operava nell'ambito della *produzione e commercializzazione di tessuti tinti in filo, tinti in pezza e stampati, per camiceria e abbigliamento, collocandosi all'interno del comparto luxury & fashion*.

In particolare, tutte i suddetti prodotti sono commercializzati con il marchio "Leggiuno", tranne i tessuti stampati che si riferiscono al marchio "Links".



La Società, nonostante i buoni margini di commercializzazione (come meglio specificato in seguito) ha conseguito risultati negativi almeno a partire dall'esercizio 2009, con conseguente omologa di un piano concorsuale nel 2015. Con Decreto del 9 febbraio 2023, il Tribunale di Varese ha decretato la liquidazione giudiziale della Società.

LA VALUTAZIONE DEI MARCHI

Al fine di esprimere un parere sui diversi oggetti di valutazione, il perito ha ritenuto d'indagare i marchi dell'impresa.

Il "marchio" è l'elemento distintivo di un prodotto o di un servizio che permette al cliente d'individuare il "valore" degli stessi prodotti o servizi in relazione a quelli dei concorrenti.

I marchi possono limitarsi ad un "nome" o una parola, nonché ad elementi grafici e figurativi nonché, infine, ad un abbinamento tra queste diverse caratteristiche.

I marchi oggetto d'indagine, come detto alle premesse della presente relazione, sono il marchio d'impresa "Leggiuno" e quello relativo ai tessuti stampati denominato "Links".

I principali metodi di valutazione del marchio intendono addivenire ad una stima del maggior valore rinvenibile dai prodotti o servizi venduti, rispetto a quelli di un mercato "base" di riferimento, per effetto del solo "marchio" che li contraddistingue.

Come specificato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), i principali metodi di valutazione sono riferibili a tre diversi metodiche:

1. metodica del costo; i principali criteri di valutazione riconducibili questa metodica sono:



- costo storico aggiustato, che stima il costo di “riproduzione” del marchio per giungere al costo di “rimpiazzo”, dopo aver detratto i costi incurabili;
- costo unitario corrente, criterio diretto alla stima del costo di rimpiazzo sulla base del costo marginale unitario del/dei fattori di produzione necessari a ricreare il marchio sulla base del livello di conoscenze ed esperienze correnti e non del passato;
- costo unitario di produzione, criterio diretto di stima del costo di rimpiazzo, fondato su costi “standard”;

2. metodica del reddito: i principali criteri ad essa riconducibili sono:

- criterio dei benefici futuri attualizzati (DCF), che determina il valore del marchio sulla base del valore attuale dei benefici diretti attesi che si prevede verranno generati lungo la vita utile residua;
- criterio delle opzioni reali, che determina il valore del marchio sulla base del valore implicito delle opzioni possibili di sviluppo che lo caratterizzano;
- criterio del reddito in ipotesi di riavvio dell’attività, che determina il valore del marchio sull’ipotesi di detenere solo il marchio oggetto di valutazione e dover acquisire tutte le altre attività complementari necessarie a garantire lo sfruttamento del bene partendo da zero;
- criterio dei flussi differenziali, che determina il valore del bene per differenza tra il valore del bene con o senza il marchio;
- criterio del reddito attribuito, che determina il valore sulla base di un reddito attribuibile al marchio mediante la comparazione con parametri (soggettivi od oggettivi) con altri marchi similari;



- criterio degli extraredditi, che determina il valore del marchio sulla base del valore attuale del reddito riconducibile al marchio stesso, dopo aver detratto il costo d'uso

3. metodica del “mercato”: i principali criteri ad essa riconducibili sono:

- criterio delle transazioni comparabili, che determina il valore sulla base di multipli desunti da transazioni aventi ad oggetto marchi simili;
- criterio delle *royalty* di mercato, che determina il valore del bene immateriale sulla base del valore attuale delle royalties riconosciute su marchi comparabili.

Tutti i metodi sopra descritti richiedono una stima della vita utile residua del marchio, ossia la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi dal bene immateriale.

Lo scrivente ha pertanto verificato i periodi di “tutela legale” dei marchi derivanti dalle registrazioni (**Allegato 3**).

Le registrazioni hanno una validità di dieci anni ma, come sopra riportato e come evincibile dagli allegati, l'attuale durata media delle registrazioni del marchio “Leggiuno” è di quattro anni, mentre quella di “Links” è di cinque anni. Nel proseguo, si è considerato solo i residui periodi medi di durata in quanto, un maggior lasso di tempo, sarebbe meno significativo senza prevedere ulteriori e ingenti sforzi di “sostegno” del marchio stesso, data anche la situazione della Società (procedura concorsuale).

Come richiesto dall'incarico, lo scrivente ha verificato la stima effettuata dal dott. Simone (di seguito il “Perito”) nel luglio 2021, effettuata da quest'ultimo al fine di poter determinare l'importo rivalutabile nel bilancio al 31/12/2020, come previsto dall'art. 110 del DL 104/2020.



Il Perito, quale metodo di valutazione, ha utilizzato quello comunemente denominato “dello sgravio di royalties” (*relief from royalties*), determinando il valore dei marchi tramite il reperimento di tassi di royalties derivanti da transazioni comparabili.

Il citato metodo considera che il valore di un marchio sia determinabile mediante l'importo delle royalty pagate per poterlo utilizzare. Quali tassi da applicare ai fatturati dei prodotti commercializzati con il marchio oggetto di valutazione, vengono utilizzati quelli mediamente praticati nel settore in cui opera la Società. Determinate le royalties, si stima il periodo di tempo nel quale verranno percepite e, quindi, attualizzate con un appropriato tasso di interesse.

Gli elementi del metodo sono stati determinati dal Perito come segue:

- sono stati utilizzati i fatturati di un *Piano Economico Prospettico predisposto dal management*;
- la “vita utile dei marchi” è stata considerata di venti anni;
- i tassi di royalty sono stati recuperati dalla banca dati “Markables.net”;
- quale tasso di attualizzazione delle royalties è stato utilizzato il “Weight Average Cost of Capital” (WACC), pari al 10,83%;
- quale ulteriore componente del valore è stato determinato il “Tax Amortization Benefit” (TAB), ossia il beneficio fiscale di cui fruisce il proprietario del marchio per effetto della deducibilità degli ammortamenti.

In applicazione del metodo sopra sintetizzato, il Perito ha determinato in euro 963.995,53 il valore del marchio “Leggiuno” e in euro 528.303,88 il valore del marchio “Links”.

Lo scrivente ritiene che il valore come sopra determinato non sia più da considerarsi “attuale” per i seguenti motivi:



- la Società si trova in Liquidazione Giudiziale e, pertanto, l'utilizzo di dati prospettici ha perso "significatività";
- per il suddetto motivo, si ritiene che la "vita utile" dei marchi debba essere considerata quella di residua validità delle attuali registrazioni;
- utilizzare un unico metodo di valutazione (*relief from royalties*) nella stima dei "beni immateriali" è sconsigliabile, come previsto anche da Principi Italiani di Valutazione (par. III.5.12 – *E' opportuno che l'esperto effettui una verifica di ragionevolezza dei risultati di stima incrociando i risultati di più metodi di valutazione e le eventuali evidenze di mercato*);
- poiché la stima viene effettuata a due anni di distanza, è necessario utilizzare dati aggiornati delle royalties medie di mercato e dei componenti di calcolo del tasso di attualizzazione.

Come sopra esplicito, è necessario utilizzare un diverso parametro di riferimento dei fatturati a cui applicare i tassi di royalty. Si ritiene, infatti, che i fatturati conseguiti in passato possano essere maggiormente significativi (in quanto certi) quale indice di capacità di poterli produrre in futuro.

Come emerge dai bilanci d'esercizio, la Società negli ultimi tre anni (come da bilanci approvati) ha conseguito i seguenti ricavi

2018	2019	2020
14.961.752	12.099.861	7.293.410

Non vengono considerati ricavi dei periodi "più remoti", dato il trend negativo che ha interessato la Società a partire dal 2015.

Per poter calcolare le royalties dei due marchi, occorre ripartire tra i prodotti, recanti i differenti marchi, i relativi fatturati. Lo scrivente, non disponendo di dati gestionali e contabili, ha utilizzato le percentuali medie stimate nel citato *Piano Economico Prospettico predisposto dal management* come segue:



	2021	2022	2023	2024	%
Leggiuno	5.262.670,00	6.130.070,00	7.386.084,00	8.304.693,00	64%
Links	2.610.000,00	3.825.000,00	4.290.000,00	4.500.000,00	36%
	7.872.670,00	9.955.070,00	11.676.084,00	12.804.693,00	

Applicando ai ricavi degli anni 2018-2019-2020 le suddette percentuali, viene così stimato un fatturato medio prospettico conseguibile dai due marchi

	2020	2019	2018	media
Ricavi	7.293.410,00	12.099.861,00	14.961.752,00	11.451.674,33
Ricavi Leggiuno	4.667.782,40	7.743.911,04	9.575.521,28	7.329.071,57
Ricavi Links	2.625.627,60	4.355.949,96	5.386.230,72	4.122.602,76

Come precisato in precedenza, una volta fissati i fatturati “prospettici”, si rende necessario identificare tassi di royalty aggiornati.

A seguito di una ricerca nella banca dati “Markables.net”, effettuata sulle transazioni avvenute in settori con le caratteristiche più vicine a quelle della Società (**Allegato 4**), il tasso medio di royalty applicabile è pari al 1,5%.

Infine, utilizzando le medesime fonti del Perito, sono stati utilizzati i dati aggiornati dei tassi degli investimenti senza rischio (**Allegato 5**), dei beta di settore (**Allegato 6**), dell’Equity risk premium (**Allegato 7**) e del costo del debito (**Allegato 8**). Come evidenziato dal calcolo che segue, il tasso di attualizzazione risulta pertanto pari al 12,81%

Tasso risk free	4,12%
Beta levered	1,1
Equity risk premium	6,00%
Size premium	3,16%
Additional risk premium	1,00%



Costo del capitale	14,64%
Costo del debito	3,73%
Aliquota d'imposta	24%
Costo del debito netto	2,83%
E/(D+E)	84,57%
D/(D+E)	15,43%
Costo medio ponderato del capitale (WACC)	12,81%

A seguito della rideterminazione dei parametri necessari all'applicazione della suddetta formula

$$\sum_{i=1}^n r * S_i * (1-t) * v_i$$

r = tasso di royalty

S_i = flussi di royalty

t = aliquota fiscale

v_i = coefficiente di attualizzazione

n = anni vita utile

si determinano i valori dei marchi secondo il metodo dello "sgravio di royalties

MARCHIO LEGGIUNO

FATTURATO MEDIO	7.329.071,57
TASSO ROYALTIES	1,5%
ROYALTY	109.936,07
Anni vita utile	4
TASSO attualizzazione	12,81%
valore attuale	328.296,83

MARCHIO LINKS

FATTURATO MEDIO	4.122.602,76
TASSO ROYALTIES	1,5%
ROYALTY	61.839,04



Anni vita utile	5
TASSO attualizzazione	12,81%
Valore attuale	218.514,33

Come detto in precedenza, ai suddetti valori si somma il “Tax Amortization Benefit” (TAB), ossia il beneficio fiscale di cui fruisce il proprietario del marchio per effetto della deducibilità degli ammortamenti. Poiché ai fini IRES e IRAP il coefficiente di ammortamento non può superare 1/18 del valore dei marchi, si è calcolato il beneficio fiscale IRES/IRAP pari a, per ciascun anno di vita utile, al 27,9% di 1/18 del valore.

La determinazione del TAB, conduce ai seguenti valori dei marchi

Marchio	Relief from Royalty	TAB	Valore
Leggiuno	328.296,83	15.195,85	343.492,68
Links	218.514,33	3.386,97	221.901,30

Pertanto, arrotondando gli importi, **si stima in euro 343.000 il valore del marchio Leggiuno e in euro 222.000 il valore del marchio Links.**

A riprova della metodica sopra utilizzata, si è inteso determinare il valore dei marchi con un metodo alternativo.

Sulla scorta della documentazione rinvenuta e dato lo stato di liquidazione giudiziale della Società, lo scrivente non ha ritenuto di voler utilizzare metodiche del costo, in quanto potrebbero non essere rappresentative del reale beneficio futuro rinvenibile dal solo marchio. Piuttosto, si è inteso stimare i possibili benefici futuri dall'*extra-reddito* ottenibile dal marchio in altre “*economie*”.

Per poter individuare un possibile maggior profitto, rispetto a quelli del settore, derivanti dai soli marchi oggetto d'indagine, sono stati analizzati



dapprima i dati della società che riepilogavano i margini commerciali dei prodotti venduti con i della Società per i periodi 2016-2020 che emergono dalle riclassificazioni dei bilanci (**Allegato 9**).

La suddetta analisi ha considerato i margini commerciali realizzati dalla Società mediante l'utilizzo del "Valore Aggiunto", questi ultimo determinato come segue

Valore della produzione (+)

Consumi di materie (-)

Spese generali (al lordo di accantonamenti) (-)

Il valore aggiunto è assimilabile alla "redditività" conseguibile dalla sola attività commerciale e, quindi, prescinde dagli aspetti caratteristici della struttura aziendale (modalità di svolgimento dell'attività, costi fissi e del personale, oneri finanziari, ecc.).

I Valori Aggiunti della Società per il periodo 2018-2020, evincibili dai bilanci riclassificati, sono i seguenti

	2020	2019	2018
VALORE DELLA PRODUZIONE LEGGIUNO SPA	7.422.190,00	11.924.029,00	15.254.005,00
consumi materie	2.668.378,00	3.222.353,00	4.506.720,00
spese generali	3.031.985,00	3.832.441,00	5.279.177,00
VALORE AGGIUNTO	1.721.827,00	4.869.235,00	5.468.108,00

I dati sopra riportati vengono considerati un "campione" rappresentativo del margine commerciale dei prodotti dei marchi della Società e, pertanto, parametro di riferimento per utilizzare il margine commerciale percentuale in relazione a tutto il fatturato riconducibile nei periodi oggetto di analisi.

Tale parametro percentuale è stato oggetto di confronto con quello ottenuto in media dal settore di appartenenza, rilevato da fonte CERVED (**Allegato 10**), nota società di informazioni commerciali.



Di seguito vengono posti a confronto i valori aggiunti (in percentuale sul fatturato) della Società con quelli del settore nei periodi 2018 -2020

Da tale confronto, pertanto, è emerso che il marchio, negli ultimi tre anni, ha ottenuto una migliore marginalità media del 10% rispetto al settore, considerabile come “forza” del solo marchio, in quanto non tiene conto dei costi di struttura e dei costi indiretti in genere.

	2020	2019	2018	Media
VALORI PRODUZIONE	7.422.190,00	11.924.029,00	15.254.005,00	11.533.408,00
consumi materie	2.668.378,00	3.222.353,00	4.506.720,00	3.465.817,00
spese generali	3.031.985,00	3.832.441,00	5.279.177,00	4.047.867,67
VALORE AGGIUNTO	1.721.827,00	4.869.235,00	5.468.108,00	4.019.723,33
Valore aggiunto %	23,2%	40,8%	35,8%	34,9%
Valore aggiunto % settore	24,7%	25,7%	24,3%	24,9%
Maggior margine sul settore	-1,5%	15,1%	11,5%	10,0%

Sulla scorta dei dati sopra riportati, possiamo ipotizzare che il 10% del valore aggiunto fosse il maggior provento ottenibile dalla vendita di prodotti recanti i marchi della Società.

I margini come sopra determinati possono essere considerati “indizi” della forza del marchio e, a parere dello scrivente, per una eventuale stima dei valori dei marchi, si ritiene opportuno assumere che:

- sia ragionevole ritenere che il maggior margine sia ora “dimezzato” (5%), considerati i peggioramenti delle performance reddituali e lo stato di liquidazione della Società;
- che sia più prudente utilizzare come parametro iniziale del calcolo del valore aggiunto quello emergente dal 2020, ossia l’ultimo dato di *performance* ottenuto dalla Società, utilizzando come metodo di



ripartizione tra i due marchi quello utilizzato in precedenza (64% del totale imputabile a Leggiuno e il 36% imputabile a Links).

- che per poter “riattivare e consolidare” i marchi, sia necessario sostenere ulteriori spese pubblicitarie che, dall’esame delle note integrative ai bilanci, negli ultimi anni ammontavano mediamente a 190.000 euro, ripartito nella medesima proporzione del valore aggiunto;
- di mantenere le medesime considerazioni effettuate in precedenza in merito alla vita utile dei marchi e il tasso di attualizzazione.

Per quanto sopra detto, la stima dei marchi è la seguente

<u>MARGINE INCREMENTALE LEGGIUNO</u>	2020
Valore produzione	4.750.201,60
Maggior VALORE AGGIUNTO su settore	237.510,08
Valore aggiunto %	5,0%

<u>MARGINE INCREMENTALE Links</u>	2020
Valore produzione	2.671.988,40
Maggior VALORE AGGIUNTO su settore	133.599,42
Valore aggiunto %	5,0%

MARCHIO LEGGIUNO

Maggior fatturato prodotti Leggiuno	237.510,08
Costi marchio	121.600,00
Fatturato netto	115.910,08
valore attuale	346.136,72

MARCHIO LINKS

Maggior fatturato prodotti Links	133.599,42
Costi marchio	68.400,00
Fatturato netto	65.199,42
valore attuale	230.388,55



Con il metodo di controllo applicato, il valore del marchio Leggiuno sarebbe superiore di circa 3.000 euro, mentre quello del marchio links sarebbe superiore di circa 8.000 euro.

Poiché il metodo delle *relief from royalties* si basa su dati di mercato e, considerando che la valutazione dei marchi è finalizzata alla loro cessione, si ritiene sia prudente utilizzare i valori emergenti da questo metodo, seppur di poco inferiori e, comunque, suffragati dal metodo di controllo utilizzato.



CONCLUSIONI

Per quanto sopra descritto, lo scrivente ritiene che il valore del marchio **“Leggiuno”** sia pari ad euro **343.000** e quello del marchio **“Links”** sia pari ad euro **222.000**.

Milano, 17 aprile 2023

(dr. Alessandro Augusto)

