

Ing. Claudio Baldi ●★▲■
Ing. Maurizio Baldi ●★▲
Dr. Giuseppe Ceccarelli ●★▲
Dr.ssa Giulia Baldi ★▲
Ing. Gianluigi Cutropia ●■
Ing. Serena Volpintesta ●
Dr.ssa Sara Giacomini ★▲



Ing. Claudio Baldi s.r.l.
BREVETTI - MARCHI

Consulenti in Proprietà Industriale
Mandatari abilitati
presso l'Ufficio Europeo dei Brevetti
Mandatari abilitati
presso l'Ufficio Comunitario di Alicante
Italian and European Patent Attorneys
Community Trademark and Design Attorneys



Spett.le

Fallimento
(n. 40/2022 – Tribunale di Ancona)



Oggetto: **Relazione per l'individuazione di un intervallo di valori economici attribuibili al portafoglio marchi di proprietà del fallimento (“PRANZO E CENA” e “SOLE E BONTA’”) alla data del fallimento (28/10/2022), partendo da parametri di calcolo prestabiliti e sulla base dei dati ricevuti**



1. Oggetto dell'incarico

Oggetto della presente relazione peritale è il portafoglio marchi “PRANZO E CENA” e “SOLE E BONTA’” (di seguito anche “Marchi”) in tutte le sue varianti, declinazioni e registrazioni, di cui si allegano gli estratti sintetici dell'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (Allegati n. 1, n. 2 e n. 3).

Il proprietario dei Marchi è _____ dichiarata fallita con sentenza del 28.10.2022, nominando Curatore l'Avv. Serenella Bachiocco.

In data 11.04.2022 sono stati stipulati due contratti di affitto di azienda con cui la stessa fallita ha concesso il ramo produttivo a _____

e il ramo di commercializzazione a _____ (Allegato n. 4). Nell'ambito di quest'ultimo, all'articolo 2, viene autorizzato l'utilizzo dei Marchi da parte dell'affittuario per tutta la durata



del contratto, fino al 31/12/2028. Si precisa che l'attività eseguita si riferisce ai prodotti confezionati e commercializzati nella GDO, mensile aziendali e Gruppo Fileni.

Per l'espletamento del presente incarico, sono state richieste informazioni dettagliate sui singoli marchi e sul contesto aziendale.

Il Curatore Fallimentare, Avv. Bachiocco, dopo aver convocato il precedente legale rappresentante, ha comunicato l'indisponibilità di una ripartizione tra i ricavi dei beni prodotti in base ai marchi con cui venivano identificati e commercializzati. In linea generale il marchio "Pranzo e Cena" rappresentava il 60% della produzione e quindi dei ricavi, mentre il marchio "Sole e Bontà" il 40% della produzione e pertanto dei ricavi. E' stato riferito anche che il marchio "Quattroequattrootto" non è stato mai usato, mentre il marchio "Le delizie di Cinzia" da diversi anni non veniva usato perchè era un prodotto da bar e si era cessata la produzione per scelta aziendale.

La documentazione principale consegnata e utilizzata come base di partenza per le analisi è la seguente:

- Estratto della dichiarazione di fallimento;
- Visura UIBM dei Marchi;
- Contratto di affitto di azienda tra e
- Contratto di affitto di azienda tra e'
- Bilanci di esercizio dal 2017 al 2021 di
- Partitari contabili dal 2017 al 2022;
- Informazioni varie dall'Amministrazione fallimentare.

Le informazioni desunte sono state utilizzate come base di partenza per la successiva valorizzazione economica dei Marchi.

Considerata la limitatezza informativa, tale da non permettere la suddivisione analitica dei dati forniti tra i singoli beni immateriali, viene pertanto preso in esame nel complesso il portafoglio marchi "PRANZO E CENA" e "SOLE E BONTA".

2. Premesse

Il suddetto incarico, e i risultati derivanti dal suo svolgimento, sono sottoposti alle seguenti limitazioni:

- il contenuto della presente relazione va interpretato come calcolo di valori basati su ipotesi e criteri di valutazione generalmente accettati e dagli scriventi applicati nella fattispecie mediante l'uso di metodologie valutative ritenute più appropriate nell'ambito dell'incarico conferito;
- il calcolo del valore dei Marchi non è un processo standardizzato privo di elementi di incertezza, pertanto il risultato determinato rappresenta uno dei possibili valori attribuibili ai beni intangibili in oggetto e, nel caso di specie, costituisce un punto di riferimento approssimativo di supporto. Tenuto conto della scarsa documentazione a disposizione, la stima effettuata sconta inevitabilmente gradi di aleatorietà e incertezza maggiori di quelli, peraltro già tipici, di ogni procedimento valutativo;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- la presente relazione di stima è finalizzata a individuare un intervallo di valori attribuibili ai Marchi che derivano da parametri di calcolo prestabiliti. Le conclusioni rappresentano i risultati delle rielaborazioni contabili dei dati forniti tramite l'applicazione del metodo di valutazione ritenuto appropriato;
- la relazione è predisposta ad uso esclusivo degli organi della procedura concorsuale, pertanto il suo contenuto o parti di esso non potranno essere utilizzati da terzi per finalità diverse. Si precisa che la stima elaborata determina unicamente valori teorici che possono anche differire in modo significativo dal "prezzo" che un futuro potenziale acquirente potrebbe essere disposto a corrispondere sulla base di ulteriori considerazioni legate a fattori soggettivi o

strettamente negoziali qui non presi in esame e comunque non disponibili;

- la valutazione condotta prescinde da qualsivoglia verifica sulla titolarità dei Marchi. Ai fini della presente stima, i Marchi si considerano protetti e sfruttabili. Non si tiene conto di alcun gravame, impedimento, interruzione o limitazione che possa incidere sul pieno utilizzo dei Marchi e sulla sussistenza dei relativi requisiti giuridici che ne garantiscano la validità e la tutela;
- i documenti e le informazioni utilizzate ai fini dello svolgimento dell'incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte dei sottoscritti;
- non si assume alcuna responsabilità per possibili cambiamenti, neppure delle condizioni di mercato e nessun obbligo di aggiornamento dei contenuti della presente relazione, al fine di riflettere gli eventi e le nuove condizioni intervenute successivamente alla data di riferimento della stima, anche in relazione alle future attività di tutela, rinnovo, mancato rinnovo, mantenimento e di promozione che possono incidere sul valore dei Marchi in esame. Non si tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile. Nulla di quanto esposto nella presente relazione può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa la redditività prospettica dei Marchi ovvero il loro andamento economico futuro;
- nel corso delle analisi e delle valutazioni, si è fatto affidamento sull'accuratezza, sulla completezza e sulla ragionevolezza di tutte le informazioni e assunzioni (economico-finanziarie e di altra natura) fornite. Dati, informazioni e assunzioni non contemplati in questa sede potrebbero avere un significativo impatto sulla valutazione;
- sulla base di quanto precede, la presente relazione di stima costituisce un parere sull'intervallo di valori attribuibili ai Marchi alla data di dichiarazione del fallimento (28/10/2022). Gli scriventi

precisano che tale data è stata convenzionalmente individuata al solo scopo di identificare un riferimento temporale della stima¹.

3. Scelta della metodologia valutativa

I marchi, così come l'intera categoria degli assets intangibili, possono avere un proprio autonomo valore laddove, oltre al requisito della misurabilità, si verifichi almeno una delle seguenti due condizioni:

- che essi siano effettivamente estraibili dall'impresa cui appartengono senza comprometterne la continuità di vita e perciò l'esistenza;
- se rimangono nell'impresa, cioè non vengono estratti, che assicurino al suo patrimonio, il cui valore concorrono a costituire, un'adeguata redditività, cioè risultati storici e prospettici in linea con il rischio attribuibile all'investimento in tali beni².

La valutazione del marchio di un'azienda industriale, commerciale o di servizi si basa su particolari metodologie, approfondite dalla dottrina aziendale e confermate dalla prassi professionale, che seguono generalmente tre diversi approcci valutativi:

1. Criterio del costo;
2. Criterio dei risultati differenziali;
3. Criterio comparativo.

Seguendo l'approccio (criterio) del costo, si distinguono i seguenti metodi:

- A) metodo del costo storico: il bene immateriale è espressione di tutti quegli oneri che si sono dimostrati necessari per la sua formazione. Il metodo è tipicamente adottato per gli intangibili in via di formazione quando l'efficacia degli investimenti che li riguardano e quindi la probabilità di successo sono difficili o impossibili da stimare;
- B) metodo del costo storico residuale: il valore del marchio deriva dalla sommatoria di tutti gli oneri monetari sostenuti per il deposito, per

¹ Principi Italiani di Valutazione: "La data di riferimento della valutazione è diversa dalla data di redazione del rapporto di valutazione. La data di redazione del rapporto di valutazione è sempre successiva alla data di riferimento valutazione, poiché il processo di stima richiede tempo per essere svolto", anno 2015

² Cfr. Guatri Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, anno 2005

la registrazione e di tutti i costi riferibili alla formazione del marchio oltre che dal relativo allineamento monetario e dall'eventuale abbattimento per tenere conto della residua utilità. L'applicazione di tale metodo presuppone, tuttavia, che l'azienda interessata abbia contabilizzato tutti i costi relativi e abbia imputato a tale voce tutti gli oneri, anche quelli indirettamente riferibili al bene da valutare;

- C) criterio del costo di riproduzione: il procedimento consiste nella determinazione di quanto costerebbe ricreare oggi il bene immateriale oggetto di valutazione, cioè degli oneri da sostenere per riprodurlo. Per individuare le componenti di costo significative o rilevanti, il calcolo può essere condotto per via analitica individuando volumi di attività necessari e prezzi unitari o tramite indici stabilendo ad esempio coefficienti, intesi come moltiplicatori della spesa annuale sopportata per riprodurre il marchio.

L'espressione del valore degli intangibili secondo l'approccio (criterio) dei risultati differenziali si declina invece nei seguenti metodi:

- A) metodo di attualizzazione dei risultati differenziali: viene applicato assumendo che i beni intangibili siano all'origine di specifici e misurabili vantaggi da stimare in via differenziale rispetto a situazioni medie o normali di concorrenti che non ne fruiscono. Il valore economico del bene immateriale è pari al valore attuale del contributo diretto che esso potrà fornire alla redditività aziendale in termini di "risultati economici differenziali" (incremento di ricavi ovvero riduzione di costi);
- B) metodo del costo della perdita: consiste nella stima del danno ipotetico, calcolato in termini di riduzione del margine di contribuzione complessivo e di comparsa di un eccesso di costi di struttura che dovrebbe essere sopportato qualora la disponibilità degli intangibili venisse meno. In altri termini, il valore del bene immateriale è misurato attualizzando il minor reddito presunto che l'azienda conseguirebbe qualora decidesse di privarsi di un determinato bene immateriale.

Il criterio comparativo si sostanzia nell'applicazione di diversi metodi valutativi di natura più empirica tra cui i principali sono:

- A) metodo delle transazioni comparabili: si basa sul riconoscimento all'intangibile specifico del valore corrispondente ai prezzi realizzati in transazioni recenti aventi ad oggetto beni immateriali similari;
- B) metodo del tasso di royalty (*market royalty rate*): viene applicato assumendo che il valore del marchio corrisponda alle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi di tale intangibile. Le royalties sono stimate in riferimento a specifici parametri rappresentativi del bene immateriale da valutare;
- C) metodo dello sgravio delle royalties (*royalty relief*): l'applicazione di tale criterio permette la stima del bene immateriale come valore attuale del risparmio che il proprietario consegue in ragione della titolarità del diritto ad utilizzarlo. Nella pratica questa metodologia comporta la quantificazione dell'ammontare massimo che un'impresa concorrente sarebbe disposta a pagare per l'asset soggetto a valutazione;
- D) metodo dei multipli di mercato: il metodo si articola su più moltiplicatori dedotti dal mercato e grandezze contabili legate da formule elementari. Formule e parametri non nascono da costruzioni logiche ma dall'osservazione, classificazione, omogeneizzazione di comportamenti negoziali degli operatori.

Nel caso di specie, i metodi basati sui costi, seppure semplici nell'applicazione, non sono in grado di valorizzare i benefici futuri attesi dall'utilizzo del marchio. Il limite è riconducibile innanzitutto al mancato reperimento di dati analitici relativi ai costi sostenuti. Inoltre il valore di un bene immateriale non è ritenuto espressione soltanto dei costi sostenuti per il suo ottenimento, ma anche e soprattutto dai benefici futuri che se ne possono ricavare. L'utilizzo di questo metodo di valutazione sarebbe adeguato nel caso di situazioni circoscritte nelle quali sia stato preventivamente accertato che il marchio non ha significative prospettive di redditività futura.

Il metodo di attualizzazione dei risultati differenziali implica una ricca base informativa di dati contabili non solo con riferimento all'oggetto di analisi ma anche con riferimento ad un campione rappresentativo (*benchmark*) di difficile identificazione. La difficoltà sorge proprio dall'assenza di informazioni di mercato utili per individuare i parametri di comparazione, che oltre ad essere dello stesso settore, hanno la criticità di dover assumere paritarie condizioni generali di produzione e di mercato. Oltretutto si tratta di dati riservati che spesso non vengono nemmeno divulgati.

Il metodo del costo della perdita, finalizzato alla stima del danno che l'impresa verrebbe a sopportare nel caso in cui si dovesse privare del bene immateriale, risente della carenza informativa oltre che dell'assenza di una base contabile completa. La difficoltà è nella stima congiunta dell'effetto della riduzione del margine di contribuzione e dei maggiori costi di "riorganizzazione aziendale", necessari per modificare la struttura produttiva impiantata per lo sfruttamento dell'asset non più utilizzabile. Nel caso di specie non può trovare applicazione il metodo dei multipli di mercato, a causa dell'impossibilità di ricorrere ai riferimenti di mercato per negoziazioni di marchi analoghi.

Per le stesse ragioni, l'adozione del metodo delle transazioni comparabili non risulta applicabile, in quanto esso assume significato in un ristretto ambito di situazioni, per le quali sussista un'adeguata disponibilità di informazioni su transazioni recenti. La frequente debolezza del metodo è appunto l'effettiva carenza di un numero sufficiente di casi confrontabili.

E' bene ricordare, in ogni caso, che:

- per quanti sforzi siano compiuti in ordine all'approfondimento e al perfezionamento dei tre approcci sopra elencati, non si è ancora pervenuti a criteri di generale accettazione ed ancor meno a criteri standardizzati;
- tutte le soluzioni metodologiche adottate per la valutazione economica dei beni immateriali scontano un grado di incertezza ed opinabilità dei risultati, sia a causa della mancanza di parametri e tecniche di generale accettazione, sia per la frequente difficoltà di ottenere informazioni adeguate a sostegno delle stime.

Tenuto altresì conto, da un lato dei limiti insiti nei metodi appena descritti e, dall'altro, dell'opportunità, ai fini valutativi, di apprezzare l'appetibilità dei marchi in termini di benefici futuri attesi dal loro sfruttamento, il metodo basato sui tassi di *royalty* costituisce di fatto un buon compromesso tra le tecniche basate sui risultati economici ed i criteri empirici, fondandosi tale metodo sull'attualizzazione dei flussi di *royalties* ottenibili sul mercato in caso di concessione in licenza a terzi.

Le *royalties* possono essere definite come quei proventi, propri dei beni immateriali identificabili e suscettibili di autonoma cessione, che un terzo, prescindendo dai benefici eventualmente indotti dalle sinergie, è disposto a riconoscere al proprietario del bene intangibile a fronte del diritto di utilizzazione dello stesso.

Nella valutazione dei beni immateriali, il metodo delle *royalties* rappresenta uno degli strumenti più adottati in quanto presenta i seguenti vantaggi:

- un buon grado di razionalità, che, diversamente dai metodi basati su grandezze flusso reddituali, non si accompagna alla notevole difficoltà di quantificare i "redditi differenziali" mediante complesse analisi o estese ricerche di mercato;
- grado di relativa dimostrabilità, derivante dall'adozione dei saggi di *royalty* di mercato.

Il criterio delle *royalties* può essere applicato mediante l'uso di:

- *market royalty rate*, con il quale il valore del marchio viene determinato sulla base dell'ammontare delle *royalties* che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso dello stesso;
- *royalty relief*, mediante il quale il valore del bene immateriale viene determinato con la valorizzazione del beneficio prodotto dalla mancata corresponsione di *royalties*. Il soggetto proprietario del bene immateriale ha un vantaggio economico rappresentato dal mancato pagamento di *royalties* che, nel caso in cui non avesse avuto la proprietà dell'intangibile, avrebbe dovuto erogare per poter disporre del diritto di sfruttamento del marchio.

Le impostazioni teoriche sopra esposte si traducono in soluzioni pratiche corrispondenti, in quanto entrambe pervengono alla determinazione del

valore dei marchi mediante l'attualizzazione dell'ammontare annuo netto delle *royalties*.

In questa sede si ritiene preferibile ricorrere al metodo del *market royalty rate* in quanto, oltre a richiedere un numero inferiore di supposizioni, tale criterio valutativo trova una più agevole ed obiettiva base di valutazione e di riscontro in dati oggettivamente rilevabili.

4. Applicazione del metodo del tasso di royalty

La valutazione dei Marchi con il metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi di royalties si basa sull'applicazione della seguente formula:

$$W = R * a_{i \rightarrow n}$$

<i>W</i>	Valore dei Marchi
<i>R</i>	Ammontare annuo delle royalties
<i>n</i>	Periodo temporale lungo il quale si estende la previsione del flusso di royalties
<i>i</i>	Tasso di attualizzazione

4.1 *Ammontare annuo netto delle royalties (R)*

L'ammontare annuo delle royalties è espresso dalla seguente formula:

$$R = r * V - t$$

<i>R</i>	Ammontare annuo delle royalties
<i>r</i>	Tasso di royalty
<i>V</i>	Vendite attese nella vita residua dei Marchi
<i>t</i>	Tassazione

Il primo parametro consiste nel tasso di royalty (*r*), determinato, come già anticipato in premessa, ricorrendo ai dati prestabiliti emergenti dalla dottrina di riferimento.

Nella prassi, il range dei tassi di royalty per i marchi varia sul mercato internazionale tra l'1% e il 10%, con una media del 4%³. Si evidenzia peraltro che l'Amministrazione Finanziaria, con Circolare Ministeriale n. 32 del 22 settembre 1980, in relazione alle difficoltà di enucleare criteri analitici di determinazione del valore normale delle transazioni aventi ad oggetto

³ Cfr. Guatri Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, anno 2005

beni immateriali, ha ritenuto opportuna la predeterminazione di aliquote da considerare congrue. Nella stessa Circolare si chiariva inoltre che i canoni fino al 2% del fatturato sono accettati dall'Amministrazione in quanto ritenuti congrui e "normali"⁴, mentre, per canoni di royalty superiori al 2%, la congruità è confermata solo con la prova di particolari situazioni di vantaggio competitivo o di particolare notorietà del bene immateriale.

Inizialmente, sono state acquisite informazioni su eventuali contratti di licenza stipulati aventi ad oggetto l'intangibile oggetto della presente stima (confronto interno) o intangibili specifici comparabili (confronto esterno).

Non sono stati forniti dati utili in tal senso in quanto non risulterebbero transazioni comparabili intercorse con la Società né tantomeno tra entità terze. La comparabilità deve essere valutata confrontando le caratteristiche dell'attività da stimare con quelle delle attività oggetto delle transazioni identificate. Sono richiesti elevati livelli di comparabilità da valutarsi con riferimento a tutti i fattori così come previsti anche dalle Linee Guida Ocse (caratteristiche dei beni e servizi, analisi funzionale, termini contrattuali, circostanze economiche, strategie aziendali)⁵. Dato che gli intangibili specifici sono quasi sempre dei beni unici, talvolta è impossibile, anche solo in astratto, identificare delle transazioni comparabili⁶.

Anche qualora si volesse fare riferimento ad indagini sul saggio medio di *royalty* economicamente sostenibile, i dati risultanti dalle ricerche condotte nel 2018 dall'autorevole società Savidio & Partners⁷ fanno emergere il tasso di 1,80% per il settore "Alimenti confezionati".

Considerate tutte le osservazioni formulate di seguito, si ritiene adeguata una percentuale di *royalty* nella misura minima di 1,00%. La prudenza nella scelta sottintende una serie di valutazioni. Innanzitutto, la dichiarazione di fallimento della titolare dei Marchi non ne ha sicuramente incrementato la

⁴ Ministero delle Finanze - Circolare del 22/09/1980 n. 32: "canoni fino al 2% del fatturato potranno essere accettati dall'Amministrazione quando; I) la transazione risulta da un contratto redatto per iscritto ed anteriore al pagamento del canone; II) sia sufficientemente documentata l'utilizzazione e, quindi, l'inerenza del costo sostenuto".

⁵ Circolare Agenzia delle Entrate n. 11 del 07/04/2016

⁶ Cfr. Guatri e Villani, *Valutazione e financial reporting*, 2010

⁷ Cfr. Savidio & Partners: "I saggi medi di settore costituiscono orientamenti di prima approssimazione per individuare il *royalty rate* appropriato per la valutazione o per la concessione in licenza d'uso di uno specifico bene immateriale".

forza. In relazione alla presenza dei Marchi sul mercato, si riscontrano criticità nell'individuazione degli investimenti effettuati per il mantenimento e la promozione. Le scarse informazioni non permettono l'effettuazione di un'analisi dettagliata del mercato di riferimento dei Marchi e dei relativi posizionamenti in esso. Nell'incertezza, la valutazione non può prescindere dall'esigenza del mantenimento, del ripristino e dell'incremento di tutti i canali distributivi e degli investimenti pubblicitari finalizzati ad incrementare il potere attrattivo dei Marchi.

Per testare la congruità del tasso di royalty sono stati analizzati anche i livelli di redditività offerti dall'attività d'impresa esercitata con l'utilizzo del bene immateriale (nel caso in esame i Marchi). Da ricerche svolte a livello internazionale, emerge una relazione lineare tra redditività e tasso di royalty richiesto: maggiore è la redditività attesa e maggiore è il tasso di royalty richiesto⁸. Anche la stessa Agenzia delle Entrate in tema di Patent Box, con la circolare n. 11 del 7 aprile 2016, chiariva che, qualora non sia possibile identificare transazioni comparabili indipendenti sul libero mercato, il metodo reddituale di ripartizione dei profitti (Profit Split) risulta il più appropriato secondo quanto illustrato nelle predette Linee Guida. Tale criterio è utilizzato per determinare la ripartizione dei redditi, non tra due o più imprese correlate, ma all'interno della stessa impresa, tra le diverse funzioni esercitate, al fine di isolare il profitto residuale attribuibile al bene immateriale. In altre parole, l'approccio assume di isolare il reddito attribuibile alle funzioni cosiddette "routinarie" dal risultato economico dell'impresa consentendo, per differenza, la determinazione dell'utile o perdita residua derivante dall'utilizzo dei beni intangibili. La Società non ha usufruito del regime di tassazione agevolata (Patent Box), ai sensi dell'art. 1, commi da 37 a 45, Legge 23 dicembre 2014, n. 190 (Legge di stabilità 2015).

In ogni caso, i risultati generati negli ultimi anni dalla Società dimostrano, da una prima analisi, la redditività positiva di partenza espressa dal margine EBIT in percentuale sui ricavi di vendita:

⁸ Cfr. Guatri e Villani, *Valutazione e financial reporting*, 2010

Parametri da CE	2021	2020	2019	2018	2017
Ricavi (A1)	1.262.628	1.094.567	1.948.061	2.112.001	2.177.552
EBIT (A-B)	-164.758	-60.051	38.220	95.353	92.414
% EBIT (A-B)	-	-	1,96%	4,51%	4,24%

A tal fine, in assenza di trattative in corso aventi ad oggetto i Marchi ovvero di proposte significative per individuarne l'apprezzamento, è stato condotto il controllo di ragionevolezza del tasso di royalty stimato mediante il cosiddetto "sanity check", tra cui il più diffuso è compiuto sulla base di rules of thumb, c.d. "25% rule"⁹, secondo cui un equo royalty rate per l'intero portafoglio di beni immateriali sarebbe equivalente al 25% del rendimento operativo aziendale ante-imposte. Si tratta di una nota regola del pollice concepita da Robert Goldscheider a fine anni '50 e costruita al fine di desumere la royalty che il soggetto licenziatario dovrebbe corrispondere al soggetto licenziante in sede di concessione d'uso di un asset intangibile. Molte ricerche hanno infatti evidenziato come la royalty riconosciuta dai licenziatari si collochi per lo più tra il 25% ed il 33% dei redditi operativi del licenziatario¹⁰, ovvero l'EBIT.

Va chiarito che anche l'OCSE non considera la 25% rule, al pari di altre rule of thumb, criteri accettabili per la stima del reddito di un bene immateriale¹¹. Per questa ragione si ritiene che l'applicazione di questa o di altre regole empiriche possa rappresentare esclusivamente come sanity check dei metodi principali di valutazione.

Nel caso di specie, applicando la regola del 25% ai soli dati reddituali positivi precedentemente rappresentati (2017, 2018 e 2019), si ottengono i risultati di royalty rate per ciascun anno (r), la cui media è pari a 0,89%.

Parametri da CE	2019	2018	2017	MEDIA
% EBIT (A-B)	1,96%	4,51%	4,24%	3,57%
Equo royalty rate (25% Rule)	0,49%	1,13%	1,06%	0,89%

⁹ OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *La stima del contributo economico dei beni immateriali usati direttamente ai fini del regime di Patent Box: riflessioni per gli esperti di valutazione*, 4 dicembre 2015

¹⁰ Cfr. Gordon Smith, Russell Parr, *Intellectual Property. Valuation, Exploitation and Infringement Damages*, Wiley, 2005

¹¹ *The application of a general rule of thumb does not provide an adequate substitute for a complete functional and comparability analysis conducted under the principles of [...]* (OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project, Aligning Transfer Pricing Outcomes with Value Creation, 2015)

Per estrapolare il risultato operativo di pertinenza di uno specifico intangibile sarebbe necessario separarlo dal risultato operativo relativo agli altri intangibili. In mancanza di tale dato, si ritiene che il risultato generato con il metodo di controllo (sanity check), idealmente riferito all'intero portafoglio di beni immateriali¹², giustifica la scelta del tasso di royalty di 1,00%.

Alla luce di quanto sopra, si è ritenuto ragionevole commisurare il royalty rate da applicare ai Marchi al tasso di 1,00%.

Per il conteggio dell'ammontare annuo netto delle royalties (R) è necessario inoltre determinare le vendite attese attribuibili ai Marchi nella sua vita residua (V).

Per la stima del fatturato atteso, sono stati analizzati, come punto di partenza, i ricavi storici generati tramite lo sfruttamento dei Marchi. In qualsiasi processo valutativo, è necessario infatti riferirsi ai risultati attesi per il futuro anche se ovviamente "i risultati storici [...] pur apparendo a prima vista la dichiarata negazione di qualsiasi tentativo di previsione e proiezione, non rimangono privi di significato, se correttamente interpretati, se cioè sono intesi come ragionata conferma dei risultati raggiunti nel recente passato"¹³.

Per la determinazione di "V", sono stati presi in esame i ricavi degli ultimi esercizi precedenti al fallimento. Allo scopo di rappresentare la sensibilità della stima dei Marchi, è stata condotta la sensitivity analysis sui ricavi medi esaminando, in via prudenziale, il biennio 2020-2021 e, successivamente, il quadriennio 2018-2021.

Parametri da CE	2021	2020	2019	2018	MEDIA
Ricavi (2019-2021)	1.262.628	1.094.567			1.178.598
Ricavi (2017-2021)	1.262.628	1.094.567	1.948.061	2.112.001	1.604.314

Si precisa che la stima di "V" è stata effettuata solamente sulla base delle informazioni raccolte e, pertanto, il valore dei ricavi annuali attesi è stato stimato formulando ipotesi che potessero essere ragionevolmente

¹² Cfr. Guatri e Villani, *Valutazione e financial reporting*, 2010

¹³ Cfr. Guatri e Bini, *Nuovo trattato per la valutazione delle aziende*, 2009

prevedibili sulla base dei dati di cui si poteva disporre. Le conclusioni a cui si perverrà nel prosieguo della trattazione non potranno quindi essere considerate una garanzia circa i futuri andamenti dell'attività aziendale utilizzatrice dei Marchi oggetto di valutazione.

Infine, le royalties lorde, ottenute applicando il tasso di royalty prescelto (r) al valore dei ricavi attesi (V), devono essere depurate dell'effetto tributario (t), stimato nel carico fiscale del 28,73%, comprensivo della componente Ires (24%) e della componente Irap (4,73%).

L'ammontare annuale delle royalties da riconoscere in via potenziale per l'utilizzo dei Marchi rientra nell'intervallo compreso tra Euro 8.400 e Euro 11.434.

Marchi	R	V	t	R
"Pranzo&Cena" e "Sole e Bontà"	1,00%	1.178.598 < V < 1.604.314	28,73%	8.400 < R < 11.434

4.2 Periodo temporale lungo il quale si estende la previsione del flusso di royalties (n)

La vita utile residua del bene immateriale definisce la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi dal bene immateriale¹⁴ e pertanto il periodo di attualizzazione dei futuri risultati attesi attribuibili ai Marchi. Al riguardo, si osserva che la dottrina e la pratica professionale sono concordi nel ritenere che la durata non possa ragionevolmente essere considerata superiore a 20 anni nel procedimento valutativo¹⁵, posto che la manifestazione di risultati reddituali attribuibili all'uso di un marchio tende a concentrarsi ragionevolmente in un range di valori (in termini di numero di anni) compreso tra i 5 ed i 15 anni¹⁶.

E' evidente che il fattore "n" (periodo temporale di durata del flusso di royalties) deve essere determinato sulla base delle caratteristiche

¹⁴ OIV (Organismo Italiano di Valutazione): "tutti i metodi di valutazione dei beni immateriali richiedono una stima della loro vita utile residua. La vita utile residua del bene immateriale definisce la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi dal bene immateriale. La stima della vita utile residua richiede un'analisi dei fattori legali, tecnologici, funzionali ed economici", 2015

¹⁵ OIC 24: "Per i beni immateriali non è esplicitato un limite temporale, tuttavia non è consentito l'allungamento del periodo di ammortamento oltre il limite legale o contrattuale. La vita utile può essere più breve a seconda del periodo durante il quale la società prevede di utilizzare il bene. La stima della vita utile dei marchi non deve eccedere i 20 anni".

¹⁶ Cfr. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, 1998

specifiche del singolo bene intangibile esaminato e comunque sempre mediante un ragionevole apprezzamento¹⁷.

Un contributo deriva anche dagli stessi principi contabili italiani che fino al 2015 avevano consentito l'ammortamento dei costi pubblicitari capitalizzati per un periodo massimo di 5 anni¹⁸.

Nel caso in esame, si ritiene prudente considerare il periodo minimo dei Marchi non eccedente la vita utile stimata in 5 anni, in linea con la durata stabilita nel contratto di affitto di azienda con scadenza 31/12/2028. La prudenza seguita deriva anche dalla dichiarazione di fallimento della società proprietaria e dall'assenza di piani previsionali.

4.3 Tasso di attualizzazione (i)

Come spesso sottolineato dalla dottrina aziendalistica, la stima dei tassi di attualizzazione rappresenta un passaggio fondamentale del processo valutativo, la cui importanza è spesso non secondaria rispetto alle stime dei flussi attesi. Per tale motivo, la scelta dei tassi, pur rappresentando nella pratica professionale un ambito di discrezionalità per l'esperto, deve essere condotta attribuendo consistenza teorica e validità concettuale alle scelte valutative effettuate. L'affidabilità e la razionalità del processo valutativo implicano la scelta di un tasso coerente con la tipologia e la qualità dei flussi di risultato da attualizzare, sussistendo una relazione di corrispondenza reciproca fra i tassi ed i risultati attesi. Ciò significa che l'incertezza può essere trattata sia scontando flussi di risultato più contenuti ma certi, sia incrementando il tasso di attualizzazione a fronte di flussi più incerti¹⁹.

Il tasso di attualizzazione rappresenta la misurazione del grado di rischio dell'investimento che si intende effettuare e la sua traduzione in una corrispondente maggiorazione del tasso di rendimento di un investimento alternativo sostanzialmente privo di rischio. Il tasso di attualizzazione è pari

¹⁷ Cfr. L. Rinaldi e E. Cotta Ramusino, *La valutazione d'azienda*, 2003: "L'orizzonte temporale, che per prassi è frequentemente accertato tra i 5 e i 20 anni, dipende dalla vita economica utile residua del marchio la cui determinazione avviene in funzione della forza e della posizione competitiva del medesimo".

¹⁸ OIC 24: "I costi capitalizzati di ricerca, di sviluppo e pubblicità sono ammortizzati in un periodo non superiore a 5 anni. Questa limitazione temporale, puramente convenzionale, si giustifica per la particolare tipologia di costi la cui valutazione si presenta particolarmente incerta ed il cui contenuto non ha alcun valore di mercato autonomo", gennaio 2015

¹⁹ Cfr. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato per la valutazione delle aziende*, 2009

alla somma di un tasso privo di rischio (*risk free*) i_1 (R_f) e di un premio per il rischio (i_2).

La prima componente (i_1) si basa sul rendimento effettivo nominale dei titoli pubblici a lungo termine e a reddito fisso, in particolare i BTP (Buoni del Tesoro Poliennali) con scadenza pari o superiore a 5 anni, da cui scorporare il tasso di inflazione²⁰. A tal fine, ci si avvale della relazione teorica esistente tra tassi di interesse e aspettative di inflazione, delineata per la prima volta dalla Regola di Fisher²¹:

$$i_1 = \frac{1 + i_n}{1 + i_i} - 1$$

i_1	Tasso privo di rischio
i_n	Tasso nominale (titoli pubblici a lungo termine)
i_i	Tasso di inflazione

La determinazione del premio per il rischio (i_2) viene eseguita applicando la formula del “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM), un modello matematico uniperiodale che determina il premio per il rischio aziendale (i_2) moltiplicando il rischio medio di mercato ($R_m - R_f$) e un coefficiente definito β (Beta) che esprime il livello di rischiosità aziendale in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto al rendimento medio di mercato.

La formula del tasso di attualizzazione dei flussi (i) è pertanto la seguente:

$$i = i_1 + i_2$$

$$i = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

i	Tasso di attualizzazione
$i_1 = R_f$	Tasso privo di rischio
$i_2 = (R_m - R_f) * \beta$	Premio per il rischio aziendale
$R_m - R_f$	Premio medio di mercato
β	Coefficiente di rischiosità sistemica (non diversificabile) di un campione di aziende quotate

Inoltre, in alcuni casi, è possibile considerare ulteriori componenti specifiche di rischiosità che comportano una maggiorazione del tasso di sconto ricercato (i_3).

²⁰ Cfr. G. Paolucci, *La valutazione d'azienda*, 2017

²¹ Cfr. I. Fisher, *Appreciation and Interest*, 1896

4.3.1 Tasso privo di rischio (Rf)

La componente *risk free* (Rf) di “i” è stata quantificata con la regola di Fisher, applicando il tasso di remunerazione dei Buoni del Tesoro Poliennali a 5 anni e il tasso di inflazione.

Per la componente i_n si assume il rendimento BTP pari a 3,05%²², al netto della tassazione di 12,5%. Per quanto riguarda il tasso di inflazione, secondo i dati forniti dall’ISTAT, l’inflazione nel 2022 era stimata alla data di riferimento a +11,8% (indice generale).

Di seguito l’elaborazione della formula con i dati conteggiati:

$$i_1 = \frac{1 + i_n}{1 + i_i} - 1 = \frac{1 + 3,05\%}{1 + 11,80\%} - 1 = -0,0783$$

Sulla base del calcolo sopra elaborato, il tasso *risk free* assume valore negativo. Considerata la natura straordinaria del trend di accelerazione dell’inflazione registrato nel corso del 2022 e tenuto conto che le stime per il 2023 prevedono una significativa decrescita della stessa, nonché che convenzionalmente il tasso *risk free* non assume valori negativi, si ritiene opportuno considerare ai fini della stima in questione, il tasso *risk free* pari a zero.

$$i_f = 0,00\%$$

4.3.2 Premio per il rischio di mercato azionario (Rm – Rf)

Ai fini dell’applicazione del metodo del CAPM, il premio per il rischio di mercato azionario (ERP, *Equity Risk Premium*) è determinato in considerazione delle caratteristiche del settore di mercato e rifacendosi a valori suggeriti dalla dottrina e dalla prassi professionale.

Sulla base delle considerazioni teoriche anzi riportate, si è tenuto conto del premio per il rischio di mercato azionario (Rm-Rf) coerente con la realtà italiana (*Total Risk Premium*), pari a 9,08%²³.

4.3.3 Coefficiente di rischiosità (β)

Il coefficiente di rischiosità β è un coefficiente che misura il rischio sistematico, ossia il rischio non diversificabile. Il coefficiente β rappresenta la rischiosità specifica del settore in cui opera la singola impresa rispetto al

²² Dipartimento Ministero Economia e Finanze, risultati asta BTP a 10 anni del 28 ottobre 2022 - 31 ottobre 2022

²³ Prof. Aswath Damodaran, www.stern.nyu.edu/adamodaran

rischio generale di mercato; è la quantità di rischio che un investitore sopporta investendo in una determinata impresa anziché nel mercato azionario nel suo complesso. La scelta di “ β ” è fondamentale nella determinazione del premio per il rischio (i_2), in quanto, secondo la formula già delineata del CAPM, il coefficiente β si comporta come moltiplicatore del premio per il rischio medio di mercato (adattando - enfatizzando o riducendo - la rischiosità del mercato azionario al caso specifico dell’azienda da valutare).

L’analisi del Prof. Aswath Damodaran, riferita all’area geografica “Western Europe”, consente di individuare un β unlevered di 0,42²⁴, pari alla media di due livelli di indice più rappresentativi.

Industry Name	Number of firms	Unlevered beta
Food Processing	170	0,62
Food Wholesalers	14	0,21

Pertanto, si giunge alla seguente determinazione di i_2 :

$$i_2 = (R_m - R_f) * \beta = 9,08\% * 0,42 = 0,038136 \approx 3,81\%$$

Il premio per il rischio medio di mercato moltiplicato per β genera un parametro i_2 pari a 3,81%.

Peraltro, in ragione del fatto che il β di riferimento prende spunto da un β medio di settore di aziende operanti nel settore con rischio inferiore e dimensioni superiori rispetto al caso in esame, considerata anche la dichiarazione di fallimento, si è ritenuto congruo aggiungere un fattore correttivo di rischio specifico (i_3) pari a 3,00%²⁵.

Il tasso di attualizzazione definitivo è così determinato:

$$i = i_1 + i_2 + i_3$$

i_1	$(R_m - R_f)$	β	i_3	I
-	9,08%	0,42	3,00%	<u>6,81%</u>

Il tasso di attualizzazione (i) considerato è pari a 6,81%.

²⁴ Cfr. PAOLUCCI, *La valutazione d’azienda*

²⁵ Cfr. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato per la valutazione delle aziende*, 2009: “La maggiorazione per il rischio dimensionale dall’esperienza americana vanno dall’1% al 5,4%”

4.4 Risultato dell'applicazione del metodo del tasso di royalty

Partendo dalle componenti già determinate, viene calcolato l'intervallo di valori dei Marchi applicando il metodo fondato sull'attualizzazione dei flussi di royalties e mostrando la sensibilità dei risultati alla variabile delle vendite attese nella vita residua (V):

$$W = R * a_{i \rightarrow n}$$

Marchi	R	i	n	W
"Pranzo&Cena" e "Sole e Bontà"	8.400 < R < 11.434	6,81%	5	34.614 < W < 47.116

5. Conclusioni

Tutto quanto premesso, a conclusione dei procedimenti valutativi eseguiti, il valore attribuibile ai Marchi, riferito alla data del 28/10/2022, è compreso nell'intervallo tra il minimo arrotondato di Euro 34.614 e il massimo arrotondato di Euro 47.116.

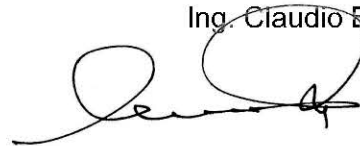
Si dichiara inoltre che la presente relazione è stata eseguita secondo scienza e coscienza, ribadendo che il processo di valutazione è stato svolto tenendo presente tutto quanto indicato nel presente elaborato, con particolare riferimento alle premesse sulle quali esso si basa.

Si rimane a disposizione per ogni eventuale chiarimento. Cordiali saluti.

Jesi (AN), 14 marzo 2023

ASTE
GIUDIZIARIE®

Ing. Claudio Baldi

ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®

Dott. Marco Maria Menicucci

ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®ASTE
GIUDIZIARIE®