

**TRIBUNALE CIVILE DI ROMA
SEZIONE FALLIMENTARE**

RELAZIONE ESTIMATIVA SUI MARCHI

**Fallimento n. 373-3/2015 di
LULLO DOMENICO**

Giudice Delegato: **Cons. Dott.ssa Margherita Libri**

Curatore: **Dott. Piergiorgio Zampetti**

Consulente: **Dott. Francesco Giustiniani**

INDICE

1.	PREMESSA.....	3
1.1	Natura e finalità dell'incarico.....	3
1.2	Documentazione utilizzata.....	3
2.	PROFILO DELLA SOCIETA'	4
2.1	Informazioni sulla Società.....	4
2.2	Dati patrimoniali-economici della Società	4
2.3	Vicende giuridiche del marchio "Cerbiatto – il cornetto appena fatto"	6
3.	I MARCHI DI PROPRIETA'	8
3.1	Premessa: aspetti giuridici ed operativi della registrazione di un marchio .	8
3.2	Marchi registrati.....	10
3.3	Marchio oggetto di valutazione	12
4.	VALUTAZIONE DEI MARCHIO	12
4.1	Valutazione dei beni immateriali: premessa metodologica	13
4.2	Scelta del metodo di valutazione	15
4.3	Metodo di attualizzazione delle royalties	15
4.3.1	Tasso di determinazione delle royalties	16
4.3.2	Vendite attese	16
4.3.3	Costi di conservazione dei marchi.....	17
4.3.4	Tasso di attualizzazione dei flussi di royalties.....	17
4.3.5	Orizzonte temporale della valutazione	21
4.3.6	Sintesi dei risultati ottenuti	21
5.	CONCLUSIONI.....	22

1. PREMESSA

1.1 Natura e finalità dell'incarico

Il sottoscritto dott. Francesco Giustiniani (*"Consulente Tecnico d'Ufficio"*), iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA_004224, Revisore Legale dei Conti n. 64861 G.U. n. 41bis del 16/06/1995, ha ricevuto dal Dott. Piergiorgio Zampetti, Curatore del Fallimento n. 373-3/2015 a carico di Lullo Domenico, giusta l'autorizzazione del Giudice Delegato in data 01/10/2020, l'incarico di redigere la valutazione dei marchi da questi registrati presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM).

Sulla base delle verifiche svolte e delle indicazioni ricevuta dal Curatore, lo scrivente ha proceduto alla stima dei marchi di proprietà e nello specifico:

1. n. 1296557 (nuovo numero UIBM 302010901834846) per *"cerbiatto"*;
2. n. 1641447 (nuovo numero UIBM 302014902281934) per *"cerbiatto – il cornetto appena fatto"*;
3. n. 1641448 (nuovo numero UIBM 302014902281935) per *"cerbiatto – il panettone appena fatto"*;
4. n. 1641449 (nuovo numero UIBM 302014902281936) per *"cerbiatto – la colomba appena fatta"*;
5. n. 1641450 (nuovo numero UIBM 302014902281937) per *"cerbiatto – produzione dolciaria"*.

Dei predetti cinque marchi, l'unico ad essere stato utilizzato è ***"cerbiatto – il cornetto appena fatto"***, impiegato dalla Cerbiatto Due S.r.l., da data risalente e fino al fallimento (10/04/2015), per la commercializzazione dei prodotti dolciari e la sua notorietà è ormai tale che dev'essere considerato come il più importante elemento costitutivo dell'azienda della Cerbiatto Due S.r.l..

Gli altri marchi su menzionati, registrati ma di fatto non utilizzati, rientrano nella valutazione del marchio *"cerbiatto – il cornetto appena fatto"*.

Per quanto sopra, la predetta indagine è stata eseguita sui dati estrapolati dai bilanci e dalla contabilità della Cerbiatto Due S.r.l. per l'unico asset valorizzato *"cerbiatto – il cornetto appena fatto"*.

Il lavoro svolto si è basato su dati e informazioni fornite dal Curatore fallimentare al fine di determinare il prezzo-base della procedura competitiva di vendita ex art. 107 L.F..

Pur avendo effettuato opportune analisi dei documenti ricevuti, ai fini della presente stima non sono state svolte procedure di revisione contabile.

Nonostante lo scrivente abbia verificato l'effettiva registrazione e lo stato dei marchi oggetto di valutazione attraverso visure effettuate presso le banche dati del UIBM (Ufficio Italiano Brevetti e Marchi), della TMview e della Società Italiana Brevetti, non sono state svolte analisi ed accertamenti tecnici in merito ai requisiti ed alla validità dei marchi.

1.2 Documentazione utilizzata

Per l'espletamento dell'incarico ricevuto, lo scrivente ha acquisito ed esaminato la seguente documentazione contabile ed informativa:

- Visura camerale della Cerbiatto Due S.r.l.;
- Bilanci della Cerbiatto Due S.r.l. dal 2008 al 2013;
- Atto di citazione nella causa Fallimento Cerbiatto Due S.r.l. contro sig. Domenico Lullo e relativi allegati (Tribunale di Roma RGN 43173/2015);
- Sentenza Tribunale di Roma n. 21594/2019 del 08/11/2019 (RGN 43173/2015);
- Atto di transazione tra il Fallimento 373/2015 della Cerbiatto Due S.r.l. e il Fallimento 373-3/2015 di Lullo Domenico;
- Estratto dei marchi appartenenti a Lullo Domenico e alla Cerbiatto Due S.r.l. effettuato in data 30/10/2020;
- Eestratto dei marchi appartenenti a Lullo Domenico e alla Cerbiatto Due S.r.l. effettuato sulla banca dati del TMview in data 30/10/2020;
- Documentazione varia fornita dal Curatore.

2. PROFILO DELLA SOCIETA'

2.1 Informazioni sulla Società

Così come detto in premessa, per la valutazione dei marchi si è fatto riferimento ai dati estrapolati dalla Cerbiatto Due S.r.l..

La società è iscritta nel Registro delle Imprese di Roma al numero 06290630588 (nonché numero di codice fiscale) - partita IVA 01524411004; fu costituita, nella forma giuridica di società a responsabilità limitata e sotto la denominazione attuale, in data 28/11/1983, per atto pubblico notaio Francesco Varcasia di Roma – rep.74736 racc.23543

L'oggetto sociale è il seguente: *“produzione di prodotti alimentari e dolciari di qualsiasi genere e tipo, pasticceria fresca, prodotti imbusti nati e confezionati, paste lievitate, ecc., nonché prodotti di gastronomia in generale e quant'altro e affine e connesso all'alimentazione umana”*.

La Cerbiatto Due S.r.l. ha assunto grande notorietà, anche a livello nazionale, nel settore della produzione dolciaria.

Il suo mercato di riferimento è stato duplice:

- da un lato, quello della grande distribuzione organizzata, con contratti stipulati con le più importanti catene nazionali (ESSELUNGA, GRUPPO PAM – PANORAMA, CARREFOUR, CONAD, UNICOOP, ecc.), con diffusione del prodotto non solo nella tradizionale area del centro Italia ma anche al Nord in Liguria, Lombardia, Veneto e perfino in Sardegna;
- da un altro lato, quello della media e piccola distribuzione, con una rete capillare di incaricati, dipendenti o cd. “padroncini”, impegnati a fornire – non solo nel Lazio ma anche in Toscana, Umbria, Marche, Campania, Abruzzo– supermercati di dimensioni minori (ad esempio MIDAL, CEDIS IZZI, ARISCOUNT, SUPERELITE) ovvero direttamente alberghi, ristoranti e bar.

2.2 Dati patrimoniali-economici della Società

Di seguito sono riepilogati i principali dati patrimoniali ed economici della società risultanti dagli

RELAZIONE ESTIMATIVA SUI MARCHI

ultimi bilanci depositati (dal 2010 al 2013).

ATTIVO	2010	2011	2012	2013
B) IMMOBILIZZAZIONI				
I IMMATERIALI	1.158.185	1.323.521	1.722.793	1.813.743
II MATERIALI	1.194.825	1.175.746	1.075.569	1.015.658
III FINANZIARIE	70.000	0	0	0
Totale B) IMMOBILIZZAZIONI	2.423.010	2.499.267	2.798.362	2.829.401
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
I RIMANENZE	282.782	223.549	243.276	192.900
II CREDITI				
1) verso clienti entro l'esercizio	10.169.341	12.569.112	9.546.105	9.273.707
5) verso altri entro l'esercizio	426.410	280.872	1.408.219	2.004.829
IV DISPONIBILITA' LIQUIDE	123.618	133.083	176.998	592.559
Totale C) ATTIVO CIRCOLANTE	11.002.151	13.206.616	11.374.598	12.063.995
D) RATEI E RISCONTI	6482	15141	9.093	4.520
TOTALE ATTIVO	13.431.643	15.721.024	14.182.053	14.897.916
PASSIVO	2010	2011	2012	2013
A) PATRIMONIO NETTO				
I CAPITALE SOCIALE	98.800	98.800	98.800	98.800
III RISERVA DI RIVALUTAZIONE	0	0	0	0
IV RISERVA LEGALE	25.802	26.294	26.768	29.478
VII ALTRE RISERVE	5.867	5.867	0	174.575
VIII UTILI (PERDITE) A NUOVO	9.744	19.097	28.114	28.257
IX UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	9.846	9.492	2.853	-212.315
Totale A) PATRIMONIO NETTO	150.059	159.550	156.535	118.795
B) FONDI PER RISCHI ED ONERI	0	0	0	0
C) T.F.R.	771.680	860.742	991.776	1.145.797
D) DEBITI				
4) debiti verso banche:				
entro l'esercizio	4.570.308	5.487.945	4.139.323	4.008.600
oltre l'esercizio	166.194	78.591	53.693	31.715
7) debiti verso fornitori entro l'esercizio	7.352.823	8.199.172	6.697.748	6.195.187
12) debiti tributari entro l'esercizio	99.144	149.154	321.742	596.909
13) debiti verso istituti previdenza entro l'esercizio	75852	315.323	961.912	1.651.564
14) altri debiti:				
entro l'esercizio	238498	366.439	776.427	1.111.719
oltre l'esercizio	0	95.000	53.200	0
Totale DEBITI	12.502.819	14.691.624	13.004.045	13.595.694
E) RATEI E RISCONTI	7.085	9.108	29.697	37.630
TOTALE PASSIVO	13.431.643	15.721.024	14.182.053	14.897.916

CONTO ECONOMICO	2010	2011	2012	2013
A) VALORE DELLA PRODUZIONE				
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	10.536.397	11.791.136	11.793.856	9.561.492
2) 3) variazione delle rimanenze e dei lavori	0	0	0	0
5) altri ricavi e proventi	0	0	0	20

Totale A) VALORE DELLA PRODUZIONE	10.536.397	11.791.136	11.793.856	9.561.512
B) COSTI DELLA PRODUZIONE				
6) per materie prime etc.	3.291.680	4.252.521	3.772.057	3.138.222
7) per servizi	2.600.503	2.320.355	1.567.836	1.195.263
8) per godimento beni di terzi	829.584	682.459	1.376.890	1.278.918
9) per il personale	1.268.179	1.796.176	2.598.195	2.685.333
10) Ammortamenti e Svalutazioni	637.195	603.514	450.422	311.857
11) Variazione delle rimanenze	175.100	59.233	-19.727	50.376
14) Oneri diversi di gestione	1.396.544	1.447.902	1.652.672	862.759
Totale B) COSTI DELLA PRODUZIONE	10.198.785	11.162.160	11.398.345	9.522.728
DIFFERENZA TRA A) e B)	337.612	628.976	395.511	38.784
C) PROVENTI ED ONERI FINANZIARI				
15) Proventi da partecipazioni	0	0	0	0
16) Altri proventi finanziari	358	265	250	110
17) Interessi e altri oneri finanziari	264.839	422.602	367.179	420.606
17-bis) Utili e perdite su cambi	0	0	0	0
Totale C) PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	-264.481	-422.337	-366.929	-420.496
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATT. FINANZIARIE	0	0	0	0
E) PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	37.098	-67.909	114.271	230.397
Totale E) PROVENTI ED ONERI STRAORDINARI	37.098	-67.909	114.271	230.397
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	110.229	138.730	142.853	-151.315
22) IMPOSTE DELL'ESERCIZIO	100.383	129.238	140.000	61.000
23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	9.846	9.492	2.853	-212.315

2.3 Vicende giuridiche del marchio “Cerbiatto – il cornetto appena fatto”

In data 01/07/2015, la curatela del Fallimento Cerbiatto Due S.r.l. ha promosso l'azione giudiziaria (Tribunale di Roma R.G. 43173/2015, Sezione IX, Giudice Dott.ssa Maria Pia De Lorenzo) nei confronti del sig. Domenico Lullo (socio fondatore della fallita, socio unico – dall'11/09/2013 – e amministratore unico – dal 28/09/2004 – sino al fallimento) tendente a fare accertare e dichiarare:

- la violazione del diritto di proprietà industriale spettante e di titolarità della Cerbiatto Due srl, e per l'effetto, nelle more del giudizio, inibire al sig. Domenico Lullo l'uso del marchio “Cerbiatto – il cornetto appena fatto”;
- che il diritto all'utilizzo del marchio, sia nazionale che comunitario, spetta in via esclusiva alla Cerbiatto Due S.r.l. e per essa al Fallimento attore e, per l'effetto, dichiarare nulla e/ o decaduta la (richiesta di) registrazione del marchio a nome di Domenico Lullo, ordinando all'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi e all'Ufficio per l'Armonizzazione del Mercato Interno di procedere alla cancellazione della stessa (registrazione);
- che il marchio “Cerbiatto – il cornetto appena fatto” è di proprietà esclusiva della Cerbiatto Due S.r.l. e per essa del Fallimento attore e, per l'effetto, ordinare all'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi di procedere alla relativa registrazione;

- ordinare all'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi di annotare l'emananda sentenza;
- in via gradata, nella ipotesi in cui la registrazione del marchio in capo al Fallimento attore non fosse più eseguibile, condannare il sig. Lullo al pagamento di Euro 13.000.000,00, pari al costo accertato per la pubblicità eseguita negli anni (dal 2001 al 2014);
- sempre in via principale, condannare il sig. Lullo al pagamento di Euro 13.000.000,00 a titolo risarcitorio;

In breve i fatti contestati:

- la Cerbiatto Due S.r.l. ha utilizzato da oltre un decennio il "*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*" quale segno distintivo della propria produzione industriale al fine della relativa commercializzazione;
- la Cerbiatto Due S.r.l. ha sostenuto dal 2001 al 2014 ingenti spese pubblicitarie (per oltre 13.000.000,00 di euro) finalizzate alla valorizzazione del marchio;
- a seguito dell'utilizzo del marchio e del sostenimento di spese pubblicitarie, il marchio ha assunto una grande notorietà, costituendo l'elemento attivo più importante del patrimonio aziendale;
- il marchio, sebbene segno distintivo della produzione della Cerbiatto Due S.r.l. e sebbene frutto dell'impiego di ingenti risorse di quest'ultima, non compare nel ricorso (del 5/11/2014) per ammissione alla procedura di concordato preventivo (dichiarato inammissibile dal Tribunale di Roma l'8/04/2015), come pure non appare fra i beni aziendali della Società alla data del fallimento (10/04/2015): difatti, il marchio risulta formalmente appartenere al socio unico e amministratore unico della fallita sig. Domenico Lullo, in virtù di procedimenti di registrazione, dapprima in ambito nazionale (con richiesta del 24/07/2014), e poi in ambito comunitario (in data 22/10/2014). Entrambe le richieste di registrazione vennero presentate nell'imminenza della procedura concordataria (5/11/2014) e perfezionate in pendenza della stessa, in assenza di alcuna informativa al Tribunale fallimentare;
- la richiesta di registrazione nazionale del marchio risulta eseguita, a favore del sig. Lullo, per incarico della Cerbiatto Due S.r.l., con sostenimento del relativo costo da parte di quest'ultima. Anche la successiva registrazione comunitaria risulta eseguita, a favore del sig. Lullo, sempre per incarico della Cerbiatto Due S.r.l., con sostenimento del relativo costo da parte di quest'ultima;
- il marchio "*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*", l'asset aziendale più importante della Società fallita, non è stato rinvenuto dal curatore, dato che trovasi formalmente nel patrimonio personale del suo socio unico ed amministratore unico (poi fallito in proprio), nonostante alla formazione del valore del marchio abbiano concorso, soltanto e in via esclusiva, le ingenti risorse della Cerbiatto Due S.r.l., per le relative spese pubblicitarie.

Sicché, conclusivamente, con l'azione giudiziaria promossa la curatela attrice ha chiesto l'accertamento in favore della Società oggi fallita della titolarità, e del marchio nazionale, e di quello comunitario, in forza non solo dell'uso continuo (c.d. preuso del marchio) senza soluzione di continuità ultra decennale dello stesso, ma anche del fatto che la registrazione del marchio (nazionale e comunitario) sia avvenuta su incarico della fallita e che, sia le spese vive, che il

compenso per la detta attività di registrazione, risultano essere state corrisposte in via esclusiva dalla società fallita.

Il giudizio veniva definito con sentenza n. 21594, pubblicata in data 08/11/2019, con cui il Tribunale di Roma, da un lato, in accoglimento dell'eccezione svolta dalla parte convenuta, così statuiva: “... dichiara il proprio difetto di giurisdizione in relazione alla domanda di nullità della registrazione del marchio “Cerbiatto - Il cornetto appena fatto” effettuata dal Sig. Lullo presso l’UAMI”; - e, dall'altro lato, accoglieva invece la domanda del Fallimento attoreo, così statuendo: “...dichiara che la società Cerbiatto Due ha il diritto di continuare ad usare il marchio in oggetto nei limiti della diffusione locale”; con compensazione delle spese di lite tra le parti;

Successivamente alla predetta sentenza, le parti contendenti sono addivenute alla composizione bonaria della vicenda processuale summenzionata, alle seguenti condizioni:

- a) il Curatore del Fallimento della Cerbiatto Due S.r.l. ha rinunciato alla proposizione di giudizio di gravame per la riforma della sentenza n° 21594/2019 ovvero alla proposizione di nuovo giudizio, avente riguardo all'accertamento della titolarità del marchio dinanzi all'Autorità Giurisdizionale competente, nonché all'uso di fatto del marchio “Cerbiatto – il cornetto appena fatto”;
- b) il Curatore del Fallimento di Domenico Lullo, conformemente al Programma di Liquidazione, procederà alla liquidazione del bene "marchio", sopra indicato, mediante procedura competitiva, obbligandosi a corrispondere alla Curatela del Fallimento Cerbiatto Due S.r.l., quota pari al 50% del netto ricavo dalla vendita del suddetto bene, una volta incamerato il corrispettivo;

3. I MARCHI DI PROPRIETÀ

3.1 Premessa: aspetti giuridici ed operativi della registrazione di un marchio

Il marchio costituisce uno dei beni immateriali di maggiore rilevanza nella stima del capitale economico delle aziende. La principale funzione del marchio, tanto per l'impresa che ne è titolare che per i consumatori, consiste nella possibilità di identificare la matrice e la provenienza di un prodotto o di un servizio in modo che possa essere tenuto distinto da prodotti simili o identici, forniti da imprese concorrenti. Un marchio affermato sul mercato, generalmente per effetto di significativi investimenti pubblicitari, può consentire all'impresa che lo usa di avere considerevoli vantaggi competitivi, sia in termini di prezzo che di volumi di vendita.

Il marchio rientra fra i diritti di proprietà industriale (art 1, D. Lgs n. 30 del 10 febbraio 2005 – “Codice della proprietà industriale”).

Ai sensi dell’art. 2569 c.c. “chi ha registrato nelle forme stabilite dalla legge un nuovo marchio, idoneo a distinguere prodotti o servizi, ha diritto di valersene in modo esclusivo per i prodotti o servizi per i quali è stato registrato”. Il D. Lgs. n. 30/2005 (“Codice della proprietà industriale”) prevede che possano formare oggetto di registrazione come marchio d’impresa tutti i segni suscettibili di essere rappresentati graficamente, purché siano atti a distinguere i prodotti o i servizi di un’impresa da quelli di altre imprese.

I diritti del titolare del marchio d’impresa registrato consistono nella facoltà di fare uso esclusivo

del marchio e di impedire che altre imprese possano utilizzare lo stesso marchio o marchi simili, per evitare di ingenerare confusione tra i consumatori nella commercializzazione di prodotti appartenenti alle medesime classi merceologiche.

La registrazione del marchio d'impresa può essere rilasciata a "chi lo utilizzi o si proponga di utilizzarlo, nella fabbricazione o commercio di prodotti o nella prestazione di servizi della propria impresa o di imprese di cui abbia il controllo o che ne facciano uso con il suo consenso".

I diritti di uso di un marchio sono validi esclusivamente nel territorio dello stato nel quale è stata effettuata la registrazione. La tutela giuridica del marchio può avvenire:

- attraverso una serie di registrazioni nazionali
 - o la domanda di registrazione va presentata all'Ufficio nazionale marchi del paese in cui si vuole ottenere la protezione (alcuni uffici esigono i servizi di un consulente di marchi iscritto all'albo di quel paese); in Italia, la registrazione è effettuata presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM) del Ministero dello Sviluppo Economico ed ha durata di 10 anni, con possibilità di rinnovo entro gli ultimi 12 mesi di scadenza del decennio in corso o nei sei mesi successivi al mese di scadenza;
- attraverso una registrazione di marchio comunitario
 - o si effettua presso l'UAMI (Ufficio per l'armonizzazione del mercato interno) con sede ad Alicante (Spagna) ed ha validità per tutti i 28 paesi dell'Unione europea; anche il marchio comunitario è valido per dieci anni e può essere rinnovato indefinitamente per periodi di ulteriori dieci anni.
- attraverso una registrazione di marchio internazionale
 - o la domanda può essere presentata sulla base di una precedente registrazione di marchio nazionale (come richiesto dall'Accordo di Madrid), oppure su una domanda di registrazione di marchio nazionale con riserva di registrazione successiva (come previsto dal Protocollo di Madrid); l'ente preposto in entrambi i casi è l'Organizzazione Mondiale della Proprietà Intellettuale (OMPI o WIPO) e la domanda consente di registrare lo stesso marchio per uno o più dei 97 paesi aderenti all'Unione di Madrid (Accordo di Madrid e Protocollo di Madrid); la durata della registrazione può variare ma è in genere pari a 10 anni.

L'ambito di utilizzo del marchio è identificato da classi che corrispondono a gruppi di prodotti o servizi. Sulla base dell'Accordo di Nizza i prodotti sono suddivisi nelle classi da 1 a 34 ed i servizi nelle classi da 35 a 45. Ciascuna registrazione può riguardare una o più classi di prodotti o servizi ed il costo varia in funzione del numero delle classi registrate.

Ai sensi dell'art. 2573 del codice civile "il marchio può essere trasferito o concesso in licenza per la totalità o per una parte dei prodotti o servizi per i quali è stato registrato, purché in ogni caso dal trasferimento o dalla licenza non derivi inganno in quei caratteri dei prodotti o servizi che sono essenziali nell'apprezzamento del pubblico."

3.2 Marchi registrati

Dalle visure effettuate presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, il quale fornisce informazioni sulle domande di deposito dei marchi presentate dal 1 ottobre 1989, nonché dalle informazioni estrapolate dalla banca dati TMview e dalle visure fornite dalla Società Italiana Brevetti (SIB) in data 30/10/2020, è stata verificata la titolarità in capo al Sig. Lullo di una molteplicità di marchi figurativi, attraverso i quali la società Cerbiatto Due S.r.l. ha provveduto alla commercializzazione del suo prodotto dolciario per eccellenza: il cornetto.

Di seguito l'elenco dei marchi di titolarità del Sig. Lullo Domenico risultante dal database della SIB (Società Italiana Brevetti):



Il signor Lullo ha registrato – come primo deposito – il marchio “*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*” a livello nazionale presso l'Ufficio Italiano Marchi e Brevetti del Ministero dello Sviluppo Economico (n. 1641447 del 7/07/2015) con domanda n. 302014902281934 del 24/07/2014, protocollo n.RM2014C004559.

La domanda è stata inserita nella sezione “domande registrabili” del bollettino n.42 pubblicato in data 18/12/2014, nella classe 30 (*Prodotti da forno; brioches; brioches ripiene; brioches a sfoglia; mini brioches a sfoglia; brioches marmellata; brioches cioccolato; mini brioches ripiene alla crema; mini brioches ripiene alla cioccolato; brioches e merendine a lunga conservazione; merendine; merendine e brioches farcite, ricoperte o ripiene; plumcake monodose; alimenti a base di farina; dolci; pasta per dolci; pasticceria; pasticcini; dolciumi; torte; muffin; panini dolci ripieni; dolci pronti congelati*).

Il marchio è costituito dalla stilizzazione della testa di un cerbiatto e dalle diciture in caratteri a stampa e disposte su due righe “cerbiatto” e “il cornetto appena fatto”, in corpo minore. (figurativo)

Il predetto marchio risulta, poi, registrato a livello comunitario presso l'ufficio per l'armonizzazione nel mercato interno, con domanda presentata in data 22/10/2014 e protocollata al n.013394044.

La domanda è stata inserita ai sensi dell'art.40 RMC nel bollettino n.2014/214 pubblicato in data 13/11/2014 e successivamente il marchio è stato registrato alle Classi Nizza 29, 30 e 43, come da bollettino n.037/2015 pubblicato in data 24/02/2015.

Sui predetti titoli è stata trascritta la sentenza di fallimento.

TG 2



Il signor Lullo ha registrato – come primo deposito – il marchio “*Cerbiatto – il Panettone appena fatto*” a livello nazionale presso l'Ufficio Italiano Marchi e Brevetti del Ministero dello Sviluppo

Economico (n. 1641448 del 7/07/2015) con domanda n. 302014902281935 del 24/07/2014.

La domanda è stata inserita nella sezione “domande registrabili” del bollettino n.42 pubblicato in data 18/12/2014, nella classe 30

Il marchio è costituito dalla stilizzazione della testa di un cerbiatto e dalle diciture in caratteri a stampa e disposte su due righe “cerbiatto” in corpo maggiore e “il panettone appena fatto”, in corpo

Sul predetto titolo è stata trascritta la sentenza di fallimento (n. 602018000062122 del 21/11/2018).

№. 3



Il signor Lullo ha registrato – come primo deposito – il marchio “*Cerbiatto – la Colomba appena fatta*” a livello nazionale presso l’Ufficio Italiano Marchi e Brevetti del Ministero dello Sviluppo Economico (n. 1641449 del 7/07/2015) con domanda n. 302014902281936 del 24/07/2014.

La domanda è stata inserita nella sezione “domande registrabili” del bollettino n.42 pubblicato in data 18/12/2014, nella classe 30

Il marchio è costituito dalla stilizzazione della testa di un cerbiatto e dalle diciture in caratteri a stampa e disposte su due righe “cerbiatto” in corpo maggiore e “la colomba appena fatta”, in corpo minore. (figurativo)

Sul predetto titolo è stata trascritta la sentenza di fallimento (n. 602018000062122 del 21/11/2018).

№. 4



Il signor Lullo ha registrato – come primo deposito – il marchio “*Cerbiatto – Produzione dolciaria*” a livello nazionale presso l’Ufficio Italiano Marchi e Brevetti del Ministero dello Sviluppo Economico (n. 1641450 del 7/07/2015) con domanda n. 302014902281937 del 24/07/2014.

La domanda è stata inserita nella sezione “domande registrabili” del bollettino n.42 pubblicato in data 18/12/2014, nella classe 30

Il marchio è costituito dalla stilizzazione della testa di un cerbiatto e dalle diciture in caratteri a stampa e disposte su due righe “cerbiatto” in corpo maggiore e “produzione dolciaria”, in corpo minore. (figurativo)

Sul predetto titolo è stata trascritta la sentenza di fallimento (n. 602018000062122 del 21/11/2018).



Il signor Lullo ha registrato il marchio “il *cerbiatto*” a livello nazionale presso l’Ufficio Italiano Marchi e Brevetti del Ministero dello Sviluppo Economico (n. 1296557 del 31/05/2010) con domanda n. 302010901834846 del 30/04/2010.

La domanda è stata inserita nella sezione “domande registrabili” del bollettino pubblicato in data 31/05/2010, nella classe 30, rinnovata il 27/04/2020 al n. 362020000069409

Il marchio è costituito dalla scritta “il cerbiatto” in caratteri di fantasia minuscoli disposti secondo una curva con la concavità verso l’alto sottolineando la figura di un cerbiatto. (figurativo)

Sul predetto titolo è stata trascritta la sentenza di fallimento (n. 602018000062122 del 21/11/2018).

3.3 Marchio oggetto di valutazione

Ad esito dell’analisi svolta, appurato che l’unico marchio utilizzato e valorizzato è “*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*”, considerata la sua notorietà sul mercato, confermata anche dal rapporto qualità/prezzo, nettamente inferiore se confrontato alle colazioni al bar con cornetto, o delle brioche da panificio e pasticceria, lo scrivente procederà alla sua autonoma stima.

Gli altri marchi (“il *cerbiatto*”, “*Cerbiatto – il Panettone appena fatto*”, “*Cerbiatto – la Colomba appena fatta*” e “*Cerbiatto – Produzione dolciaria*”), poiché non sfruttati economicamente ma legati al marchio principale, rientrano nella valorizzazione di “*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*”.

4. VALUTAZIONE DEI MARCHIO

Come è noto, non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l’enfasi su aspetti diversi da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione (e, all’interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere pertanto opportunamente scelti, a seconda della natura e delle caratteristiche da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, si ritiene opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente

proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

4.1 Valutazione dei beni immateriali: premessa metodologica

Secondo quanto riportato dalla teoria e dalla pratica valutativa, la stima dei beni immateriali può essere condotta con criteri analitici, cioè in base ad una costruzione logica fondata su dati documentati, oppure con criteri empirici, basati su parametri e dall'esperienza.

I criteri ed i relativi metodi di valutazione analitica dei beni immateriali, suggeriti dalla dottrina ed impiegati dalla prassi professionale prevalente, sono sintetizzabili in tre approcci, riconducibili a quanto proposto dalla dottrina per le valutazioni di azienda o parti di essa, ovvero:

1. Criteri del Costo
 - a) Costo storico residuale,
 - b) Costo di riproduzione.
2. Criteri Economici
 - a) Risultati differenziali,
 - b) Costo della perdita
3. Criteri di mercato
 - a) Royalties
 - b) Moltiplicatori

I **criteri del costo** si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Con riferimento ai beni immateriali, tali criteri sono generalmente applicati mediante due differenti metodi:

- stima del costo storico, ovvero di tutti quegli oneri che si sono dimostrati necessari per la formazione dei beni immateriali: i costi vengono quindi espressi al netto del degrado eventualmente intervenuto (valore residuale). I costi cui si fa riferimento sono ad esempio le spese di ricerca e sviluppo, le spese di comunicazione (pubblicitarie, pubbliche relazioni ecc.), i costi di sviluppo della rete di vendita.
- stima del costo di riproduzione dei beni, ovvero dell'onere che si dovrebbe sostenere per ricrearli con caratteristiche identiche alle attuali (voci di costo analoghe a quelle sopra illustrate).

I **criteri economici** quantificano il valore del marchio in funzione dell'apporto che il medesimo fornisce alla redditività globale dell'azienda.

Il metodo dell'attualizzazione dei redditi differenziali si sostanzia nella quantificazione dell'apporto specifico che i beni immateriali oggetto di stima forniscono alla complessiva redditività aziendale, attraverso l'attualizzazione, per un determinato numero di anni, dei redditi differenziali direttamente o indirettamente associabili ai beni medesimi. La stima dei redditi differenziali conseguibili può essere determinata tramite confronto tra i redditi conseguibili con un prodotto che gode dei benefici derivanti dai beni immateriali (avente quindi un certo marchio, oppure realizzato sulla base di un determinato brevetto, ad esempio) e quelli ottenibili attraverso un prodotto che possa considerarsi omogeneo per funzione ma privo di tali caratteristiche. Può, altresì, essere

utilizzata, quale base di confronto per l'evidenziazione di una redditività aggiuntiva generata dall'azione degli *Intangible Assets*, una stima della normale remunerazione del capitale investito nella generalità del settore di riferimento.

Il metodo dell'attualizzazione delle perdite da sopportare in caso di cessione consiste nel calcolare il danno, valutabile in termini di calo dei margini o della redditività aziendale, che l'azienda sarebbe costretta a sopportare qualora venisse meno la disponibilità di uno o più elementi immateriali. Tale metodo, in altri termini si basa sulla stima dell'onere che i responsabili di un'azienda sarebbero disposti a pagare per riottenere gli elementi intangibili che, in ipotesi, venissero a mancare.

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni similari avvenuti nel recente passato. Con riferimento agli *intangibles*, si distinguono i c.d. criteri empirici dai criteri basati su rilevazioni di mercato, relative a transazioni comparabili o negoziazioni sul mercato azionario. I criteri empirici sono senza dubbio i più applicati, anche per la difficoltà nel reperire informazioni su transazioni frequenti e temporalmente concentrate, ovvero a prezzi direttamente riconducibili ad un intangibile. Tra i criteri empirici, il più noto è il metodo dell'attualizzazione delle royalties, nella versione del *Market Royalty Rate* e del *Royalty Relief*.

Il metodo dell'attualizzazione delle royalties consiste nell'attualizzazione, per un periodo ritenuto congruo, dei flussi di *royalties* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere al proprietario di un asset intangibile per acquisirne in licenza il diritto di godimento. In formula:

$$W_j = Ra_n \neg_i$$

dove:

W_j : Valore del marchio o di altri beni intangibili oggetto di stima

R : Ammontare annuo delle royalties ottenibili tramite la licenza in uso del bene intangibile

N : Orizzonte di attualizzazione, pari alla vita utile residua stimata del bene

i : Tasso di attualizzazione

Nella prassi, il calcolo delle *royalties* è generalmente effettuato secondo due metodologie, che differiscono nel procedimento di determinazione del coefficiente espressivo delle royalty: *Market Royalty Rate* e *Royalty Relief*.

a) Market Royalty Rate

Il calcolo delle royalties avviene mediante l'applicazione di una percentuale al fatturato che la società proprietaria dei beni immateriali ritiene di realizzare nel periodo preso a riferimento. Tali proventi figurativi, al netto dei costi annuali di conservazione dei suddetti beni immateriali, devono poi essere attualizzati, in quanto distribuiti su un arco temporale di medio-lungo termine.

Il criterio del *market royalty rate* prevede che il coefficiente espressivo delle *royalty* sia desunto sulla base dell'ammontare delle *royalty* che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione, in licenza d'uso, dell'asset intangibile. Nella stima di tale parametro assumono particolare significato le problematiche relative alla comparabilità delle *royalties* desunte dal mercato e da transazioni precedenti, e alla rilevazione dei tassi di *royalties*. In ottica valutativa, le controparti dovrebbero infatti risultare comparabili ed omogenee (oltre che indipendenti da un punto di vista

finanziario e gestionale), e le transazioni trasparenti e libere da condizionamenti legislativi.

Ai fini di una corretta determinazione del tasso di *royalty*, appare invece necessario considerare non solo gli elementi che influenzano il giudizio di comparabilità e la capacità differenziatrice del bene immateriale (come ad esempio, il grado di notorietà, il tasso di fedeltà del consumatore, la quota di mercato stabilmente detenuta, ecc.), ma anche i fattori specifici dell'intangibile, quali, ad esempio, il design, i servizi connessi o la durata del contratto di concessione.

b) Royalty Relief

Il valore dell'intangibile è ottenuto tramite l'individuazione di quanto l'impresa che lo possiede risparmia nel non ricorrere al mercato per sfruttare i benefici connessi al suo utilizzo. Detto altrimenti, il valore dell'*asset* intangibile viene identificato con il beneficio prodotto dalla mancata corresponsione di una *royalty*. Nella pratica, questa metodologia comporta la quantificazione dell'ammontare massimo che un'impresa concorrente sarebbe disposta a pagare per l'*asset* soggetto a valutazione; tale obiettivo non sempre risulta agevolmente perseguibile, in quanto l'individuazione di un insieme di imprese concorrenti paragonabili e il calcolo del reddito differenziale ottenuto da un concorrente che facesse uso del bene immateriale risentono inevitabilmente dei limiti tipici dei criteri di mercato, quali la disponibilità, confrontabilità ed attendibilità dei dati raccolti per la valutazione.

4.2 Scelta del metodo di valutazione

Nel caso in esame, la scelta del metodo di valutazione è influenzata dal contesto in cui la società ha operato negli ultimi esercizi, caratterizzati da un declino dei ricavi e dalla sostanziale assenza dal mercato nell'ultimo quinquennio.

L'applicazione di un criterio economico, basato sull'apporto che il marchio fornisce alla redditività aziendale, richiede la disponibilità di dati gestionali riferiti al pressoché unico prodotto (cornetto) che nel contesto in esame sono limitati ai ricavi conseguiti sino all'esercizio 2014. Anche l'applicazione di metodi basati sul costo, ovvero che il valore di un marchio sia strettamente connesso ai costi sostenuti per lo sviluppo ed il mantenimento del marchio stesso, è stato spesso smentito dalla realtà di mercato.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, esaminata la tipologia di attività svolta ed i dati a disposizione, **ai fini della presente stima è stato prescelto il metodo dell'attualizzazione delle royalties nella versione del *Market royalty rate*.**

4.3 Metodo di attualizzazione delle royalties

Il metodo dell'attualizzazione delle royalties presuppone la determinazione del valore del marchio sulla base delle royalties figurative ottenibili dalla cessione in uso a terzi di tali bene. La formula può essere sintetizzata come segue:

$$BI = \sum^n [(r \cdot S_i - C_i) \cdot (1 - t)] \cdot v_i + T$$

in cui:

r = tasso di determinazione delle royalties ottenibili dalla cessione del marchio (percentuale del fatturato);

S_i = vendite attese su di un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua del marchio;

C_i = costo di conservazione del marchio

u_i = coefficiente di attualizzazione per anno determinato in base al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*);

n = Orizzonte temporale della valutazione;

T = Beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli ammortamenti generati dal marchio (eventuale e non considerato ai fini della presente stima).

Di seguito, viene illustrato il processo di determinazione delle principali grandezze sopra individuate.

4.3.1 Tasso di determinazione delle royalties

Il tasso *royalty* “ r ”, esprime, nella metodologia in esame, una percentuale del fatturato che può essere ottenuta dalla cessione figurativa a terzi di un bene immateriale. Nella realtà di mercato gli accordi di “*brand licensing*” hanno generato un’ampia casistica che si è progressivamente ampliata nel corso degli anni. Oltre alla notorietà del marchio sul mercato, diversi fattori incidono nella determinazione del tasso di *royalty* orientandone la stima in funzione della loro regolamentazione nell’ambito dell’accordo di licenza. A titolo di esempio possono essere citati gli obblighi di marketing e distributivi assunti dal licenziatario, la corresponsione di *royalty* minime o garantite, la durata dell’accordo, l’eventuale partecipazione del licenziante agli investimenti del licenziatario ecc. La definizione di valori di riferimento non è quindi agevole, considerato anche che i contenuti degli accordi sono spesso coperti da riservatezza. Ciò premesso, le informazioni disponibili nei vari database mostrano delle tendenze settoriali abbastanza delineate. Prendendo a riferimento una delle fonti più note (“*Licensing royalty rates*” di Gregory J. Battersby, Charles W. Grimes) è possibile verificare che i tassi di royalty su marchi analoghi a quelli oggetto di stima variano generalmente tra il 3% ed il 5%. Considerata la natura e la finalità della stima è stato prudenzialmente scelto il valore inferiore del range.

Tale tasso è da intendersi al netto dei costi di mantenimento ovvero in ipotesi di spese pubblicitarie a carico dell’utilizzatore.

4.3.2 Vendite attese

Le vendite attese sono state calcolate come media del fatturato registrato dai marchi oggetto di stima negli esercizi che vanno dal 2008 al 2013, ovvero gli ultimi dati analitici (voce A.1.a del conto economico: Ricavi delle vendite) desunti dai Bilanci societari approvati e depositati nel Registro delle Imprese di Roma.

Considerato che i ricavi delle vendite hanno subito una drastica riduzione già a partire dall’esercizio 2014 e che si è verificata una sostanziale assenza dal mercato a partire dal 2015, lo scrivente ritiene di dover applicare una riduzione forfetaria al fatturato medio, come sopra stimato, nella misura del 25% (decremento del 5% per ogni anno di inattività). La tabella seguente riepiloga i dati sulle

vendite attese del marchio oggetto di stima autonoma:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media fatturato	Media fatturato con riduzione del 25%
Ricavi €/000	9.739	9.988	10.536	11.791	11.794	9.561	10.568	7.926

4.3.3 Costi di conservazione dei marchi

I costi conservazione sono riferiti a quell'insieme di spese necessarie per mantenere inalterato l'*appeal* del marchio stesso sul mercato. Rientrano in questa categoria di costi le spese sostenute per:

- promozione e vendite,
- marketing e pubblicità
- mostre e fiere.

Considerato l'ammontare minimo delle *royalties* utilizzato ai fini della presente stima (3% del fatturato), lo scrivente ha ipotizzato che i costi di mantenimento dei marchi siano inclusi e scontati nel tasso di determinazione delle *royalties*

4.3.4 Tasso di attualizzazione dei flussi di royalties

Nel metodo dell'attualizzazione delle royalties, i flussi attesi individuati sono destinati alla remunerazione di tutti gli apportatori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella Società. Ai fini della stima lo scrivente ha fatto riferimento al modello di calcolo più frequentemente utilizzato nella prassi professionale, ovvero il Capital Asset Pricing Model, identificando tale tasso nel **Wacc** (Weighted Average Cost of Capital).

Il WACC è definito come segue.

$$\mathbf{WACC} = \mathbf{w_e} \cdot \mathbf{i_e} + \mathbf{w_d} \cdot \mathbf{i_d} \cdot (1 - \mathbf{t})$$

dove:

w_e = Peso attribuito al capitale proprio;

w_d = Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

i_e = Costo del capitale proprio;

i_d = Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);

t = Aliquota fiscale media della Società.

Di seguito, viene illustrato il procedimento di stima del costo del capitale proprio, del costo del capitale di terzi, e dei pesi da utilizzare ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale investito.

a) Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio i_e è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata in termini di tempo e di premio per il rischio.

In conformità con il modello di riferimento (*Capital Asset Pricing Model*), il costo del capitale proprio i_e trova espressione nella seguente formula:

$$i_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = Tasso di rendimento di attività prive di rischio;

$(r_m - r_f)$ = Premio di mercato;

β = Coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente fra il saggio di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso, collegando quindi, il rischio d'impresa al rischio di mercato. I titoli più rischiosi avranno quindi un β superiore ad 1, in modo da aumentare il premio per il rischio.

Tasso r_f di rendimento delle attività prive di rischio

Tale tasso rappresenta la remunerazione attesa da un investimento in attività prive di rischio, come ad esempio investimenti in titoli di Stato (dove non sia presente un rischio di insolvenza) e compensa l'investitore per la rinuncia al consumo nel presente e per una possibile perdita di potere di acquisto dovuta all'inflazione.

Nel caso specifico, il tasso "*risk free*" è stato fissato nella misura del **1,311%**. Rappresenta il rendimento medio dei BTP aventi scadenza di 10 anni risultante dalle aste dei titoli di stato svolte negli ultimi 9 mesi del 2020 (Fonte: Banca d'Italia – Eurosystem – Rendistato anno 2020).

Tasso r_m di rendimento di "mercato" ed il premio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$)

Il tasso r_m individua il maggior rendimento che nel lungo termine caratterizza le attività rischiose rispetto a quelle prive di rischio: esso è ottenuto come differenza media tra serie storiche di rendimenti azionari e di rendimenti "*risk free*".

In conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi valutativa, il premio di mercato generalmente adottato nei paesi occidentali risulta variabile a seconda del Paese di riferimento, del tipo di mercato, e dell'arco temporale considerato per la stima del rendimento di mercato e del tasso *risk free*.

La differenza di rendimento di mercato e l'attività priva di rischio ($r_m - r_f$) può nella presente analisi,

essere equiparato alla differenza tra ciò che la Borsa Italiana ha fatto guadagnare ad un investitore ed il rendimento dei Titoli di Stato dal dopoguerra ad oggi.

Sulla base di quanto precede, si è ritenuto opportuno adottare, ai fini del processo valutativo, un premio di mercato pari al **6,40%** (fonte: Studio di ISE Business School, aprile 2017).

Stima del coefficient β

Ai fini della stima del β le vie percorribili sono sostanzialmente due.

- se la società oggetto di valutazione è quotata in borsa, il fattore β può essere ottenuto regredendo, sulla base dei valori storici, la covarianza del rendimento del titolo in oggetto e il rendimento di mercato, con la varianza del rendimento del mercato;
- se la società non è quotata in borsa, ovvero se il mercato di borsa delle sue azioni non è ritenuto rappresentativo, le vie percorribili sono essenzialmente due:
 - o la prima, di carattere empirico, che si richiama alla prassi professionale, è solita riferirsi a fattori β di settori confrontabili con la realtà dell'azienda stessa, con opportuni aggiustamenti desunti da indicatori di carattere gestionale propri dell'azienda;
 - o la seconda, di derivazione analitica, utilizzabile quando siano disponibili coefficienti β per società simili quotate, suggerisce di scorporare da questi la componente finanziaria, in modo da ottenere il coefficiente β legato agli assets di aziende confrontabili (il cosiddetto asset β o β_u *unlevered*). Il β_u di settore viene, quindi, riparametrato per l'azienda da valutare, scomponendo dal valore lordo: il tasso medio di imposizione fiscale ed il rapporto capitale di debito/capitale di rischio.

Nel caso di specie, si è ritenuto opportuno far riferimento direttamente ad un coefficiente β_u di mercato medio relativo al settore *Damodaran online* (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing), stimato pari a 0,72.

In considerazione di quanto precedentemente esposto, il tasso di rendimento normale del capitale proprio è calcolato in misura pari al **7,6%** circa, come di seguito illustrato.

Fonti		
Risk free rate	1,31%	Media rendimento BTP a 10 anni (ultimi 12 mesi)
Market Premium	6,40%	Studio di IESE Business School (aprile 2017)
Beta unlevered	0,72	Damodaran online (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing)
D/E target	19,7%	Damodaran online (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing)
Tax rate	24,0%	Aliquota Ires alla data di stima
Beta levered	0,82	
Additional risk	2,0%	Stima del perito
Cost of Equity	7,63%	

b) Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito $i_d \cdot (1 - t)$ da utilizzare ai fini del calcolo del Wacc è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) debito i_d , al netto della fiscalità media effettiva t della Società $(1 - t)$, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Nel caso in esame il costo medio del debito è stato stimato sulla base del *risk free* in precedenza determinato, applicando una maggiorazione pari a 300 basis point.

Fonti		
Tax rate	24,00%	Aliquota Ires alla data di stima
Cost of Debt	4,31%	Management (Risk free Ita + spread 300 b.p.)
Cost of Debt	3,28%	

c) Struttura finanziaria

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società. Ai fini della presente valutazione è stata ipotizzata una struttura finanziaria in linea con quella estrapolata dal data base Damodaran on line per il settore "Food Processing", che prevede un rapporto D/E pari a 19,7% corrispondente ad un peso del debito pari al **16,4%**.

Fonti		
D/E	19,7%	Damodaran online (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing)
Weight of equity	83,6%	
Weight of debt	16,4%	

d) Determinazione del costo medio ponderato del capitale investito

Per quanto precedentemente esposto, il costo medio ponderato del capitale investito WACC da utilizzarsi ai fini dell'attualizzazione delle royalties per il periodo considerato, è stato determinato in misura pari al **6,92%**, come di seguito evidenziato:

Fonti		
Risk free rate	1,31%	Media rendimento BTP a 10 anni (ultimi 12 mesi)
Market Premium	6,40%	Studio di IESE Business School (aprile 2017)
Beta unlevered	0,72	Damodaran online (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing)
D/E target	19,7%	Damodaran online (Levered and Unlevered Betas by Industry, Food Processing)
Tax rate	24,0%	Aliquota Ires alla data di stima
Beta levered	0,82	
Additional risk	2,0%	Stima del perito
Cost of Equity	7,63%	
Tax rate	24,00%	Incidenza media Ires alla data di stima

Cost of Debt	4,31%	Management (Risk free Ita + spread 300 b.p.)
Cost of Debt	3,28%	
D/E	19,7%	
Weight of equity	83,6%	
Weight of debt	16,4%	
WACC	6,92%	

4.3.5 Orizzonte temporale della valutazione

L'arco temporale di riferimento ai fini dell'attualizzazione delle royalties è stato posto pari a 10 anni, in accordo con l'approccio assunto dalla prassi e dalla dottrina prevalente che indicano un orizzonte temporale di valutazione tra i 5 ed i 10 anni (si veda Roberto Mazzei, Brand equity: il valore della marca, Egea). La scelta di un arco temporale non superiore ai **5 anni** (durata di un eventuale contratto di licenza) è quindi legata ad una logica di prudenza, conseguente al fatto che la società si trova in procedura fallimentare e che il marchio è sostanzialmente assente dal mercato da almeno cinque anni.

4.3.6 Sintesi dei risultati ottenuti

Le tabelle seguenti riepilogano il calcolo effettuato per determinare il valore del marchio oggetto di stima, sulla base dei parametri in precedenza illustrati. I flussi da attualizzare sono stati determinati al netto di una fiscalità figurativa, stimata prendendo a riferimento le attuali aliquote delle imposte sui redditi (24% per l'Ires ed il 4,82% per l'Irap, con riferimento alla regione Lazio) ed arrotondando la stima al 30%. Ai fini del calcolo non si è tenuto conto dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli ammortamenti generati dal marchio.

Marchio "Cerbiatto – il cornetto appena fatto" (€/000)			Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5
Vendite attese			7.926	7.926	7.926	7.926	7.926
FATTURATO NETTO			7.926	7.926	7.926	7.926	7.926
Royalties figurative	<i>A</i>	3,0%	238	238	238	238	238
Royalties effettive	<i>B</i>		---	---	---	---	---
Totale Royalties lorde	<i>C=A+B</i>		238	238	238	238	238
Costi di mantenimento del marchio	<i>D</i>		---	---	---	---	---
Base Imponibile	<i>E=C+D</i>		238	238	238	238	238
Imposte	<i>F</i>	30,00%	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
Royalties nette	<i>G=F+E</i>		166	166	166	166	166
Wacc		6,92%					
Coefficiente di attualizzazione			0,93527	0,87474	0,81813	0,76518	0,71565
Royalties attualizzate			156	146	136	127	119
NPV Royalties nette (5 anni)		684					

5. CONCLUSIONI

Nell'ambito dell'incarico ricevuto e sulla base della metodologia descritta nella presente relazione, si riepiloga il più probabile valore di mercato attribuito al marchio "*Cerbiatto – il cornetto appena fatto*" oggetto di stima, pari ad **Euro 684.000,00 (seicentoottantaquattromila/00)**.

Lo scrivente fa presente che nella predetta stima rientra anche la valorizzazione degli altri marchi ("*il cerbiatto*", "*Cerbiatto – il Panettone appena fatto*", "*Cerbiatto – la Colomba appena fatta*" e "*Cerbiatto – Produzione dolciaria*") e, pertanto, si ritiene opportuno una vendita in unico lotto di tutti i marchi.

* * * * *

Il sottoscritto Consulente ritiene di aver adempiuto all'incarico affidatogli, rimane a disposizione per tutti quei chiarimenti che si rendessero necessari, e ringrazia per la fiducia accordata.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni delineate nella relazione stessa; pertanto, nessuna parte della presente relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Roma, 5 novembre 2020

Dott. Francesco Giustiniani

