

RELAZIONE DI STIMA

del

VALORE DI MERCATO

e del

VALORE DI SMOBILIZZO

dei

MARCHI CUNIAL ILCA

di proprietà del

Fallimento Cunial Antonio I.L.C.A. S.r.l.

(Tribunale di Treviso n. 25/2020)

PERITO: DOTT. SALVATORE BASILE

1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Il Dott. Raffaele Gallina, in qualità di Curatore del Fallimento Cunial Antonio I.L.C.A. S.r.l. (Tribunale di Treviso n. 25/2020), con domicilio in Via Le Canevare n. 30, Int. 4/a, Treviso, munito del parere favorevole del Comitato dei Creditori, conferiva al sottoscritto Dott. Salvatore Basile, dottore commercialista e revisore legale iscritto al n. A 945 dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Padova, domiciliato in Padova, Via Porciglia 14, CF BSLSVT69P07G224F, partner di Cortellazzo & Soatto, l'incarico di predisporre una stima del valore di mercato, nella sua configurazione di valore di liquidazione forzata ed accelerata, del marchio e dei segni distintivi contrassegnati "Cunial-Ilca" di proprietà della società fallita con riferimento alla data odierna.

* * * *

Ai fini dello svolgimento del presente incarico il sottoscritto dichiara di essersi attenuto, laddove non incompatibili, a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) e di aderire al "Codice dei Principi Etici" redatto dall'*International Valuation Standard Council* che, al paragrafo 12, intitolato "Principi Fondamentali" (in allegato ai PIV), afferma che *"è fondamentale per l'integrità del processo di valutazione che chi ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l'espressione di un valutatore dotato dell'esperienza, delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con professionalità e con mente scevra da indebite influenze o da pregiudizi"*.

Al riguardo lo scrivente, verificata l'inesistenza di eventuali cause di incompatibilità diretta o indiretta, sotto il profilo delle esperienze e competenze professionali, dichiara:

- di essere Dottore Commercialista e Revisore Legale, con specializzazione ultraventennale in attività aziendali, quali in particolare la pianificazione strategica, industriale e finanziaria, la strutturazione e ristrutturazione

dell'indebitamento bancario e tutte le attività di valutazione di aziende, società, gruppi societari, partecipazioni, beni tangibili ed intangibili, patrimoni, progetti d'investimento, debiti, danni e quant'altro suscettibile di scambio sul mercato o di valutazione ai fini giudiziali;

- di aver frequentato la Scuola di Alta Formazione del Triveneto in Valutazione d'Azienda (SAF);
- di essere Presidente di A.C.O.V.A., Associazione Commercialisti Valutatori, associazione non lucrativa che si occupa dello studio della tematica del valore in tutte le sue diverse configurazioni ed i suoi diversi ambiti di applicazione;
- di essere attualmente il Coordinatore della Commissione Aziendale – Area Valutazione d'Azienda - dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova;
- di essere iscritto al Registro dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Padova con specifico riferimento all'ambito valutativo;
- di essere stato ed essere spesso relatore in convegni che trattano aspetti peculiari della finanza d'impresa, del valore aziendale, della pianificazione economico-finanziaria e dell'ambito della gestione del rapporto banca-impresa;
- di essere autore di alcune pubblicazioni in ambito valutativo, di pianificazione industriale ed economico-finanziaria e di gestione del rapporto banca – impresa.

In conformità all'incarico ricevuto, il sottoscritto dimette la seguente relazione.

2. PREMESSA

L'esigenza di predisporre il presente parere valutativo origina dal fatto che la Curatela del Fallimento Cunial Antonio I.L.C.A. S.r.l. (Tribunale di Treviso n. 25/2020) nell'ottica del miglior soddisfacimento dei creditori intende procedere alla collocazione

sul mercato dei marchi “Cunial – Ilca”, come di seguito meglio descritti, essendo venuto meno, per scadenza del termine, il contratto di licenza d’uso dei medesimi in essere con [REDACTED] con decorrenza dal 31-12-2022.

In conseguenza di tale circostanza e del fatto che, per procedere alla vendita, l’attuale normativa in ambito concorsuale prevede l’obbligo di esperire una procedura d’asta competitiva è interesse della Curatela conoscere il parere di un terzo indipendente in ordine al presumibile valore di mercato, nella sua accezione di valore di liquidazione forzata, ed in questo caso anche accelerata, dei suddetti marchi al fine di poter al meglio definire il prezzo da porre alla base di detta asta.

La presente relazione di stima è pertanto da riferirsi, sotto il profilo dell’unità di valutazione, esclusivamente ai marchi “Cunial-Ilca”, mentre, sotto il profilo del suo riferimento temporale, è da considerarsi una valutazione *point in time* alla data odierna seppur la stessa sia ancorata ad una base informativa riferita al 31-12-2022.

La presente valutazione è significativamente incisa dalle numerose e rilevanti limitazioni incontrate dallo scrivente nella formazione della base informativa a supporto della stima; non è stato possibile, infatti:

- da un lato, a causa dell’assenza di banche dati che le traccino, individuare “transazioni comparabili” intervenute in passato su marchi relativi a categorie di beni simili a quelle cui i marchi “Cunial-Ilca” si riferiscono compravenduti nell’ambito di procedure concorsuali, il che rende impraticabile lo sviluppo della metodica del mercato;
- dall’altro, a causa del fatto che, per effetto di un piano attestato ex art. 67 L.F. che ha interessato la società licenziataria si erano previsti compensi da sfruttamento dei marchi in misura fissa (il che non ha reso possibile estrarre dal sistema informativo aziendale della società licenziataria, a posteriori, la

segmentazione storica dei ricavi di vendita secondo la dimensione di analisi oggi richiesta), non è stato possibile disporre del dato contabile relativo ai ricavi di vendita effettivamente riferibili ai soli prodotti a marchio Cunial-Ilca realizzati da [REDACTED] e disporre altresì del dato contabile relativo ai costi di pubblicità, promozione e mantenimento dei marchi in questione sostenuti nel medesimo periodo dalla società medesima, il che ha privato il processo valutativo basato sull'applicazione del metodo del tasso di royalty comparabili (*Relief from Royalty Method*, che è senz'altro il metodo più utilizzato nella prassi per la valutazione di marchi) della necessaria solidità, intesa anche in termini di verificabilità della base dati su cui si fonda, e conseguentemente ha indotto lo scrivente a considerare tale criterio valutativo esclusivamente quale metodo di controllo dei risultati ottenuti tramite il metodo principale di cui si dirà oltre.

Tenuto conto della rilevanza delle limitazioni evidenziate la presente relazione di stima assume, ai sensi dei PIV, la valenza di parere valutativo.

Inoltre, atteso il fatto che la redazione del presente parere si svolge in un periodo particolare a causa della sopravvenuta emergenza connessa allo scoppio della guerra in Ucraina, è necessario sottolineare che tutti i parametri finanziari e di mercato utilizzati nel presente lavoro non tengono conto, né potrebbero peraltro farlo in quanto le relative informazioni non sono ancora disponibili o lo sono in minima parte, dell'impatto che detta situazione straordinaria potrebbe generare sui mercati finanziari e sul sistema economico e produttivo di riferimento nei prossimi anni e quindi, ai presenti fini, sul profilo di rischio-rendimento di lungo periodo che, tenuto conto dei criteri di stima che saranno utilizzati, sarà considerato dallo scrivente.

Tenuto conto di quanto sopra, la presente relazione di stima non potrà essere utilizzata

per scopi diversi da quelli per i quali è stata predisposta.

3. INDIVIDUAZIONE DEI MARCHI CUNIAL-ILCA

I marchi oggetto di valutazione sono costituiti dai segni distintivi “Cunial” e “Ilca” ognuno dei quali è introdotto in una corrispondente figura geometrica. Di seguito il marchio figurativo.



Il marchio “Cunial-Ilca” è stato depositato dalla società Cunial Antonio Ilca S.r.l. il 10/10/1997, con domanda n. 1997900629128, e registrato il 16/03/2000 con il numero 0000807831. In seguito, il marchio è stato rinnovato nel 2008 (con domanda n. 2008901607686 del 11/03/2008 e con registrazione n. 0001306991 del 08/06/2010 per la classe 19) e nel 2018 (con domanda n. 362017000114982 del 12/10/2017 e con registrazione n. 362017000114982 del 16/03/2018 per la classe 19).

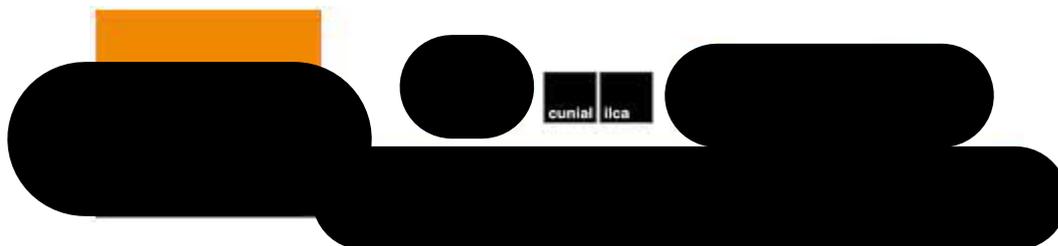
Tali marchi erano riconosciuti e particolarmente apprezzati dagli operatori del settore in quanto rappresentativi dei prodotti della società Cunial Antonio Ilca S.r.l. che per decenni ha contribuito allo sviluppo e alla notorietà del distretto produttivo di Possagno per la produzione di laterizi da copertura.

Nel 1998 le cinque più importanti fornaci di Possagno, tra cui Cunial Antonio Ilca S.r.l., decisero di far confluire in un'unica entità societaria, [REDACTED], tutte le attività operative dalle stesse gestite e di concedere in uso a detta società i rispettivi marchi di proprietà. Quest'ultima rappresenta, ad oggi, la più grande realtà italiana nella produzione di coperture in cotto.

Sin dalla sua costituzione [REDACTED] ha utilizzato i marchi “Cunial-Ilca”, insieme ad altri, per qualificare la propria presenza nel settore delle coperture in cotto attraverso la loro apposizione in tutti i prodotti da copertura e in tutte le iniziative di comunicazione, acquisendo in tal modo i vantaggi della notorietà sviluppata nel corso di decenni da Cunial Antonio Ilca e dagli altri marchi. Infatti, l’abbinamento del marchio [REDACTED] ai marchi “Cunial-Ilca” consente di mantenere l’indiscussa posizione di leadership nel mercato delle coperture, oltre alla capacità di realizzare prezzi di vendita mediamente più elevati rispetto a quelli praticati dalla concorrenza.

Viene di seguito riportato di seguito il marchio figurativo utilizzato da [REDACTED] [REDACTED] fino al 31-12-2022 per la commercializzazione dei prodotti; in esso appare il marchio figurativo “Cunial-Ilca” come marchio secondario rispetto a quello principale

([REDACTED])



4. EVOLUZIONE STORICA DELLO SFRUTTAMENTO ECONOMICO DEI MARCHI CUNIAL-ILCA

Come anticipato in precedenza, [REDACTED] e Cunial Antonio Ilca Srl sottoscrissero un contratto di licenza d’uso dei marchi “Cunial-Ilca” che, in sintesi, prevedeva:

- la concessione esclusiva dell’uso dei marchi “Cunial-Ilca” per contrassegnare tutta la produzione di coperture in cotto, anche in abbinamento al marchio “[REDACTED]” (o ad altri marchi in disponibilità della società [REDACTED]), e

per affiancare il marchio “ [REDACTED] ” in tutte le iniziative (convegni, fiere, open day, ecc.) e in tutti gli strumenti di comunicazione (lettere, fatture commerciali, cataloghi, sito internet, ecc.);

- l’impegno da parte di [REDACTED] di produrre e commercializzare i propri prodotti (coppi e tegole) con la massima cura e con le migliori tecniche produttive per garantire lo stesso pregio e la stessa notorietà che distinguevano i marchi “Cunial-Ilca”;
- l’impegno da parte di [REDACTED] di affiancare i marchi “Cunial-Ilca” alla propria denominazione sociale nelle diverse occasioni di comunicazione e di contrassegnare tutti i prodotti con i predetti marchi; a tal riguardo [REDACTED] si impegnava a realizzare iniziative di promozione e pubblicità del proprio marchio e dei propri prodotti per un importo minimo di € 100.000 con un addebito a Cunial Antonio Ilca di un importo corrispondente al 4,13% della spesa effettivamente sostenuta.

Alla data della firma, cioè al 24-12-2013, il contratto prevedeva una royalty fissa annua di importo pari a € 330.000. La validità del contratto era prevista inizialmente dal 01/01/2013 al 31/12/2017.

In conseguenza del protrarsi di una difficile situazione per il settore dei laterizi che ha risentito dell’andamento negativo del settore delle costruzioni, [REDACTED] ha registrato, dal 2014 al 2020, una progressiva riduzione del volume d’affari ed una contrazione dei margini. Per tali ragioni, nonché per le richieste avanzate dal sistema bancario nell’ambito dell’accordo di ristrutturazione del debito ex dall’art. 67, comma 3°, lett. d) della L.F sottoscritto da [REDACTED] in data 27/07/2018, le società [REDACTED] e Cunial Antonio Ilca hanno nel tempo convenuto le seguenti modifiche al contratto originario sottoscritto nel 2013:

- Appendice al contratto di licenza d'uso del marchio del 31/10/2014:
 - viene prevista una riduzione del corrispettivo per royalty per l'anno 2014 da € 330.000 a € 165.000;
- Appendice al contratto di licenza d'uso del marchio del 20/11/2015:
 - viene prevista una riduzione del corrispettivo per royalty per l'anno 2015 da € 330.000 a € 41.250;
- Appendice al contratto di licenza d'uso del marchio del 5/07/2016:
 - viene prevista una riduzione del corrispettivo per royalty per l'anno 2016 e 2017 da € 330.000 a € 41.250;
 - viene previsto un corrispettivo per royalty dal 2018 sino a scadenza stabilito in una percentuale pari al 1,034% del fatturato netto annuo (dedotti i costi di trasporto, gli abbuoni, i resi, gli sconti ed i premi) realizzato da [REDACTED] sulle vendite in Italia e all'estero dei prodotti in laterizio;
 - viene prevista una proroga dell'originale scadenza del contratto, fissata al 31.12.2017, al 31.12.2022;
- Appendice al contratto di licenza d'uso del marchio del 8/03/2017:
 - viene prevista una riduzione del corrispettivo per royalty per gli anni dal 2017 al 2021 a €41.250 (ma non per l'esercizio 2022);
 - viene previsto un piano di pagamento rateizzato dei corrispettivi per royalty non ancora pagati a favore della Cunial Antonio Ilca;
- Appendice al contratto di licenza d'uso del marchio del 11/08/2018:
 - viene previsto un nuovo piano di pagamento dei corrispettivi per royalty non ancora pagati a favore della Cunial Antonio Ilca.

Di seguito vengono rappresentati i principali risultati economici di [REDACTED]

██████████ dal 2014 al 2021, ed i rispettivi costi per royalty sostenuti per i marchi “Cunial-Ilca” (cioè i ricavi da royalty realizzati da Cunial Antonio Ilca S.r.l. che ne è proprietaria).

KPI (€/000)									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE	29.826	30.441	26.215	25.461	24.567	24.648	23.678	20.172	29.484
var% YoY	1,4%	2,1%	-13,9%	-2,9%	-3,5%	0,3%	-3,9%	-14,8%	46,2%
EBITDA	2.862	2.315	1.560	1.813	2.472	1.707	2.003	1.311	2.677
EBITDA %	9,6%	7,6%	6,0%	7,1%	10,1%	6,9%	8,5%	6,5%	9,1%
Risultato Netto	12	(238)	(1.860)	(4.533)	(1.310)	(60)	(1.253)	(4.012)	(343)
Royalty effettiva	330,00	165,00	41,25						

Relativamente all’esercizio 2022, non si conosce alla data odierna il valore dei ricavi di ██████████, non essendo ancora disponibile al pubblico, presso la CCIAA, il relativo bilancio di esercizio. Tuttavia, tenuto conto del fatto che sulla base dell’appendice al contratto di licenza d’uso del 5/07/2016 si prevedeva, per l’esercizio 2022, la quantificazione delle royalty spettanti a Cunial Antonio Ilca S.r.l. in misura pari all’1,034% del fatturato netto annuo (cioè dedotti i costi di trasporto, gli abbuoni, i resi, gli sconti ed i premi) realizzato sulle vendite in Italia e all’estero dei prodotti in laterizio, ██████████, con comunicazione via pec alla Curatela in data 10 febbraio 2023, ha comunicato l’importo dei ricavi (€ 20.301.928) da considerarsi quale base di riferimento per la quantificazione delle royalty spettanti per l’esercizio 2022, royalty che sono state quindi determinate in € 209.922.

5. I DOCUMENTI UTILIZZATI NELLA VALUTAZIONE

La documentazione tecnica, amministrativa e contabile utilizzata per la presente stima, è stata fornita dal Dott. Raffaele Gallina, Curatore della procedura, ed è stata integrata con alcune informazioni fornite per vie brevi e tramite e-mail dal ██████████ ██████████, amministratore della società ██████████ licenziataria

dei diritti d'uso sui marchi "Cunial-Ilca" fino al 31-12-2022, e comprende:

- a) i bilanci civilistici di [REDACTED] dal 2013 al 2021;
- b) il contratto di licenza d'uso dei marchi "Cunial-Ilca" sottoscritto il 24/12/2023 e le relative successive appendici integrative:
 - 1) appendice del 31/10/2014,
 - 2) appendice del 20/11/2015,
 - 3) appendice del 5/07/2016,
 - 4) appendice del 8/03/2017,
 - 5) appendice del 11/08/2018;
- c) la comunicazione via pec. Inviata in data 10 febbraio 2023 da [REDACTED] alla Curatela;
- d) gli scambi di e-mail intervenuti con il [REDACTED], lo scrivente e la Curatela;
- e) la reportistica finanziaria prodotta rispettivamente da Standard & Poor's (Capital IQ), avente ad oggetto il rendimento medio del mercato azionario di lungo periodo e l'andamento dei tassi *free risk* di medio-lungo periodo, da Damodaran, in relazione al dimensionamento del coefficiente di rischiosità, c.d. beta *unlevered*, dei settori "Construction Supplies";
- f) il tasso di royalty di settore "Prodotti edili" da Salvidio & Partners – "Royalty economicamente sostenibili" del 2018;
- g) lo studio condotto dal Prof. Enrico Gonnella - "Lo sconto per vendita forzata nelle valutazioni aziendali ai sensi dell'art. 216, c.1, C.C.I. (già art. 107 L.F.)", Collana Sidrea - Giuffrè 2021, che individua lo sconto medio verificatosi in Italia in operazioni di vendita forzata di aziende e rami d'azienda in ambito concorsuale.

Tali documenti sono stati utilizzati così come predisposti dai rispettivi autori o da fonti esterne pubbliche.

Essendo la presente un'attività di natura strettamente valutativa, le informazioni, i documenti ed i dati gestionali, contabili e di mercato utilizzati nella presente stima non sono stati sottoposti ad alcuna specifica attività di attestazione, di revisione o di audit, anche solo parziale, in quanto non richiesta dall'incarico, e sono stati pertanto assunti dal sottoscritto sul fondamento della loro veridicità e completezza; gli stessi, sono stati quindi ritenuti dallo scrivente, seppur con le limitazioni sopra evidenziate, attendibili ed idonei per l'espressione di un parere professionale indipendente, obiettivo e sufficientemente informato in ordine al valore ricercato.

5. LA CONFIGURAZIONE DI VALORE ADOTTATA E LA SCELTA DELLA METODICA E DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

Come già detto in premessa la configurazione di valore adottata dallo scrivente e richiesta ai fini dell'esperimento della procedura d'asta nell'ambito della procedura concorsuale in corso è quella del **valore di mercato nella sua accezione di valore di smobilizzo (o valore di liquidazione)**.

Per “**valore di mercato**” si intende il prezzo al quale un'attività (o un'entità aziendale) potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento, dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente e senza obblighi di comprare o vendere; questa configurazione di valore deve riflettere il massimo e miglior uso dell'attività nella prospettiva dei partecipanti al mercato.

Per “**valore di smobilizzo**” o di liquidazione, si intende il prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura di un ciclo d'investimento; tale configurazione di valore si estrinseca, in questo caso, nella specifica configurazione di valore di liquidazione “forzata” ed al tempo stesso “accelerata” in quanto: la vendita avverrà nell'ambito di una procedura concorsuale; i tempi e le modalità di cessione è presumibile saranno tali

da non consentire un'adeguata conoscenza del bene da parte dei potenziali partecipanti al mercato; il relativo periodo di commercializzazione potrebbe risultare non congruo in relazione alle specificità del bene; il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale in quanto qualsiasi potenziale compratore potrà conoscere questa situazione; i partecipanti al mercato, sempre che ve ne siano, probabilmente non disporranno di tempi sufficienti ad assumere decisioni consapevoli di acquisto delle attività oggetto di liquidazione e di conseguenza adotteranno comportamenti negoziali fortemente condizionati dalla loro percezione del rischio e quindi, di fatto, altamente speculativi; il bene sarà venduto senza le consuete garanzie ordinarie sugli eventuali vizi della cosa.

Nello sviluppo del processo valutativo, attese le specifiche caratteristiche dell'oggetto di valutazione e della sua composizione, della configurazione di valore testè individuata, delle finalità della stima e della base informativa disponibile, si è scelto di utilizzare la metodica dei risultati attesi (*income approach*) tramite l'adozione, quale criterio principale, del **criterio reddituale** in versione **asset side** in quanto criterio in grado di rappresentare ed apprezzare le capacità di realizzazione di redditi futuri da parte di chi utilizzerà i marchi oggetto di stima, e, con tutte le limitazioni del caso, del criterio delle royalty di mercato comparabili (Relief from Royalty Method), necessariamente rettificato per tener conto dell'indisponibilità di alcune – già citate - informazioni fondamentali, quale criterio di controllo.

7. IL CRITERIO REDDITUALE ASSET SIDE (METODO PRINCIPALE)

Come detto, lo scrivente ha ritenuto di adottare quale metodo principale il criterio reddituale in versione *asset side* sviluppato su base storica, individuando quindi, tramite l'algoritmo sotto riportato, il valore di mercato del capitale investito nei due marchi

oggetto di stima (Enterprise value), cioè il valore di mercato dei marchi “Cunial-Ilca”.

La determinazione dell’Enterprise Value (EV) tramite il criterio reddituale, in versione *asset side*, a capitalizzazione illimitata nel tempo, si estrinseca nel seguente algoritmo:

$$EV = \frac{Nopat \times (1-IR)}{(Wacc - g)}$$

dove:

EV = Enterprise Value o valore delle attività;

Nopat = Risultato operativo al lordo degli oneri finanziari ed al netto delle imposte rettifiche per tener conto della deducibilità degli oneri finanziari (net operating profit after tax);

IR = l’ammontare di reddito da reinvestire per mantenere la capacità di reddito dell’attività nel tempo;

Wacc = costo medio ponderato del capitale proprio, Ke, e del capitale di debito, Kd;

g = tasso di crescita di medio-lungo periodo.

L’applicazione della metodica dei risultati attesi, declinata tramite l’applicazione del criterio reddituale nell’approccio *asset side* appena descritto, richiede quindi, oltre evidentemente alla determinazione dei risultati attesi dallo sfruttamento dell’attività (cioè dei marchi Cunial Ilca), anche l’individuazione di un tasso di rendimento atteso, o costo opportunità del capitale, tasso rappresentativo del livello di rischiosità della specifica attività, che a sua volta dipende dal settore mercato in cui la stessa viene utilizzata.

Il tasso di rischio-rendimento in questione, nel caso di approccio reddituale *equity side* si configura sotto la forma del costo del capitale proprio, c.d. Ke, mentre, nel caso di approccio reddituale *asset side*, cioè quello adottato dallo scrivente, sotto la forma del costo medio ponderato del capitale proprio e del capitale di debito, c.d. Wacc.

Per determinare il Wacc è prima necessario determinare il Ke.

Qualora, come **nel caso di specie**, si assuma una struttura delle fonti onerose composta esclusivamente da capitale proprio (struttura che la dottrina ritiene essere la più appropriata nella valutazione di beni intangibili nelle quali il relativo prezzo viene di solito finanziato dal generico partecipante al mercato solo con capitale proprio, e questo a maggior ragione nel caso di cui trattasi, data la situazione di dissesto in cui si trova l'azienda che ne è titolare e la conseguente elevata rischiosità dell'operazione), **Wacc e Ke coincidono** ed il Ke assume la denominazione di Keu, cioè di costo del capitale *unlevered*.

Il procedimento di valutazione tramite tale criterio è stato sviluppato attraverso le seguenti fasi:

- determinazione del tasso di capitalizzazione, cioè del costo medio ponderato del capitale (Wacc), che, come detto, per effetto dell'assenza di indebitamento finanziario, assume in questa circostanza la configurazione di costo del capitale proprio unlevered (Keu);
- determinazione del reddito medio futuro atteso nella configurazione "Net Operating Profit After Taxes – c.d. Nopat";
- determinazione del valore di mercato dei marchi come capitalizzazione a durata illimitata del Nopat rinvenibile dalla concessione in uso degli stessi al tasso Wacc (cioè, nel nostro caso, in assenza di indebitamento finanziario, al tasso Keu), tenuto conto di un fattore di crescita "g", che è stato tuttavia prudenzialmente stimato dallo scrivente in misura pari a zero.

7.1 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE

Per la determinazione del Wacc, come già detto, è stata utilizzata la seguente formula:

$$WACC = \frac{D}{D+C} id + \frac{C}{D+C} ic$$

dove:

D = ammontare dei debiti onerosi netti;

C = ammontare del capitale proprio;

id = costo dei debiti onerosi o Kd, al netto delle imposte;

ic = tasso di capitalizzazione o Ke, assunto come costo dei mezzi propri determinato quale costo opportunità.

Il **Wacc** è stato calcolato utilizzando, come detto, una struttura finanziaria costituita esclusivamente da fonti di capitale proprio.

Il **costo del capitale proprio, Ke**, esprime la misura del rendimento giudicato soddisfacente da un generico investitore, tenuto conto del grado di rischio associabile all'attività oggetto di valutazione. Tale definizione riconduce al concetto di tasso opportunità che rappresenta il rendimento ritraibile da investimenti alternativi a parità di rischio.

Il costo del capitale proprio scaturisce dalla sommatoria di due elementi:

1. il tasso di rendimento su investimenti privi di rischio, tasso free risk;
2. il premio per il rischio (ERP); tale premio è calcolato come premio per il rischio generale nell'investimento in capitale proprio, moltiplicato per il coefficiente di rischio sistematico dell'impresa o del settore-mercato di riferimento.

Il **CAPM (Capital Asset Pricing Model)** afferma che il costo opportunità del capitale proprio è uguale al rendimento dei titoli senza rischio, più il rischio sistematico dell'impresa, o del settore (cioè il "beta"), moltiplicato per il premio per il generico rischio di mercato. L'equazione che esplicita in modo formale questa definizione è la seguente:

$$i = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

dove:

- i = Keu o tasso di capitalizzazione
- Rf = tasso di rendimento dei titoli senza rischio
- E(Rm) = tasso atteso di rendimento del mercato azionario
- E(Rm)- Rf = premio di rischio di mercato
- Beta = rischio sistematico del settore o dell'impresa (attività)

Tasso Free Risk

Per la determinazione del tasso free-risk si è ritenuto opportuno, nel caso specifico, assumere un tasso dello 2,55%, tasso pari alla media dei rendimenti dei titoli di stato europei (UE) con scadenza residua a 10 anni, con rating AAA (considerati quindi teoricamente privi di rischio), come rilevabili con riferimento al 31-12-2022 (fonte: Capital IQ di Standard & Poor's).

Premio per il rischio generico

Relativamente alla determinazione del tasso di rendimento atteso del mercato azionario E(Rm), essendo necessario disporre di un "tasso atteso", e dunque, per sua natura, incerto, la sua stima risulta tanto migliore quanto più ampio è l'intervallo temporale (cioè il numero di osservazioni) su cui calcolare la media.

A questo riguardo si è deciso di usare un intervallo temporale medio-lungo in quanto questa scelta elimina gli effetti di anomalie di breve periodo nella misurazione, anomalie tipiche della situazione dei mercati borsistici manifestatasi negli ultimi anni.

Il valore che identifica il tasso atteso di rendimento del mercato azionario, E(Rm), è stato assunto pari alla media mensile dell'indice S&P Europe Small Cap *last 10y* come rilevabile con riferimento al 31-12-2022 (fonte: Standard & Poor's – Capital IQ). Il valore ottenuto è pari al 9,65%.

Conoscendo, quindi, il valore del tasso di rendimento free risk e quello atteso del mercato azionario, è possibile calcolare il premio per il rischio generico del mercato azionario nel lungo periodo:

$$E(R_m) - R_f = 9,65\% - 2,55\% = 7,10\%$$

Il premio per il rischio generico sopra calcolato trova conforto nei premi per il rischio oggi mediamente riscontrabili nella prassi valutativa italiana.

Stima dell'errore sistematico (beta)

Beta, β , è la sensibilità del rendimento di un investimento ai movimenti del mercato azionario; è quindi una misura del rischio sistematico del settore.

Nel caso specifico si è proceduto dapprima individuando il beta unlevered medio del settore di riferimento ("Construction supplies") che è risultato pari a 0,83 (fonte: Damodaran al 31-12-2022, pubblicazione recante data 05-01-2023).

Successivamente applicando tale moltiplicatore al premio per il rischio generico come sopra individuato si è ottenuto il premio per il rischio applicabile alla specifica attività (cioè i marchi "Cunial-Ilca"), premio che è quindi risultato essere pari al 5,88%.

Tale premio è stato, infine, maggiorato in misura pari al 2,0% al fine di rappresentare il maggior rischio che è intrinsecamente presente, come afferma la dottrina aziendalistica, nella valutazione di beni intangibili rispetto ad altre tipologie di attività.

Il premio per il rischio utilizzato nella stima è pertanto risultato pari al 7,88%.

Determinazione del Ke e del Wacc

Applicati gli algoritmi di cui sopra, la tabella sottostante esprime il costo del capitale proprio (Ke), nella sua versione *unlevered* (Keu), utilizzato nella presente stima, costo del capitale che è risultato pertanto pari al **10,43%**.

Determinazione del costo del capitale proprio - Ke			
Descrizione variabile	Sigla	Fonte	
Tasso di rendimento "free risk"	Rf	Average Treasury Bonds UE 10 y - rating AAA	2,55%
Rendimento medio del mercato azionario	Rm	S&P Europe small cap 10 y	9,65%
Premio di rischio generico (Rm - Rf)	P-Risk		7,10%
Beta Unlevered	Beta Unlevered	Damodaran Construction supplies	0,83
Beta Levered	Beta Levered		0,83
Capitale proprio	PN		100,0%
Capitale di Terzi (mezzi di terzi onerosi)	PFN		0,0%
Aliquota fiscale media (corporate tax rate)	Tc	ex lege	27,90%
Premio per il rischio Levered	P-Risk levered		5,88%
Maggiorazione Rischio "Intangibles"			2,00%
Costo dell'Equity (Ke) Levered	Ke		10,43%

Determinazione del costo medio ponderato del capitale - Wacc	
Risk free rate (Rf)	2,55%
Rendimento medio MKT (Rm)	9,65%
Risk Premium (Rm - Rf)	7,10%
Beta <i>unlevered</i>	0,83
Beta <i>levered</i>	0,83
Maggiorazione Intangibles <i>Premium</i>	2,0%
D/(D+E)	0%
E/(D+E)	100%
Cost of equity (Ke)	10,43%
Average cost of debt	3,00%
Tax benefit	27,90%
Cost of debt (Kd)	2,16%
WACC	10,43%

6.2 LA DETERMINAZIONE DEL NOPAT ATTESO

Per la determinazione del NOPAT atteso riconducibile ai marchi "Cunial-Ilca" si è fatto riferimento unicamente alla documentazione contabile e contrattuale disponibile, come sopra descritta.

Dalla stessa, come evidenziato al capitolo 4, si evince che i ricavi per royalty realizzati dalla società che ne è proprietaria sono stati mediamente pari, nel periodo 2015-2021, ad € 41.250 per anno mentre, per l'esercizio 2022, essi si sono attestati ad € 209.922.

A tali ricavi vanno contrapposti i costi per il mantenimento della notorietà dei marchi, cioè in particolare costi di promozione e pubblicità, costi che sono stati desunti dalla medesima documentazione contrattuale dalla quale si sono appresi i ricavi di cui sopra e che ammontano mediamente ad € 4.130 l'anno.

Fra i costi non si è considerata alcuna componente di costo a titolo di ammortamento in quanto non appaiono ragionevolmente prevedibili da parte dello scrivente futuri investimenti finalizzati ad un rilancio dei marchi in questione, quantomeno a mani della società che ne è attualmente proprietaria.

Ai risultati ante imposte così ottenuti si è applicata un'aliquota media rappresentativa dell'Ires e dell'Irap in misura complessivamente pari al 27,9%.

Conseguentemente, ai fini dell'applicazione del criterio reddituale sopra descritto è stato assoggettato a capitalizzazione illimitata nel tempo un **NOPAT** medio annuale (periodo 2015-2022) che è risultato pari ad € **41.965**, come si evince dalla seguente tabella.

DETERMINAZIONE DEL NOPAT	
Ricavo medio da royalty 2015-2022	62.334
Pro-quota Costi pubblicità marchio Cunial Ilca sostenuti da [redacted] Spa ma a carico di Cunial (come da contratto licenza d'uso marchio 2013)	- 4.130
Reddito netto da royalty ante imposte	58.204
Imposte (27,9%)	- 16.239
NOPAT	41.965

6.3 LA DETERMINAZIONE DELL'ENTERPRISE VALUE (EV) DI MERCATO

Per pervenire all'Enterprise Value (EV) dei due marchi in questione, cioè al valore di mercato degli stessi, si è proceduto alla capitalizzazione al costo del capitale proprio unlevered (Keu), con durata illimitata nel tempo, del NOPAT medio normale atteso

sopra determinato come ritraibile dallo sfruttamento dei medesimi nella loro condizione “*as is*”.

METODO REDDITUALE ASSET SIDE	
NOPAT	41.965
Ke unlevered	10,43%
Valore di mercato	402.265

Come si evince da quanto sopra il valore di mercato dei marchi “Cunial-Ilca” al 31 dicembre 2022, ottenuto con l’applicazione del principale criterio di valutazione, risulta essere pari ad € 402.265.

6.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE FORZATA

Per determinare il valore di liquidazione forzata dei marchi in parola lo scrivente ha mosso dal valore di mercato dei medesimi come sopra determinato ed ha apportato allo stesso uno sconto finalizzato a rappresentare le condizioni di vendita non normali in cui dovrà essere eseguita la dismissione degli asset in questione.

Tali condizioni, tipiche di una vendita forzata, sono riconducibili al fatto che:

- i tempi e le modalità di cessione potrebbero essere tali da non consentire un’adeguata valutazione del bene da parte dei possibili partecipanti al mercato;
- il periodo di commercializzazione sarà probabilmente accelerato con le conseguenze del caso in termini di veicolazione della vendita ai potenziali interessati diversi dai soggetti che già lo conoscono e cioè dalla società che lo ha utilizzato sino al 31-12-2022 o dai suoi soci;
- il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza

contrattuale in quanto qualsiasi potenziale compratore conosce questa situazione;

- i partecipanti al mercato potrebbero non disporre di tempi sufficienti ad assumere decisioni consapevoli di acquisto delle attività oggetto di liquidazione e di conseguenza potrebbero adottare comportamenti negoziali fortemente condizionati dalla loro percezione del rischio e quindi, di fatto, altamente speculativi;
- i marchi saranno venduti senza le consuete garanzie ordinarie sugli eventuali vizi della cosa.

Tenuto conto di quanto sopra, lo scrivente, sulla base delle proprie esperienze maturate nella pratica professionale, delle evidenze degli esiti di aste in situazioni simili e della ricerca richiamata al capitolo 5, ha stimato questo sconto in un range compreso fra il 40% ed il 50%, attestandosi ad un valore intermedio del 45% (sconto prossimo al valore dello sconto medio in procedure di vendita forzata riscontrato nello studio precedentemente citato).

I risultati dell'elaborazione effettuata sono rappresentati nelle tabelle che seguono.

VALORE DI SMOBILIZZO (VENDITA FORZATA)	
Valore di mercato	402.265
Sconto da vendita forzata	45%
Valore di smobilizzo (o di liquidazione)	221.246

Sconto da vendita forzata	Valore
30%	281.586
45%	221.246
60%	160.906

Pertanto, il **valore di liquidazione forzata dei marchi Cunial-Ilca**, ottenuto mediante

l'applicazione del principale criterio di valutazione, può essere determinato in un range compreso fra € 161 mila ed € 281 mila, ad un valore puntuale di € 221.246, arrotondabile ad € **220.000**.

9 IL CRITERIO DI CONTROLLO – RELIEF FROM ROYALTY METHOD

Nel caso di specie, così come nella maggior parte delle situazioni relative a marchi, il metodo che meglio consentirebbe di stimarne il potenziale economico e il suo connesso valore di mercato è quello dei flussi di royalty connessi al possesso del marchio (*“Relief from Royalty Method”*).

Tale metodo trova la più larga applicazione nella stima del valore di marchi dotati di specifica identità e di cui sia dimostrabile la concreta possibilità di realizzare benefici economici tramite il loro utilizzo (in termini di flussi di royalty ottenibili).

I marchi oggetto di stima non presentano tuttavia queste caratteristiche.

Sebbene secondo la letteratura e la prassi valutativa il metodo delle royalty sia giudicato essere il più accurato e razionale per la valutazione di marchi, la sua accuratezza in termini di risultati ottenibili dipende fortemente dalla disponibilità dei dati utilizzati per la derivazione dei flussi di royalty.

Il problema fondamentale nell'applicazione di tale metodo risiede normalmente nella scelta del tasso di royalty in quanto, essa presuppone l'esistenza di un adeguato numero di transazioni, rappresentative e trasparenti, dalle quali sia deducibile un range % di royalties realmente applicate dal mercato per marchi simili a quello oggetto di stima. Tenuto conto dell'unicità che caratterizza un marchio e della difficoltà insita nell'individuazione di tassi di royalties omogenei e comparabili, tale metodologia può anche portare a valutazioni caratterizzate da un'elevata soggettività.

Nel caso di specie, come evidenziato al capitolo 2, oltre alle descritte tipiche incertezze,

si deve aggiungere il fatto che non è dato sapere allo scrivente a quanto siano ammontati in passato i ricavi effettivamente riconducibili al solo sfruttamento dei marchi “Cunial-Ilca” (cioè [REDACTED]).

Pertanto, l’applicazione della presente metodologia, oltre a scontare le consuete incertezze connesse alla scelta del tasso di royalty, sconta un’altra, ben più grave, incertezza e cioè quella legata alla pressochè assoluta indisponibilità di informazioni quantitative in ordine ai ricavi effettivamente riconducibili alla vendita di prodotti della linea “Cunial-Ilca” da parte di [REDACTED]

Per questi motivi il criterio di valutazione in parola è stato utilizzato unicamente quale metodo di controllo.

9.1. Il criterio di valutazione “Relief from Royalty Method”

Secondo la metodologia di valutazione dei “Tassi di Royalty”, il valore di un marchio può essere determinato assumendo che esso corrisponda alle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi di tale bene.

Il valore del marchio secondo questo approccio, quindi, è determinato come sommatoria del valore attuale dei flussi di royalties attesi, in un arco temporale di riferimento (n anni), al netto di eventuali costi annuali di mantenimento del marchio stesso.

La formula di calcolo è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{r * (Sales_t - Costs_t) * (1 - tax\ rate)}{(1 + Ke)^t}$$

dove:

W = valore del marchio;

R = tasso di royalty del licenziante che sostiene i costi di mantenimento del marchio;

Sales = fatturato annuo derivante dai prodotti a marchio atteso su di un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua del marchio;

Costs = costo annuo di mantenimento e gestione del marchio;

Tax rate = aliquota fiscale pari al 27,9% (Ires-Irap);

Ke = costo del capitale.

La metodologia di valutazione dei “Tassi di Royalty”, si estrinseca nelle seguenti fasi:

- determinazione dei ricavi derivanti dall’utilizzo del marchio e rilevanti per il calcolo delle royalties;
- determinazione del tasso di royalty;
- determinazione dei costi annui di “mantenimento” del valore del marchio;
- determinazione dei flussi netti medi di royalties annui;
- determinazione dell’orizzonte temporale di riferimento;
- determinazione del tasso di attualizzazione;
- determinazione del valore attuale dei flussi di royalties attesi.

9.2. Lo sviluppo del criterio di valutazione “Relief from Royalty Method”

Determinazione dei ricavi

Per stimare la quota parte dei ricavi di [REDACTED] riconducibili alla disponibilità dei marchi “Cunial-Ilca”, lo scrivente, attese le limitazioni di cui sopra, ha ritenuto che il costo totale per royalties passive sostenuto annualmente da [REDACTED] stessa sia stato parametrato e direttamente correlato al volume di ricavi generato da ciascun marchio utilizzato.

Dai bilanci civilistici di [REDACTED] degli esercizi dal 2017 al 2021 (si è tralasciato l’esercizio 2022 in quanto il bilancio non è ancora stato pubblicato) emerge che, con la sola eccezione dell’esercizio 2019, i costi per royalties passive sono stati pari ad € 100.000 per anno, di cui € 41.250 annui per royalties riconosciute a Cunial Antonio Ilca S.r.l., cioè per il 41,25% del totale.

Applicando tale percentuale (41,25%) al totale dei ricavi registrati da [REDACTED] nel

medesimo periodo, si è quindi provveduto a stimare quelli che potrebbero essere i ricavi medi derivanti dallo sfruttamento dei soli marchi “Cunial-Ilca”. Tale procedimento è rappresentato nella tabella che segue.

	2017	2018	2019	2020	2021
Vendite di prodotti [redacted] Spa	23.930.922	22.909.121	21.274.367	20.796.444	27.765.395
Costi per royalties sostenuti da [redacted] Spa	100.000	100.000	41.250	100.000	100.000
<i>di cui:</i>					
quota royalty Cunial Ilca	41.250	41.250	41.250	41.250	41.250
% sul totale royalties	41,25%	41,25%	100,00%	41,25%	41,25%
Vendite di prodotti [redacted] a marchio Cunial Ilca (stima)	9.871.505	9.450.012	21.274.367	8.578.533	11.453.225
Media fatturato (adj. senza 2019)	9.838.319				

Determinazione del tasso di royalty

Per la determinazione del tasso di royalty si sono ricercate transazioni comparabili il più possibile omogenee per settore di attività, dalle quali desumere i tassi di royalties mediamente applicati sul mercato.

A tal fine la scrivente ha verificato, con l’ausilio di specifiche banche dati (Fonte: Salvidio & Parnetr - “Royalty economicamente sostenibili” - 2018), l’esistenza di transazioni comparabili e omogenee al caso di specie, dalle quali desumere un range di royalties applicate dal mercato nei settori di riferimento e per le categorie di prodotti associabili ai marchi oggetto di stima.

Lo scrivente ha pertanto considerato un tasso medio di royalty pari al 2,0%, posizionandosi quindi, prudenzialmente, al valore minimo emerso dall’indagine svolta.

Determinazione dei flussi netti ritraibili dalla concessione in uso dei marchi

Applicando il tasso di royalty così individuato (il 2%) alla media dei ricavi di pertinenza dei due marchi come sopra stimati (€ 9,838 milioni), si è potuto determinare il flusso medio di royalty lorde potenzialmente ritraibile dalla concessione in uso dei marchi medesimi.

Dal flusso di royalty lorde si sono poi dedotti i costi di mantenimento della notorietà dei marchi, costi che sono stati assunti dallo scrivente in misura pari a quelli contrattualmente previsti (come da contratto di licenza d'uso del 24/12/2013) di competenza della società fallita, cioè in misura pari ad € 4.130 annui anche se detto importo appare allo scrivente particolarmente basso.

Dal flusso di royalty lorde si sono inoltre dedotte le imposte (Ires-Irap in misura complessivamente pari al 27,9%) che dovrebbero essere corrisposte dal proprietario dei marchi a fronte delle royalty lorde maturate e dei relativi costi di mantenimento.

DETERMINAZIONE DELLA ROYALTY MEDIA	
Media fatturato (adj. senza 2019)	9.838.319
Tasso di Royalty di mercato	2,00%
Media Royalty (adj. senza 2019)	196.766

DETERMINAZIONE DELLE ROYALTY NETTE	
	2023
Royalty media	196.766
Pro quota costi pubblicità marchio Cunial Ilca (come da contratto licenza d'uso 2013)	- 4.130
Imposte (27,9%)	- 53.746
Royalties nette	138.891

Tenuto conto del fatto che, complice la situazione di tensione finanziaria della società licenziataria dei marchi sino al 31-12-2022, situazione caratterizzata dal ricorso a più riprese ad un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 67 L.F. da parte di [REDACTED], e conseguentemente del fatto che quest'ultima ha ridotto al minimo possibile i costi di pubblicità e promozione dei marchi (che, come già detto, fra l'altro, sono sempre stati promossi unitamente al marchio [REDACTED]), i quali hanno quindi presumibilmente perso notorietà sul mercato rispetto al passato, lo scrivente ha ritenuto

che le condizioni generatrici di tali royalties possano mantenersi per un periodo massimo di tre esercizi (in ipotesi il 2023, 2024 e 2025).

Determinazione del valore di mercato

Per pervenire al valore di mercato dei marchi in parola, come si evince dalla tabella che segue, lo scrivente ha dunque provveduto all'attualizzazione, al tasso Keu sopra determinato (10,43%), delle royalties nette ritraibili dal loro sfruttamento.

DETERMINAZIONE DEL VALORE DI MERCATO			
	2023	2024	2025
Royalty media	196.766	196.766	196.766
Pro quota costi pubblicità marchio Cunial Ilca (come da contratto licenza d'uso 2013)	- 4.130 -	4.130 -	4.130
Imposte (27,9%)	- 53.746 -	53.746 -	53.746
Royalties nette	138.891	138.891	138.891
Ke unlevered	10,43%		
Flusso attualizzato	125.770	113.889	103.130
Valore di mercato	342.790		

Il valore di mercato dei marchi "Cunial -Ilca" si attesterebbe quindi, mediante l'utilizzo del metodo di controllo, in un intorno di € 342.790.

Determinazione del valore di smobilizzo (liquidazione forzata)

Per determinare il valore di liquidazione forzata dei marchi in parola lo scrivente ha mosso dal valore di mercato dei medesimi, come testè calcolato, ed ha apportato allo stesso uno sconto finalizzato a rappresentare le condizioni di vendita non normali in cui dovrà essere eseguita la dismissione degli asset in questione.

Lo sconto utilizzato è stato assunto in misura pari a quello già utilizzato nello sviluppo del metodo principale di valutazione, cioè in misura pari al 45%.

DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE FORZATA

Valore di mercato	342.790
Sconto vendita forzata	45%
Valore di smobilizzo (o di liquidazione forzata)	188.534

Sconto da vendita forzata	Valore
30%	239.953
45%	188.534
60%	137.116

Pertanto, il valore di liquidazione forzata dei marchi “Cunial-Ilca”, ottenuto mediante l’applicazione del criterio di valutazione di controllo, può essere determinato in un range compreso fra € 137 mila ed € 240 mila, ad un valore puntuale di € 188.534, arrotondabile ad € 188.000.

Tale range di valore tende a sovrapporsi a quello individuato mediante l’applicazione del principale criterio di valutazione e ne conferma quindi i risultati.

10 CONCLUSIONI

Tenuto conto delle considerazioni sopra evidenziate e dei risultati cui si è pervenuti mediante l’applicazione del metodo principale, di quanto emerso dall’applicazione del metodo di controllo e dalle analisi di sensitività sviluppate, il sottoscritto ritiene che, con riferimento alla data odierna, il valore di mercato nella sua accezione di **valore di liquidazione forzata dei marchi “Cunial-Ilca”**, congiuntamente considerati, si attesti in un range compreso fra € 161 mila ed € 281 mila, ad un valore puntuale arrotondato di **€ 220.000**.

Padova, lì 8 giugno 2023

(Dott. Salvatore Basile)