

[REDACTED]

*Fallimento* **OFFICINE MARALDI BERTINORO Spa**

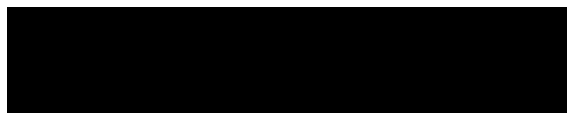
**Proc. n. 37/2017- Tribunale di Forlì**

## **VALUTAZIONE DEL MARCHIO**



Giudice Delegato: Dott.ssa Barbara Vacca

Collegio Curatori: Prof. Avv. Luigi Balestra  
Prof. Dott. Paolo Bastia  
Dott. Oscare Santi



Il sottoscritto ██████████ iscritto al numero ██████████ dell'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna e al numero ██████████ del Registro dei Revisori Legali, con studio in via della ██████████, ██████████, nominato dal Collegio dei Curatori della Procedura *de qua* per la stima del valore del marchio "OFFICINE Maraldi" – di proprietà della società fallita OFFICINE MARALDI BERTINORO SPA ("OMB" o anche "Società") – espletati gli adempimenti di rito, presenta gli esiti del lavoro svolto.

## 1. Premessa

Da una recente nota storiografica (settembre 2016) sulla OMB si rileva la presenza di suoi prodotti sul mercato a partire dall'immediato dopoguerra: inizialmente con recipienti di stoccaggio – atmosferici ed in pressione – destinati ai prodotti derivati dal petrolio; successivamente, anche con serbatoi a bassa temperatura e criogenici dei derivati della chimica (ammoniaca, etano, etilene, azoto, ossigeno).

Il nome "Maraldi" inizia a trovare riconoscimento sui mercati internazionali a partire dal 1962.

Il Collegio dei Curatori ha raccolto manifestazioni di interesse sul marchio "Maraldi". Ritenendo che questo goda di apprezzata notorietà a livello internazionale, il Collegio ha deciso di registrare il marchio "OFFICINE Maraldi"<sup>1</sup> composto da logotipi e parole (all. 1).

La vicenda della diffusione e dell'affermazione del nome "OFFICINE Maraldi", nel corso del tempo, è la storia del riconoscimento di un marchio di fatto.

Il nostro ordinamento giuridico riconosce largo spazio ai cosiddetti "marchi di fatto", ossia i marchi non registrati. Per questi il legislatore stabilisce infatti che "chi ha fatto uso di un marchio non registrato ha facoltà di continuare ad usarlo, nonostante la registrazione da altri ottenuta"<sup>2</sup>, purché tale uso di fatto sia anteriore alla registrazione fatta da altri e il marchio abbia raggiunto un determinato grado di notorietà. La tutela accordata dal legislatore è diversa a seconda che il marchio non registrato abbia raggiunto una notorietà locale o nazionale. Nel caso di notorietà del marchio a livello nazionale, il legislatore vieta la registrazione di un identico marchio da parte di terzi produttori di prodotti analoghi (è invece possibile la registrazione di prodotti affini); nel caso invece di diffusione a livello locale, il produttore non potrà impedire la registrazione del medesimo marchio per prodotti identici in altra parte del territorio.

## 2. Obiettivo dell'incarico oggetto della transazione e metodi di valutazione

Obiettivo dell'incarico è formulare la miglior stima possibile del valore del marchio "OFFICINE Maraldi" al fine della sua cessione.

In linea generale, la valorizzazione dei beni immateriali ("intangibili" o "intangibles") presenta notevoli elementi di difficoltà data la natura immateriale degli stessi che comporta un'elevata volatilità del loro valore.

Sulla risoluzione di tali difficoltà si è concentrata l'attenzione della dottrina per lungo tempo.

---

<sup>1</sup> Il marchio è stato registrato dallo studio legale ██████████ di ██████████ lo scorso 31 luglio 2018 con il numero 017882704 c/o l'Ufficio dell'Unione Europea per la Proprietà Intellettuale (EUIPO).

<sup>2</sup> Art. 2571 cod. civ.

Secondo la tesi formulata da Gualtiero Brugger<sup>3</sup> all'intangibile specifico vanno richieste tre caratteristiche:

1. dev'essere all'origine di costi a utilità differita nel tempo;
2. dev'essere trasferibile, cioè cedibile a terzi, sia pure a certe condizioni e talvolta congiuntamente ad altri beni materiali o immateriali;
3. dev'essere misurabile nel suo valore.

Luigi Guatri<sup>4</sup> coglie la portata innovativa della tesi proposta – rispetto ai precedenti contributi – nel requisito della “trasferibilità” nel senso che oltre ad essere all'origine di costi ad utilità differita nel tempo, il bene intangibile, affinché possa essere ceduto, deve poter essere “estratto” dall'azienda in cui si è formato, al più concedendo che ciò possa avvenire congiuntamente a uno o pochi altri beni materiali o immateriali.

L'Organismo Italiano di Valutazione (“OIV”) nei suoi “*Principi Italiani di Valutazione 2015*” (“PIV”) fa propri i postulati di Brugger laddove, trattando di intangibles, definisce come intangibile specifico “(...) qualunque bene immateriale che può essere ceduto, traferito o locato o concesso in licenza o scambiato in forma separata rispetto all'entità che lo possiede (...)”<sup>5</sup>.

## 2.1. Oggetto della transazione

L'autorevole dottrina, sopra accennata, postula i requisiti che un intangibile specifico deve possedere; tra questi la trasferibilità il cui soddisfacimento, talvolta, può comportare il congiunto trasferimento di altri beni il cui collegamento funzionale rispetto all'intangibile specifico risulti necessario.

Percorrendo a ritroso il processo di formazione del know how posseduto da OMB emerge la volontà di formare il proprio patrimonio conoscitivo attraverso la scrittura di regole formali per la produzione e le lavorazioni (“PQR” i.e. *Procedure Qualification Record*), schede tecniche dei materiali, specifiche su clienti e fornitori risultanti da elenchi anagrafici, oltre, ovviamente, ai disegni tecnici.

I dati e le informazioni che, via via, sono andati accumulandosi, hanno svolto, evidentemente, un ruolo fondamentale nel processo di affermazione del nome “OFFICINE Maraldi”.

Il nome è, del resto, il veicolo che incrocia l'*expectation fulfilment* (soddisfazione delle aspettative del cliente), mentre la sua spendita è il vettore delle soluzioni offerte al cliente grazie al patrimonio conoscitivo accumulato.

Tale patrimonio è, quindi, componente costitutiva del marchio “OFFICINE Maraldi”.

Per questi motivi il Collegio dei Curatori ritiene opportuno che con il marchio potranno essere ceduti i supporti sui quali tali dati ed informazioni sono conservati, esemplificativamente composti da:

- disegni tecnici;
- elenchi anagrafici;
- qualifiche fornitori;

---

<sup>3</sup> G. Brugger, “La Valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989.

<sup>4</sup> Tra tutti, L. Guatri, M. Bini, *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, Egea 2005.

<sup>5</sup> *Ibidem*, par. III.5.2.

- PQR;
- schede tecniche dei materiali.

## **2.2. Metodi di valutazione**

Secondo l'OIV la valutazione di un intangibile può essere compiuta facendo riferimento a ciascuna delle tre metodiche di valutazione conosciute e contenute nel framework PIV (i.e. metodi del mercato, del costo e del reddito).

In particolare, la selezione del metodo deve avvenire avendo riguardo delle caratteristiche del bene immateriale oggetto di valutazione, con specifico riferimento alla sua riproducibilità, la natura dei benefici che da questo possono generarsi, all'esistenza o meno di un mercato di riferimento (par. III.5.5 PIV).

Ciò implica, normalmente, che:

- un intangibile facilmente riproducibile sia valutato sulla base della metodica del costo;
- un intangibile che conferisce un vantaggio competitivo a chi lo detiene sia valutato sulla base della metodica del reddito;
- un intangibile che abbia un mercato di riferimento sia valutato sulla base della metodica del mercato.

In ogni caso, l'applicazione di qualsiasi metodo presenta particolari aspetti di complessità e criticità; per i metodi appartenenti al primo approccio taluni delicati aspetti possono riguardare l'identificazione dei costi e delle risorse necessarie alla (ri)produzione dell'intangibile; per i metodi appartenenti al secondo approccio criticità possono emergere nella individuazione dei flussi di reddito ragionevolmente imputabili all'intangibile; per i metodi appartenenti al terzo approccio fattore rilevante è sicuramente rappresentato dall'esistenza o meno di un mercato di riferimento.

## **3. Descrizione del metodo di valutazione adottato**

La diffusione del nome "OFFICINE Maraldi" deriva dalla sedimentazione di atti e fatti ripetuti ed evoluti nel corso del tempo. Il "marchio", nel caso specifico, pare il risultato di un processo (più o meno consapevole) di condensazione e sintesi di conoscenze (know how) e delle loro applicazioni.

Proprio in considerazione del particolare processo di formazione del "marchio" – prima di fatto, alla fine registrato – appaiono inapplicabili al caso i metodi di valutazione che si richiamano all'approccio del costo e all'approccio del reddito.

E' stato, perciò, adottato il metodo "Market Royalty Rate" (MRR) – riconducibile all'approccio di mercato – sebbene non esista uno specifico mercato cui fare riferimento.

Tale metodo determina il valore dell'intangibile (nel caso qui trattato: il marchio) come valore attuale delle royalties riconosciute su beni comparabili.

Sul punto, i PIV – anticipando alcuni aspetti critici effettivamente riscontrati in sede di applicazione al caso specifico – precisano: *"A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare i beni immateriali comparabili. E' spesso necessario in questi casi*

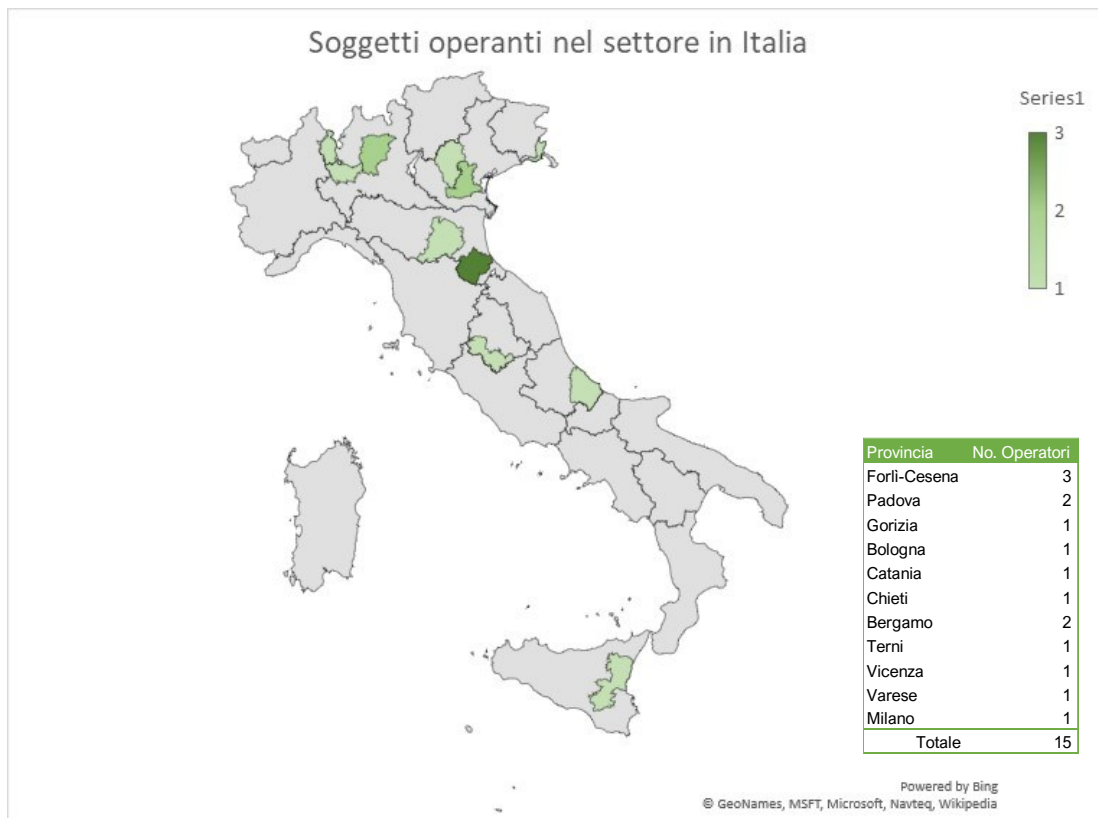
*procedere a rettificare i tassi di royalty per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.” (par. III.5.10).*

Nel caso che ci occupa, infatti, la mancanza di uno specifico mercato di riferimento, di listini e di quotazioni delle royalties applicabili allo specifico settore, ha indotto lo scrivente ad adottare il metodo MRR rispondendo preliminarmente al seguente quesito: qual è la royalty che un soggetto operante nel settore sarebbe disposto a pagare per l'uso del nome "Officine Maraldi". Nonostante le mancanze emerse, non vi è infatti dubbio sul fatto che l'uso del nome abbia suscitato manifestazioni di interesse.

Già nella precedente occasione<sup>6</sup> il sottoscritto ha avuto modo di approfondire alcuni aspetti riguardanti il settore di riferimento, in particolare i soggetti operanti nel settore, la loro provenienza, i principali indicatori di performance.

Riprendendo lo studio di analisi del settore condotto da [REDACTED] si desume che la presenza di soggetti operanti nel settore con base nel territorio nazionale è concentrata soprattutto nel nord Italia, preferibilmente in luoghi vicini agli sbocchi a mare.

Figura 1 - Dispersione dei soggetti-operatori del settore sul territorio nazionale, anno 2013



<sup>6</sup> Si fa, qui, riferimento all'elaborato "VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA" del 26/09/2017 – già versato agli atti della presente procedura – ad esito dell'incarico ricevuto dal sottoscritto avente ad oggetto la stima del ramo di azienda operativo del Fallimento OFFICINE MARALDI BERTINORO Spa.

Tra questi è stato selezionato un 'Best Player' che per collocazione geografica e portafoglio di offerta, avesse caratteristiche simili a quelle di OMB.

In base ai suoi indicatori di performance (EBITDA) è stata determinata la royalty economicamente sostenibile dal Best Player. In particolare, il tasso di royalty (*royalty rate*, RR) è stato determinato dalla differenza tra i coefficienti EBITDA/Vendite medio<sup>8</sup> del Best Player ed EBITDA/Vendite Adjusted<sup>9</sup> di OMB.

Al fine di sondare la significatività del tasso RR così ottenuto, esso è stato confrontato con i dati desunti dalla tabella delle royalties applicabili a vari beni o servizi per tipo di marchio risultante da uno studio condotto su un campione di imprese americane.

In particolare, dalla tabella sotto riprodotta si evidenzia che la royalty applicabile da un'impresa ai beni intermedi è pari a 3,4%.

Tabella 1 - Fonte: G.V. Smith, *Trademark Valuation*, NY, John Wiley & Sons, Inc., 1997

Tipo di marchio	Beni intermedi	Beni di consumo	Servizi finali	Alimentari	Abbigliamento	Intrattenimento
Istituzionale		7,7%				
Impresa/Prodotto	3,4%	4,6%	3,20%	5,1%	6,9%	5,0%
Griffe		6,0%		7,0%	5,5%	
Testimonial		12,0%		10,0%	11,0%	8,6%
Testimonial Simbolico		8,6%	4,0%	5,0%	8,0%	8,4%
Team Sportivo		9,9%		6,1%	7,8%	9,0%

Al tasso RR è stato quindi applicato uno sconto del 50% ottenendo, così, il *distressed royalty rate* (DRR) per tener conto del contesto esecutivo in cui avverrebbe la transazione.

Il DRR è stato quindi applicato alle vendite incrementalmente potenzialmente trasferibili al Best Player per effetto dell'uso del marchio ottenendo, così, il flusso medio di royalty conseguibile per il tempo di concessione di utilizzo del marchio (i.e. vita utile del marchio).

Il valore del marchio è stato determinato quale valore attuale di tali flussi in base alla seguente formula:

$$VA_m = \sum_{t=1}^n \frac{DRR \times \Delta V}{(1 + wacc)^t}$$

dove:

VA<sub>m</sub>: Valore del marchio;

DRR: Distressed Royalty Rate;

ΔV: Vendite incrementalmente conseguibili per effetto dell'uso del marchio;

<sup>8</sup> Il valore medio dell'indicatore prescelto è stato determinato in base alla serie storica dei bilanci 2008-2017 del Best Player estratti da AIDA.

<sup>9</sup> Vedi precedente nota n. 6.

Wacc: tasso di attualizzazione;  
 n: 9 anni (i.e. vita utile del marchio dal 2019 al 2027).

#### 4. Applicazione del metodo di valutazione adottato

Le tabelle di sotto riportate illustrano l'applicazione del metodo sopra descritto al caso specifico.

In particolare, la tabella che segue illustra il criterio utilizzato per la determinazione del DRR:

Tabella 2 - Determinazione DRR

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	Media
<b>Best Player Data:</b>											
EBITDA (€/000)	4.351	3.668	4.000	4.304	4.388	5.689	4.331	4.210	4.374	4.393	
EBITDA/Vendite (%)	7,53	6,74	10,91	11,17	10,03	10,82	7,73	6,43	2,97	5,26	<b>7,96</b>
<b>Dati Rettificati OMB:</b>											
EBIT Adjusted											120
D&A											243
EBITDA Adjusted											363
Vendite rilevanti (€/000)											<b>6.593</b>
EBITDA Adjusted/Vendite ril. (%)											<b>5,50</b>
Royalty Rate - RR (%)											<b>2,46</b>
Distressed Royalty Rate - DRR (%)											<b>1,23</b>

Per determinare le "Vendite rilevanti", ovvero il volume di vendite sensibili all'applicazione di una royalty è stata esaminata la serie storica dei ricavi delle vendite e delle prestazioni conseguiti da OMB nel periodo 2010-2017. In base al valore attribuito al coefficiente (0% o 100%) è stato acquisito il corrispondente valore medio del periodo di riferimento.

Tabella 3 - Determinazione Vendite rilevanti 2010-2017 – Importi (€/000).

CONTO	DESCRIZIONE CONTO	% Ril.	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	27-May-17	2017A	Media
80000005	VEND.ALTR.E MAT.PRIME/MAT.LI X SALD. BE	0%	-	-	-	13	-	-	-	-	-	-
80000006	VENDITA DI ALTRE MATERIE PRIME	0%	-	-	4	-	-	-	-	-	-	-
80000007	VENDITA DI MATERIE PRIME/TUBI BE	0%	0	2	-	1	-	-	-	-	-	-
80200001	VENDITA SERBATOI ATMOSFERICI	100%	-	-	31	-	-	-	-	-	8.410	938
80200002	VENDITA SERBATOI GPL ED A PRESSIONE BE	100%	-	-	-	-	-	321	1.666	27	4.709	747
80200003	VENDITA SERBATOI CRIOGENICI BE	100%	2.309	571	198	5.489	3.815	847	5	146	146	1.503
80200010	VENDITA SFERE BE	100%	6.665	4.542	5.869	783	-	3.671	3.741	965	1.274	3.057
80200020	VENDITA APPARECCHIATURE	100%	-	-	2.820	-	-	-	173	-	-	333
80200025	VENDITA APPARECCH.X IMP.SACCARIFERI BE	0%	2.181	2.052	-	-	-	41	-	-	-	-
80200030	VENDITA CARPENTERIA BE	0%	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80200050	VENDITA PARTI DI RIC.SERB. T/G E T/F BE	100%	1	-	1	3	-	-	-	-	-	1
80200052	VENDITA PARTI DI RIC.X APPARECCHIAT. BE	100%	-	-	-	-	-	117	22	-	-	15
80200060	VENDITA DI ROTTAME E SPEZZONI BE	0%	104	58	33	48	16	31	88	-	-	-
80300001	RICAVI X LAVORAZIONI PER CONTO TERZI BE	0%	308	159	895	115	410	-	-	-	-	-
80300010	RICAVI PER PRESTAZIONI DI SERVIZIO BE	0%	135	80	13	304	383	359	217	-	152	-
80300030	RICAVI PER STOCCAGGIO/COSTODIA MATERIALI	0%	-	-	-	-	-	99	52	-	-	-
80300050	RIC.X TRASPORTI A CARICO CLIENTE BE	0%	9	15	174	48	-	-	-	-	-	-
80300060	RICAVI X MESSA A DISP.TEMPOR.AREE/LOC.BE	0%	160	122	114	93	87	86	87	52	82	-
<b>TOTALE</b>											<b>6.593</b>	

Ottenuto il valore delle "Vendite rilevanti" ed il tasso DRR – come sopra illustrato, è stato determinato il flusso medio di royalties che il Best Player sarebbe disponibile a riconoscere al concedente OMB per l'uso del marchio.

In particolare, come evidenziato nella tabella seguente, per determinare il flusso medio di royalties conseguibile è stato applicato alle "Vendite rilevanti", un coefficiente correttivo – pari al 50% – per tenere conto della discontinuità operativa dovuta alla cessata attività essendo spirato il termine dell'esercizio provvisorio. E' verosimile, infatti, che lo spazio competitivo occupato da OMB venga progressivamente acquisito, al trascorrere del tempo, dagli altri soggetti operanti nel settore.

Tabella 4 - Determinazione flusso medio di royalties

	Media
Vendite rilevanti (€/000)	6.593
Distressed Royalty Rate - DRR (%)	1,23
Quota Vendite Trasferibile (%)	50,00
Vendite Incrementali a beneficio del Best Player (€/000)	3.296
Flusso medio Royalties (€/000)	41
Wacc Best Player	14%
Vita utile marchio (Anni)	9

In base al tasso 'Wacc<sup>10</sup>' del Best Player (14,0%) ed alla vita utile residua dell'intangibile (9 anni a partire dal 2019) è stato determinato il valore attuale dei flussi di royalties conseguibili per ogni anno sino al 2027, e quindi, per sommatoria, il valore del marchio, applicando la formula illustrata sub par. 3.

Tabella 5 - Determinazione del Valore attuale dei flussi di royalties

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
v <sub>n</sub> (fattore attualizzazione)	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31
Va <sub>n</sub> (Valore attuale flussi)	36	31	27	24	21	18	16	14	12
ΣVa <sub>n</sub> (Valore attuale serie di flussi)	36	67	94	118	139	157	173	188	200

<sup>10</sup> Il tasso Wacc del Best Player è stato determinato in base al CAPM acquisendo il set di dati di seguito indicato:

#	Indici	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	Media
1	ROE Best Player	13,52	7,68	17,02	16,36	9,86	5,21	2,17	3,70	9,44
B	Benchmark (= Delta FTSE MIB)	-0,13	-0,25	0,08	0,17	0,00	0,13	-0,10	0,14	0,00

Beta unlevered (Best Player) 6,70

Dati	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
Risultato Best Player	1.406.461	814.768	2.127.081	2.285.053	1.169.640	628.586	263.739	449.372
Equity Best Player	10.402.331	10.611.615	12.495.399	13.971.397	11.868.008	12.058.044	12.156.007	12.142.915
FTSE MIB as of Dec	20.173,29	15.089,74	16.273,38	18.967,71	19.011,96	21.418,37	19.234,58	21.853,34

Cost of Equity Best Player	
Riskfree rate (BUND 10y)	0,39%
Beta unlevered (Bench: FTSE MIB)	6,70
Market return 2010-2017	8,33%
Sconto liquidazione titoli non quotati	30,00%
<b>Cost of Equity</b>	<b>36,79%</b>

Cost of Debt Best Player		2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	Media
Debt/Equity ratio		0,82	0,57	0,98	0,89	1,18	1,61	1,89	2,06	
Amount of Debt		8.529.911	6.048.621	12.245.491	12.434.543	14.004.249	19.413.451	22.974.853	25.014.405	
Total interest		356.648	371.550	251.214	389.728	386.034	405.973	521.027	435.920	
Rate		4,18%	6,14%	2,05%	3,13%	2,76%	2,09%	2,27%	1,74%	
Taxrate		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Cost of Debt</b>		<b>4,18%</b>	<b>6,14%</b>	<b>2,05%</b>	<b>3,13%</b>	<b>2,76%</b>	<b>2,09%</b>	<b>2,27%</b>	<b>1,74%</b>	<b>3,05%</b>

Total Capital 37.157.320

WACC 14,07%



Tabella 6 - Analisi sensitività Flusso Royalties vs. Wacc

Sensitivity Analysis						
		Flusso Royalties				
		21	31	41	51	61
Wacc	12%	109	163	216	269	323
	13%	105	157	208	<b>259</b>	311
	14%	101	151	<b>200</b>	249	299
	15%	98	<b>146</b>	193	241	289
	16%	95	141	187	233	279

## 5. Conclusioni

Dalle analisi e dalle elaborazioni condotte, in base alle assunzioni acquisite ed il metodo adottato, il valore del marchio è determinato in €.200.000.

Il range di variazione del valore determinato in base al metodo adottato, al variare delle condizioni di tasso (Wacc) e di flussi di royalties è il seguente:

Sintesi dei risultati	Min	Punt.	Max
<i>Importi €/000</i>			
Metodo Market Royalty Rate (MRR)	<b>146</b>	<b>200</b>	<b>259</b>

**Per tutto quanto sopra riportato il sottoscritto ritiene, quindi, che il valore rappresentativo della miglior stima dell'intangibile esaminato oggetto di transazione sia pari a 200 mila euro, ottenuto con il metodo Market Royalty Rate.**

Esaurito, con ciò, il compito affidato il sottoscritto porge, con l'occasione, i suoi migliori saluti.

Bologna, 25 ottobre 2018

Allegati:

- 1) Certificato di registrazione "Officine Maraldi" no. 017882704 del 31/07/2018.