



# **Stima del portafoglio di PI Teuco Spa e Teuco Overseas Srl**

Fallimento della società TEUCO SPA No. 20/2018 Giudice  
Delegato Dott.ssa Tinessa Tiziana

Dr.ssa Benedetta DOLCI Dr. Paolo BOLLI



## Sommario

1.	MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO .....	2
2.	LA SOCIETÀ, L'ATTIVITÀ SVOLTA, LO SVILUPPO, LA PROCEDURA DI FALLIMENTO .....	2
3.	PROFILO DEI PERITI.....	3
4.	OGGETTO DELLA PERIZIA.....	3
5.	DOCUMENTI UTILIZZATI PER LA STIMA .....	4
6.	DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA.....	5
7.	PRESUPPOSTI E LIMITI DELLA VALUTAZIONE .....	5
8.	LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI .....	6
	a) Metodo del costo storico rivalutato.....	6
	b) Metodo della royalty equivalente.....	7
9.	SCELTE METODOLOGICHE .....	8
10.	L'APPROCCIO BASATO SUI COSTI: IL METODO DEL COSTO STORICO RIVALUTATO.....	9
11.	L'APPROCCIO DI MERCATO: IL METODO DELLE ROYALTIES DI MERCATO .....	10
	a) Il tasso di royalties.....	10
	b) I costi di mantenimento.....	12
	c) Fatturato Atteso .....	12
	d) Durata attesa del marchio .....	13
	e) La stima del tasso di attualizzazione .....	14
	f) Premio per il rischio di mercato .....	15
	g) Costo Capitale proprio.....	16
	h) Costo del capitale di terzi .....	16
	i) Rapporto debt/equity.....	16
12.	LA STIMA DEL VALORE TERMINALE .....	16
13.	CONCLUSIONI .....	17

## 1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

I sottoscritti, Dr. Benedetta Dolci, nata a Chiaravalle il 31 Dicembre 1976, domiciliata presso lo Studio Ass.to Inpat&Law di Cerreta C. e Dolci B. in Via dei Gabbiani 50, 60018 Montemarciano (AN) ed iscritta all'albo dei consulenti in Proprietà Industriale – Sezione Marchi e Design (1361M), ed il Dott. Paolo Bolli, nato ad Ancona il 21 Novembre 1965 domiciliato presso lo Studio Bolli Paolo in Piazza Garibaldi N. 5 – 60015 Falconara Marittima (AN) ed iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ancona al numero 319/A nonché al Registro dei Revisori Contabili e CTU Tribunale di Ancona, hanno ricevuto incarico dal Dott. Mira Luca e dall'Avv. Milici Paola, Curatori nel Fallimento della società TEUCO SPA No. 20/2018 ed autorizzati in data 30 Giugno 2019 dal Giudice Delegato Dott.ssa Tinessa Tiziana del Tribunale di Macerata – Sezione Fallimentare, di fornire la valutazione del portafoglio di Proprietà Industriale, composto da Marchi, Brevetti e Design, intestato alle Società Teuco ██████████ SpA, la cui denominazione è stata modificata in Teuco Spa a partire dal 12 Dicembre 2014, senza che siano state completate le procedure di trascrizione, e di Teuco Overseas Srl a cui risultano trasferiti, mediante cessione del ramo d'Azienda del 22 Dicembre 2015, tutti i marchi, brevetti, le certificazioni di prodotto relativi ai territori Extra Eu, per i quali tuttavia non sono state perfezionate le trascrizioni.

L'incarico ha il fine di definire, in modo motivato, il valore di tali beni immateriali e di comprenderne la capienza del valore di realizzo in ipotesi di vendita dei beni a terzi separatamente dagli altri beni aziendali, in relazione all'attività liquidatoria degli *assets* della procedura fallimentare in atto.

Si tratta, in particolare, di quantificare il valore di base cui procedere per offrire in vendita a terzi detti beni, secondo le modalità che la Procedura desidera.

In relazione a detto incarico, si evidenzia in via preliminare che nella stima del portafoglio in esame, si è dovuto necessariamente tener conto della specifica situazione di discontinuità aziendale, venutasi a creare con la Procedura Fallimentare, in assenza di contratti (quali affitto di azienda o ramo di azienda) che "medio tempore" avrebbero potuto consentire una continuità nella operatività ordinaria.

## 2. LA SOCIETÀ, L'ATTIVITÀ SVOLTA, LO SVILUPPO, LA PROCEDURA DI FALLIMENTO

La Società TEUCO SPA, il cui nome corrisponde altresì ai noti marchi oggetto, *inter alia*, della presente relazione, è stata dichiarata fallita con Sentenza n. 22/2018 del 20/04/2018.

La storia di Teuco ██████████ iniziò nel 1972 grazie all'intuizione del fondatore ██████████ che si dedicò alla produzione e commercializzazione di apparecchiature igienico sanitarie e per la cura della persona, focalizzando l'attenzione sulle vasche in acrilico, materiale che si rivelò innovativo per il settore al momento del lancio. In pochi anni l'Azienda ha assunto la leadership nel settore delle vasche idromassaggio.

Il parco prodotti era composto da box doccia, piatti doccia, lavabi, sanitari, mobili e rubinetteria.

Grazie ai continui investimenti in ricerca e sviluppo e in comunicazione nonché alla capacità di interpretare il mercato e anticiparne i trend, Teuco ha svolto un ruolo trainante nello sviluppo e l'evoluzione dell'ambiente bagno.

I prodotti sono stati contraddistinti dal Design innovativo, ergonomia e ricerca dei materiali. L'azienda ha sempre perseguito il fine di giocare in anticipo rispetto ai concorrenti in termini di tecniche e stili e ciò è confermato dai numerosi e prestigiosi riconoscimenti.

Per citarne alcuni, Teuco si è aggiudicata i seguenti premi:

- I. Red Dot Award: Best of the Best 2015 – Vasca I Bordi il cui design è stato firmato da Carlo Colombo;
- II. DUE IF AWARD 2015 con le vasche Accademia POP Limited Edition e I Bordi;
- III. Design Plus award di ISH 2015, uno dei più importanti e prestigiosi premi promossi dal German Design Council;
- IV. Interior Innovation Award – Winner 2015, riconoscimento per il Design assegnato annualmente dal German Design Council in occasione del “imm cologne”.

Non da ultimo i prodotti Teuco sono stati certificati per l'alta qualità tecnologica e produttiva con i marchi IMQ e ISO 9001.

Testimonianza della sua continua ricerca tecnologica, è stato l'uso del materiale Duralight ed i tre sistemi brevettati Hydroline, Hydrosonic e Hydrosilence applicati all'idromassaggio ed il primo bagno turco in cabina. Tutto ciò ha condotto Teuco tra i più grandi nomi nel settore del benessere del mondo.

Negli ultimi anni di attività la società investì ingenti risorse al fine di aggredire i mercati esteri ed extraEu, costruendo un sistema di società controllate nei territori e distaccando del personale.

Ciò ha comportato uno sbilanciamento degli investimenti non compensato dal raggiungimento di un fatturato sufficiente con conseguente apertura di una crisi finanziaria sfociata in un tentativo di riorganizzazione che ha visto la nascita della società Teuco Overseas s.r.l.

### **3. PROFILO DEI PERITI**

Ai fini dello svolgimento del presente incarico i sottoscritti dichiarano:

- a) Il rispetto dell'etica professionale;
- b) L'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) La neutralità nella ricerca degli elementi informativi, nelle loro elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, adottando prassi che limitano le valutazioni di carattere personale;
- d) La diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo;
- e) L'assenza di conflitti di interesse.

### **4. OGGETTO DELLA PERIZIA**

Ai fini dell'individuazione del Portafoglio dei diritti di Proprietà Industriale si è fatto riferimento alla Relazione sul portafoglio Marchi, Brevetti e Modelli a nome della società Teuco SpA redatta dall'Avv. Maria Teresa SAGUATTI già consulente dello studio Torta incaricato di gestire il Portafoglio dei titoli di Proprietà Industriale di Teuco, datata 22 Ottobre 2018 ed allegata alla presente Stima (Allegato 1).

Il portafoglio è composto da numerosi marchi costituiti dal marchio principale TEUCO, e la FIGURA DI ONDA protetta in via autonoma, nonché da marchi satellite di prodotto quali TELMA, HYDROSONIC, DURALIGHT, SPAFORM ed altri minori. I marchi risultano ampiamente protetti sotto il profilo territoriale in quanto la protezione si estende all'Italia, sede Europea, Internazionale, nonché in Canada, Brasile, Venezuela, Cina,

Argentina, Stati Uniti, Colombia, Giappone, Messico, Sud Africa, Indonesia, India, Tailandia, Perù, Cile, Australia, Malesia, Venezuela, Corea del Sud, Taiwan, Colombia, Hong Kong, Singapore.

All'ampio pacchetto marchi si aggiungono i Design titolati *"Apparecchi per la distribuzione di acqua per docce"*, *"Bocche di Flusso"*, *"Bath Tube"*, protetti in ambito Europeo e Statunitense, nonché i Brevetti *"Vasca per Idromassaggi"* e *"Procedimento per la realizzazione di un materiale composito"* protetti rispettivamente in ambito europeo ed in Italia.

Occorre premettere le diverse funzioni svolte dai Marchi, Design e Brevetti, ciascuno dei quali protegge aspetti diversi dell'innovazione del prodotto.

Il **Marchio** è il segno distintivo dell'Azienda ed **identifica i prodotti o servizi dell'Azienda** verso i consumatori.

Il **Design** protegge il **gradiente estetico** dei prodotti, pertanto quel *quid* che spinge il consumatore all'acquisto per via della bellezza del prodotto. Il **Brevetto** protegge invece **l'innovazione dei profili tecnici del prodotto**.

A ben vedere nel portafoglio oggetto della nostra analisi, sia i Design che i Brevetti risultano strettamente pertinenti ai prodotti contraddistinti dai marchi e non sembrano sussistere i presupposti per un apprezzamento autonomo rispetto ai fattori da prendere in considerazione per il marchio.

Pertanto si procederà ad una valutazione del valore dei marchi ed in particolare del marchio "ombrello" TEUCO e non si attribuirà valenza economica autonoma ai Design e Brevetti il cui valore sarà da considerare compreso nel valore del Marchio.

Nello stesso senso, per motivi analoghi, si dava atto della presenza di un legame stretto tra i marchi e gli altri titoli di Proprietà Industriale, nella perizia di conferimento degli assets immateriali alla Teuco Overseas srl, ove si forniva un valore complessivo dei Marchi e del portafoglio Brevetti.

La suddetta considerazione è altresì corroborata dalle intenzioni della Curatela di disporre del pacchetto di Proprietà Industriale in un unico lotto comprensivo di Marchi, Design e Brevetti.

## 5. DOCUMENTI UTILIZZATI PER LA STIMA

Nello svolgimento del presente incarico sono stati esaminati i seguenti documenti ed informazioni:

- A) Elenco Marchi, Design, Brevetti come riportati nella Stima dello Studio Torta allegata alla presente (Allegato 1) aggiornato alla data del 22 Ottobre 2018;
- B) Bilanci d'esercizio chiusi al 31 dicembre 2015, 2014, 2013, 2012, 2011 di Teuco Spa;
- C) Bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 di Teuco Overseas Srl;
- D) Fatturato realizzato da Teuco Spa con riferimento agli esercizi 2015, 2014, 2013, 2012, 2011;
- E) Fatturato realizzato da Teuco Overseas Srl con riferimento all'esercizio 2016;
- F) Dati relativi ad investimenti pubblicitari sostenuti da Teuco Spa per gli anni 2015-2011;
- G) Atto di conferimento del ramo d'azienda da Teuco Spa a Teuco Overseas Srl;
- H) Sentenza di Fallimento No. 22/2018 del 20 Aprile 2018;
- I) Informazioni finanziarie (quali prezzi di borsa, dati economici, etc.) ottenute attraverso banche dati specializzate;
- J) Dati sui tassi di royalty;
- K) Informazioni circa l'andamento del settore;
- L) Informazioni raccolte dalla Curatela;

M) Altre informazioni contabili aggiornate pervenute in fase di stesura della presente relazione.

Si precisa che è stata raccolta ed analizzata documentazione relativa alle aziende Teuco Spa e Teuco Overseas Srl poiché il pacchetto di Proprietà Industriale è di titolarità di entrambe le Società.

Come *supra* evidenziato, il pacchetto relativo ai marchi fuori dai confini Europei è stato trasferito mediante cessione del ramo d'Azienda in data 22 Dicembre 2015.

Si evidenzia che i dati considerati non sono stati oggetto di controllo o verifica, come meglio specificato nel paragrafo 7.

## 6. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA

In base al tenore e alle finalità della stima, la presente valutazione è redatta con riferimento alla data del 30 Giugno 2019.

## 7. PRESUPPOSTI E LIMITI DELLA VALUTAZIONE

Si segnala quanto segue al fine di interpretare correttamente quanto appresso indicato:

- La stima assume a riferimento fatturati e bilanci di Teuco Spa e Teuco Overseas Srl relativi agli esercizi 2011-2016. Si precisa a tale riguardo che la data ultima del 2016 è determinata dalla mancanza di dati ufficiali (deposito dei bilanci alla competente CCIA per gli anni 2016, 2017 e che l'annualità 2018 ha visto l'apertura della Procedura Fallimentare);
- La presente valutazione è inficiata dall'importante carenza di dati di Bilancio dal 2015 per Teuco Spa e 2016 per Teuco Overseas srl. La successiva situazione di crisi aziendale ha peraltro reso ancora più difficoltosa l'applicazione dei criteri di stima medesima e le relative previsioni, visto che le stesse sono chiamate ad occupare un ampio spazio temporale in cui i dati risultano mancanti;
- Data l'inapplicabilità dei budget previsionali dell'azienda elaborati prima della dichiarazione di Fallimento, si è deciso di colmare la lacuna con dati di fatturato genericamente riconducibili ad aziende medie del settore;

Si aggiunga la difficoltà a reperire aziende comparabili da cui poter attingere i dati per l'applicazione al caso di specie;

- la stima è stata condotta sulla base di metodologie e di scelte applicative che, alla luce delle *best practice*, chi scrive ha ritenuto maggiormente rispondenti alla prassi e più appropriate al caso di specie;
- la stima è stata effettuata avendo riguardo alle informazioni economiche, finanziarie e patrimoniali nonché alle condizioni di mercato disponibili e valutabili alla data del 30 Giugno 2019 e tenendo conto degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;

La stima non tiene pertanto conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali anche internazionali). È quindi inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella valutazione. Nulla di quanto esposto nella presente relazione può pertanto essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa la

performance prospettica dell'asset ovvero come una promessa o rappresentazione dell'effettivo corrispettivo di cessione del pacchetto oggetto di stima;

- Con riferimento alla base informativa, si evidenzia che tutte le informazioni raccolte sono state utilizzate per l'applicazione della metodologia di valutazione prescelta e sono state analizzate unicamente in termini di affidabilità, ragionevolezza e coerenza complessiva, compatibilmente con le tempistiche previste dall'incarico. Non si è potuta svolgere alcuna attività di verifica su tali informazioni nel presupposto della correttezza, completezza e accuratezza dei dati utilizzati in quanto estratti unicamente da banche dati pubbliche (Registro delle Imprese, etc.) stante la situazione di Fallimento della Società analizzata.

Pertanto i sottoscritti non esprimono alcuna forma di *assurance* sui dati e sulle informazioni indicati nella presente relazione.

## 8. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI

Ai fini della determinazione del valore di un bene immateriale esistono molteplici criteri di valutazione. Tra gli altri ricordiamo<sup>1</sup>:

### a) Metodo del costo storico rivalutato

Il metodo del costo può essere applicato secondo tre metodi differenti: il costo storico aggiornato, il costo residuale e il costo di riproduzione (Guatri-Bini, 2009).

Tale metodo è sicuramente quello più semplice ed immediato, in quanto esso prevede la rivalutazione dei costi sostenuti nel passato per lo sviluppo del bene stesso, mediante l'impiego di indici di rivalutazione appropriati, come ad esempio gli indici di rivalutazione monetaria annualmente calcolati e pubblicati dall'Istituto Nazionale di Statistica.

Tali costi rappresentano, per il venditore, una base minima di partenza per la determinazione del pezzo di una compravendita; per il potenziale compratore, rappresentano dei costi che lo stesso può evitare di sostenere purché abbiano un'effettiva capacità di generare benefici in futuro.

L'applicazione del metodo in esame richiede quindi **(i) l'individuazione dei costi da considerare** e del **(ii) tasso di aggiornamento dei costi storici**.

Ai fini dell'applicazione di questo metodo, occorre quindi individuare per prima cosa i costi da rivalutare che comprendono le spese sostenute per la creazione, lo sviluppo, il mantenimento del marchio e dovrebbero riferirsi a:

- Costi per lo sviluppo dell'idea;
- Assistenza degli esperti in materia;
- Ricerche di anteriorità;
- Test di mercato;
- Costi pubblicitari;

---

<sup>1</sup> Sull'argomento si veda tra gli altri:

a. Gordon V. Smith, "Trademark Valuation" Ed. Wiley Intellectual Property Series, 1997  
b. Diego Pallini "Brevetti e impresa" Ed. IPSOA, 2008  
c. Russel L. Parr - Gordon V Smith "Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets" Ed. Wiley Intellectual Property Series, 2000

- Costi promozionali e di sponsorizzazione;
- Campagne promozionali;
- Costi per il design del prodotto, del packaging o del Marchio;
- Costi di deposito, registrazione e di mantenimento del Marchio;
- Costi di sviluppo della rete di vendita.

Più in generale i costi da prendere in considerazione sono i costi di marketing diretto allo sviluppo della conoscenza del Marchio.

In particolare è opportuno considerare tutti i costi di marketing sostenuti sia nella fase iniziale di ideazione del marchio ed introduzione e sviluppo sul mercato, sia quelli sostenuti successivamente per il mantenimento. È necessario invece escludere i costi di ricerca e sviluppo del prodotto, che incidono soltanto indirettamente sul marchio. Scopo della presente stima è infatti la vendita separata del Marchio e degli altri titoli dai prodotti ed occorre pertanto focalizzare l'attenzione sui costi pertinenti al marchio.

Il metodo dei costi storici rivalutati rispecchia l'evoluzione del valore del Marchio considerato nel tempo, come può avvenire, per esempio nel caso in oggetto<sup>2</sup>. Infatti di certo si può affermare che il Marchio TEUCO sia diventato famoso proporzionalmente all'ammontare investito per lo sviluppo della sua immagine.

Il metodo in parola rispecchia l'evoluzione del valore del Marchio considerato nel tempo, posto che ciascun marchio può divenire famoso proporzionalmente all'ammontare investito per lo sviluppo della sua immagine.

#### **b) Metodo della royalty equivalente.**

Un metodo importante e largamente applicato nelle valutazioni è quello del tasso di royalty comparabile, più conosciuto come il metodo delle "Royalty Equivalenti". Questo viene fatto rientrare tra i metodi basati sul "*criterio di mercato*" in quanto viene effettuato un confronto tra il bene intellettuale da valutare e un bene equivalente di confronto per il quale sia nota la royalty adottata in occasione di una transazione riferibile a detto bene.

Occorre precisare che le royalty vengono in genere adottate all'atto della concessione in licenza a terzi di un determinato bene intellettuale, dove non è contemplato appunto un passaggio integrale e definitivo della proprietà del bene considerato.

Tuttavia, nonostante la differenza intrinseca tra la concessione in licenza a terzi del bene e la sua cessione, l'accostamento della licenza alla cessione può giustificarsi considerando che la cessione di un bene intellettuale può essere intesa come il caso limite di una sua concessione in licenza, in cui il proprietario del bene rinuncia a qualsiasi diritto residuo sul bene ceduto.

Tale metodo pertanto si riconduce al più generale criterio della attualizzazione dei redditi differenziali conseguibili per effetto dei beni immateriali e, più precisamente, identifica il valore di mercato di un Marchio, nell'ipotesi di una sua cessione o di parte di esso, nel valore attualizzato del corrispettivo della concessione in licenza dello stesso ad un terzo, per la durata della sua vita economica.

---

<sup>2</sup> Il metodo infatti adottato per settori come quello della moda e dei beni di largo consumo, almeno nell'accezione moderna comprendente anche i beni semi-durevoli, dove gli investimenti pubblicitari e sul prodotto hanno un peso importante ai fini della riconoscibilità del marchio.



Tale valore si rende concreto, pertanto, nella determinazione dell'ammontare annuo che un terzo sarebbe disposto a corrispondere per la concessione in licenza di detto marchio, attualizzando quindi la rendita annua sopra identificata.

Per ottenere il valore globale di valutazione sarà pertanto necessario conoscere la notorietà del marchio considerato, il fatturato da esso generato e, infine, il tasso medio di royalty del mercato di riferimento. Il Metodo, nella sua applicazione classica prevede che si considerino i valori di fatturato dei 5 anni precedenti alla valutazione, sulla base dei quali viene calcolato il fatturato previsionale dello stesso per un certo numero di anni rappresentati dalla vita residua del bene, valutata dallo stimatore (in media dieci anni, come sono dieci gli anni di durata di un marchio registrato, considerando comunque il ricordo che può rimanere impresso nella memoria del consumatore). Applicato tale incremento ai fatturati degli anni di riferimento si otterrà il presumibile andamento delle vendite nel periodo considerato. Sui fatturati così calcolati, anno per anno, si applica il tasso medio di royalty precedentemente definito. La fase finale di questa valutazione avviene tramite l'attualizzazione delle royalty maturate nella vita residua del bene.

Tale metodo rivolge il suo sguardo al futuro ed alle previsioni di fatturato che generalmente vengono effettuate dalle aziende nella redazione dei propri budget. Trattasi di un metodo dinamico rientrante come già detto nella categoria dei "criteri di mercato" in quanto viene effettuato un confronto tra il bene intellettuale da valutare e un bene equivalente di confronto per il quale è nota la royalty adottata in occasione di una transazione riferibile a detto bene in un settore merceologico determinato.

## 9. SCELTE METODOLOGICHE

La scelta del metodo di valutazione più adatto può essere fatta di volta in volta, oltre che sulla base di quelle che sono le variabili che meglio esprimono il valore del marchio, tenendo conto delle informazioni acquisibili dall'azienda ed eventualmente dal mercato.

Non esiste un metodo universalmente accettato ma metodi diversi che vanno applicati a seconda del caso concreto e delle informazioni disponibili.

Nel caso che ci occorre si è ritenuto opportuno applicare il primo metodo esplicitato (Costo Storico Rivalutato) tenendo conto della notorietà acquisita dal Marchio TEUCO grazie agli investimenti in pubblicità, visibilità e quant'altro. Esso permette inoltre di giungere ad un valore che, sebbene enfatizzi maggiormente le spese sostenute nel passato rispetto ai benefici futuri attesi, ha il vantaggio di presentarsi come un valore verificabile e documentabile nonché con un grado di soggettività limitata.

Per avere conferma dei risultati del primo metodo si è deciso di applicare, come metodo di controllo, il secondo metodo esposto (Royalty Equivalenti) con cui si effettuerà una controprova per confrontare i due valori e cogliere come questi si avvicinino pur calcolando i valori da due angolazioni diverse.

Peraltro l'utilizzo di due metodi diversi, uno rivolto al passato (metodo del Costo) ed uno rivolto verso il futuro (metodo delle Royalties), ha il pregio di fornire un risultato quanto più possibile bilanciato ed affidabile.

## 10. L'APPROCCIO BASATO SUI COSTI: IL METODO DEL COSTO STORICO RIVALUTATO

Nella presente fattispecie, al fine di addivenire alla stima del valore del marchio sono state considerate le voci desunte dalle note integrative ai bilanci, raggruppate sotto la dicitura "costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità" per i soli incrementi di pubblicità sostenuti nei singoli esercizi ed i costi di pubblicità e promozione desunti alla voce B7 costi della produzione. Si rileva come non siano stati considerati i costi indicati nella voce consulenze e ricerche di mercato, rilevabili dalla nota integrativa ai bilanci per la mancanza di documentazione contabile idonea ad identificare esattamente la natura dei costi ivi coinvolti.

Per la quantificazione del valore sulla base del metodo dei costi, sono stati considerati, per TEUCO SPA, gli investimenti sostenuti negli ultimi anni andando a ritroso dal 2015 (quindi 2015-2011), ultimo anno per il quale sia disponibile un Bilancio approvato. Di seguito si propone una tabella di riepilogo. I dati sono espressi in EURO.

### TEUCO SPA

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>COSTI ADV</b>	18.544 €	560.122 €	1.124.770 €	1.535.292 €	1.796.172 €

Per TEUCO OVERSEAS SRL, non è riscontrabile dal bilancio fornito né dalla nota integrativa alcun costo di "ricerca, sviluppo e di pubblicità".

A conferma dell'attendibilità dei dati estrapolati si evidenzia come gli importi sopra riportati risultino coerenti con il range 1%-4% indicato dalla prassi con riferimento al rapporto tra spese di marketing e fatturato.

Gli investimenti sopra indicati devono ora essere resi omogenei in termini monetari rispetto al momento della valutazione per poter esprimere un valore di stima adeguato.

Per fare ciò si ricorre agli indici di rivalutazione monetaria calcolati annualmente dall'Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT) e facilmente reperibili dal sito Internet <http://rivaluta.istat.it:8080/Rivaluta/>. Gli indici utilizzati sono di seguito riportati in tabella. Si precisa di aver preso come punto di riferimento della rivalutazione Dicembre 2015.

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Coeff. Rivalutazione</b>	1,029	1,005	0,99	1	1

I costi sono stati oggetto di rivalutazione in base alla variazione del tasso di inflazione espresso dall'Indice generale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, utilizzando a tal fine per convenzione l'indice di inflazione medio dello specifico anno indicato dall'ISTAT.

Moltiplicando anno per anno i costi per gli Investimenti di Marketing con gli Indici di rivalutazione si ottiene il valore del Marchio oggetto della valutazione con il metodo dei costi rivalutati.

ANNO	SPESE DI MARKETING	COEFF. ISTAT DI RIVALUTAZIONE	VALORE CAPITALIZZATO
2011	1.796.172,00 €	1,029	1.848.261 €
2012	1.535.292,00 €	1,005	1.542.968,46 €
2013	1.124.770,00 €	0,99	1.113.522,30 €
2014	560.122,00 €	1	560.122,00 €
2015	18.544,00 €	1	18.544,00 €
			<b>5.083.418 €</b>

Il valore sopra ottenuto si riferisce alla data del 31 Dicembre 2015.

Occorre tuttavia riportare il valore del marchio alla data della stima, ossia al 30 Giugno 2019.

Considerata la procedura di Fallimento che ha interessato l'azienda a partire dal 2018 e l'assenza dei bilanci successivi al 2015, riteniamo opportuno, in via prudenziale, decurtare il valore del marchio così ottenuto del 70%. Il quantum della decurtazione tiene in debita considerazione l'assenza di investimenti, la limitatezza dell'uso e la protratta situazione di inattività aziendale.

Conseguentemente, sulla base del metodo del costo storico rivalutato, il valore del marchio "TEUCO" oggetto di stima può essere quantificato in Euro 1.525.025,4 arrotondato ad **Euro 1.525.000.000,00** (Euro un milione e cinquecentoventicinquemila/00).

## 11. L'APPROCCIO DI MERCATO: IL METODO DELLE ROYALTIES DI MERCATO

La valutazione di un marchio con il metodo in esame richiede la stima di una pluralità di parametri ossia il tasso delle royalties, il flusso di royalties, l'orizzonte temporale di vita residua del marchio, il tasso di attualizzazione. I paragrafi di seguito riportati spiegano come sono stati calcolati i valori coinvolti nella Stima.

### a) Il tasso di royalties

La stima del tasso delle royalties è il passaggio più critico e rilevante del metodo in parola. I tassi di royalties rilevabili sul mercato possono assumere valori molto diversi a seconda dei settori indagati, con percentuali molto variabili.

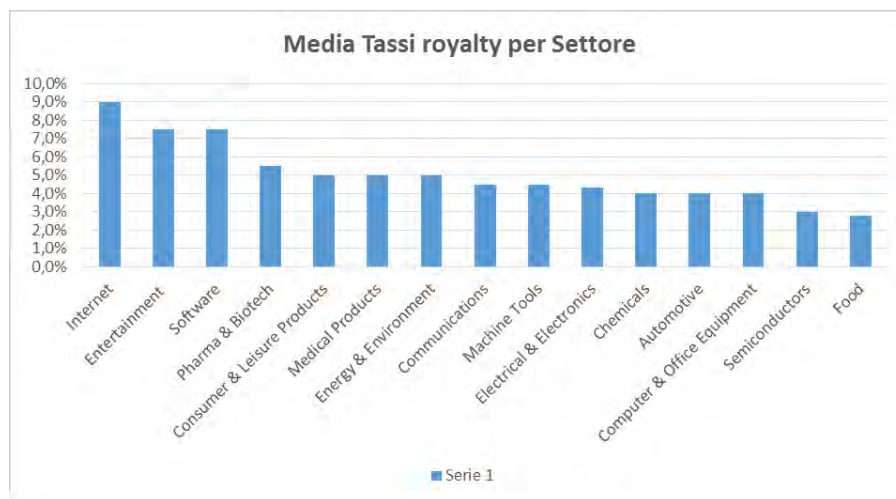
Nel nostro caso l'applicazione di tale metodo consiste nella determinazione delle royalties di libero mercato relative alla concessione della licenza d'uso di beni simili, in circostanze comparabili. Una volta individuate delle transazioni tra imprese indipendenti che risultano comparabili - nelle quali cioè sia il bene licenziato, sia le circostanze, siano sufficientemente simili - le royalties di libero mercato potranno essere identificate con il valore medio delle royalty delle transazioni comparabili.

Nel caso di specie si segnala che, durante il periodo di attività dell'Azienda, il marchio è stato fatto oggetto di Licenza a terzi produttori esteri unitamente a specifiche di produzione dei relativi articoli. A fronte di tale licenza, il Licenziatario ha corrisposto a Teuco Spa un tasso di Royalty del 5,5% sulle vendite realizzate dei prodotti a marchio TEUCO. Il medesimo tasso risulta altresì applicato nella Relazione di Stima del Ramo D'Azienda di Teuco Spa riferito alla commercializzazione di apparecchiature igienico sanitarie nei mercati extra Eu del 22 Dicembre 2015 a firma del Dott. Maurizio Gatti. Il dato sul tasso di royalty non è tuttavia utilizzabile per l'applicazione attuale, viste le successive vicissitudini aziendali.

Si precisa che per la ricerca delle transazioni comparabili si possono considerare sia le eventuali transazioni che avvengono tra l'impresa stessa e società terze indipendenti, nelle quali il bene oggetto della transazione è simile a quello in esame, sia transazioni tra imprese indipendenti nessuna delle quali coincide con l'impresa stessa. A supporto della determinazione del corretto tasso di Royalties esistono delle banche dati nelle quali vengono registrati gli accordi di licenza di beni immateriali, con la descrizione di tutte le loro caratteristiche (bene oggetto della licenza, settore delle imprese coinvolte, royalty pattuite, etc.). In particolare abbiamo fatto uso di una delle principali banche dati, RoyaltyRange, contenenti accordi di licenza di beni immateriali relativi al mercato Europeo.

Nel caso in esame, non è stato individuato nella banca dati interrogata un campione pertinente di contratti riguardanti il settore di interesse (*Furniture, Construction Industry*) ai quali far riferimento per dedurre un tasso di royalty riferibile al brand. I risultati si riferiscono a mercati non europei e non sono ritenuti dagli stimatori sufficientemente comparabili con il caso di specie.

È possibile comunque isolare dei range di royalties per settore (Fonte: Royalty Rates for Trademarks & Copyrights, 5th Edition Published by Intellectual Property Research Associates, Inc. By Russell L. Parr.) e nel settore Consumer, più vicino a quello di pertinenza, i tassi di royalties si aggirano tra 0% e 5%, come riportato di seguito.



Detto range sembra anche in linea con la letteratura relativa ai tassi di licenza che individua dei tassi generici in alcuni casi o declinati per settore in altri, si vedano a tale proposito Sandri e Sandri che, salvo i casi di marchi molto noti, suggerisce un range dello 0,5% / 8% (2%/ 8% per marchi importantissimi), Vasco (2004) che indica dei tassi inferiori al 15% con maggiore probabilità di intervallo tra il 2% ed il 5% ed ancora Vasco in "La perfetta valutazione del marchio" (2005) indica per i prodotti al consumo un intervallo dall'1% al 10%.

Nella determinazione dei tassi di royalty occorre inoltre tenere a mente che di fronte alle dibattute difficoltà di determinazione della percentuale di royalties, l'Amministrazione Finanziaria, per sue finalità di contrasto all'evasione fiscale, soprattutto nell'ambito delle pattuizioni con percipiente (di solito licenziante e controllante) avente sede all'estero, con Circolare Ministeriale n. 32 del 22/09/1980, in riferimento a royalties legate però ad un diritto di brevetto industriale, chiariva di poter ritenere congrui, in quanto "normali", canoni oscillanti tra il 2% ed il limite del 5% del fatturato della società licenziataria.

Una regola di controllo largamente applicata per il calcolo del tasso ipotetico di royalty è la c.d. *Rule of the Thumb* in base alla quale per la determinazione del tasso di royalty si applica una percentuale del 25% del Ros. In particolare secondo detta regola, il tasso di royalty è pari al 25% del Return on Sales (ROS) ossia del rapporto tra reddito operativo e vendite. Tale metodo, ampiamente usato nella prassi, permette di determinare un *royalty rate* non generico ma legato alla redditività del *brand* specifico. Questa regola, pur discussa, trova però ampia applicazione pratica.

Con riferimento al marchio TEUCO, si evince dai bilanci degli anni 2011-2015 un ROS dei prodotti che risulta quantificabile, considerando la media degli anni 2015-2011, in misura del 21% circa.

	2015	2014	2013	2012	2011
Differenza tra valore e costi della produzione	7.290.486	9.479.212	6.083.014	11.344.910	4.591.812
Ricavi delle vendite	29.893.311	35.861.469	37.676.391	37.780.874	45.674.183
	24,39	26,43	16,15	30,03	10,05

**Applicando la percentuale del 25% (c.d. Rule of the Thumb) ad una redditività del 21%, si addiende ad un tasso di royalty del 5,3%, rientrante nei range di settore di cui *supra* ed in linea con i tassi già applicati per il marchio.**

Tuttavia la redditività di cui *supra*, si riferisce agli anni 2011-2015 e nel periodo intermedio sono intercorse le vicissitudini aziendali discusse che hanno condotto alla procedura di Fallimento. La situazione di stallo aziendale ha delle importanti ripercussioni sulla tenuta del marchio che, stando a quanto riportato nella "Relazione sul portafoglio marchi, brevetti e modelli a nome di Teuco Spa" dello Studio Torta datata 22 Ottobre 2018, **tutti i Marchi di Teuco sono soggetti a decadenza per non uso, ad eccezione delle domande di registrazione in Venezuela n. 4067-07 Teuco (figurativo), n. 15352-11 HYDROSONIC (figurativo), in quanto ancora pendenti.**

12

**Ciò considerato, gli estimatori ritengono di dover applicare un tasso decurtato pari al 2,5%.**

#### **b) I costi di mantenimento**

Per la stima del flusso effettivo di royalties è necessario però considerare anche i costi di mantenimento del valore del marchio.

Generalmente sono a carico del licenziatario i costi di **registrazione/rinnovo e di protezione del brand, che possiamo stimare si aggirino ad Euro 20.000,00 annui.**

#### **c) Fatturato Atteso**

La base su cui calcolare le royalty è rappresentata dal ricavo ottenuto dalla vendita dei prodotti contraddistinti dal marchio, stimato per ciascuno degli anni che ne compongono la vita residua. La dottrina ha elaborato un metodo denominato "*Relief-from-royalty method*" che considera il valore attuale del beneficio economico che il proprietario del marchio consegue in ragione della titolarità dello stesso. In questa variante, il flusso dei ricavi da considerare è rappresentato da quello atteso dall'azienda titolare del marchio. Si riportano di seguito i dati degli ultimi cinque esercizi per cui sono disponibili i bilanci riferiti ai fatturati della TEUCO S.P.A. Occorre precisare che il marchio TEUCO è sia utilizzato in modo autonomo sui prodotti, sia unitamente agli altri marchi aziendali. Di seguito riportiamo i ricavi delle vendite e delle prestazioni sviluppati.

	Fatturati
2011	45.674.183,00
2012	37.780.874,00
2013	37.676.391,00
2014	35.861.469,00
2015	29.893.311,00

Nella valutazione, anche d'intesa con la Curatela, gli scriventi hanno ritenuto opportuno imputare ai fatturati del marchio TEUCO anche quelli sviluppati nel 2016 da TEUCO OVERSEAS SRL, pari ad Euro 1.199.023.

Come già più volte evidenziato, dal 2015 in poi non sono disponibili i bilanci della società TEUCO SPA e nel 2018 è stato dichiarato lo stato di Fallimento. Pertanto, ai fini della stima, non è possibile considerare i budget previsionali già approntati dal management prima della dichiarazione di Fallimento.

Appare invece ragionevole considerare il dato dei fatturati medi sviluppati dalle aziende Italiane del settore bagno, così come reperibile in via sintetica dal sito di Assobagno, stimato in circa 9 milioni di Euro (Allegato 2), ottenuto dal rapporto tra il fatturato complessivo degli associati che si aggira intorno ai 1.400 milioni di Euro ed il numero degli associati stessi (circa 165 aziende del settore).

Secondo le stime CSIL, nel 2016 il mercato dell'arredo bagno e del wellness in Europa ha raggiunto un valore di circa 11,1 miliardi di euro, con un incremento dell'1,8% rispetto al 2013.

Le cifre sopra indicate comprendono mobili per il bagno e accessori, sedili per WC, vasche da bagno e vasche idromassaggio, sanitari, rubinetti e bracci doccia, box doccia e cabine doccia multifunzione. Il che equivale a dire il 70% del valore complessivo degli spazi bagno.

Dal sito Csil <http://www.csilmilano.it/bagno/s12-europa-mercato-arredobagno.html> risulta che nel 2016 il mercato dell'arredo bagno e del wellness in Europa ha raggiunto un valore di circa 11,1 miliardi di euro.

Le prime 8 imprese del settore bagno forniscono circa il 60% della produzione totale, mentre le top 50 rappresentano il 74% del mercato europeo dell'arredo bagno e del wellness.

I dati sopra riportati ci permettono quindi di ritenere fondatamente che le aziende europee abbiano dimensioni maggiori della media delle aziende italiane, ed è verosimile ed ancora del tutto prudentiale considerare un fatturato medio stimato in 15 milioni di Euro per un'azienda media del settore.

#### d) Durata attesa del marchio

La Durata attesa è il numero di anni per i quali dovrà essere considerata la serie di redditi futuri (vita residua del marchio). La protezione attuale in Italia scadrà nel 2026, mentre negli altri Paesi la forbice delle scadenze va dal 2019 al 2026. La vita residuale garantita dalla protezione legale è di 7 anni in Italia.

Con riferimento all'orizzonte temporale, la dottrina e la prassi di riferimento, suggeriscono di adottare un approccio particolarmente prudentiale nella stima della vita utile dei marchi stante la loro volatilità intrinseca. In particolare, si individua un orizzonte temporale di 5-20 anni con forte concentrazione sui 5-15 anni (Guatri, Bini, 2009; Zanda et al. 1996).

Nel caso in esame, avuto riguardo alla situazione di stallo aziendale, si ritiene di dover applicare una vita utile residua del marchio **in sette anni**.



### e) La stima del tasso di attualizzazione

È necessario premettere che i parametri di valutazione sono stati attinti da quelli disponibili per il settore, in considerazione altresì delle caratteristiche dimensionali.

La formula maggiormente utilizzata per il calcolo del tasso di attualizzazione è quella del cost of equity o il WACC (weighted average cost of capital). Il WACC è determinato come segue:

$$WACC = W_e * i_e + W_d * i_d * (1-t)$$

$W_e$  = peso attribuito al capitale proprio;

$W_d$  = peso attribuito al capitale di terzi;

$i_e$  = costo del capitale proprio;

$i_d$  = costo del capitale di terzi;

$t$  = aliquota fiscale teorica della società.

Il costo del capitale proprio è stato calcolato con la formula del capital asset pricing model (CAMP), espresso dalla formula

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

dove

$r_f$  = tasso di rendimento di attività prive di rischio;

$\beta$  = misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato;

$(r_m - r_f)$  = premio per il rischio.

Per il calcolo del beta è possibile attingere dalla fonte del Prof. Damodaran sul sito internet della Stern University aggiornata al 5 Gennaio 2019. Il **Beta medio delle Aziende Europee è pari a 0,90**, come risulta da Allegato 3.

Industry Name	Number of Firms	Beta
Furn/Home Furnishings	45	0,90

Considerato che l'oggetto di stima è un marchio, si è applicato il modello di correzione dello stesso proposto da Butterfield-Haigh come descritto in Guatri-Bini (2009). Tale metodo prevede l'analisi qualitativa del brand per individuare un coefficiente di correzione del beta medio di settore onde tener conto della maggior volatilità intrinseca ai marchi. In dettaglio, il metodo propone una serie di dimensioni di analisi a cui assegnare uno score da 0 a 10. Sulla base del punteggio totale, si procede poi ad assegnare un rating e un coefficiente di correzione del beta prestabiliti secondo la tabella che segue.

Punteggio	Rating	Coefficiente di correzione
91-100	AAA	0
81-90	AA	0,25
71-80	A	0,5
61-70	BBB	0,75
51-60	BB	1
41-50	B	1,2
31-40	CCC	1,4
21-30	CC	1,6
11-20	C	1,8
0-10	D	2

Nella tabella sotto riportata è stata effettuata l'analisi delle varie dimensioni qualitative del brand considerate dal modello. La valutazione ha prodotto i seguenti risultati:

Profilo	Range	Punteggio
Tempo permanenza sul mercato	0-10	9
Distribuzione	0-10	8
Quota di mercato	0-10	6
Posizionamento di mercato	0-10	2
Tasso di crescita del fatturato	0-10	2
Premium price	0-10	7
Elasticità di prezzo	0-10	3
Costi di marketing e supporto al brand	0-10	7
Awareness pubblicitaria	0-10	7
Awareness del brand e loyalty	0-10	7
<b>Totale</b>		<b>58</b>
<b>Rating</b>		<b>BB</b>
<b>Coefficiente di correzione</b>		<b>1</b>

Il **beta** corretto riferito al marchio è quindi pari a 0,90 (beta unlevered) moltiplicato per 1 (coefficiente di correzione).

Il beta re-levered è stato calcolato avendo a riferimento un rapporto debt/equity medio "a tendere" per la realtà italiana pari a 1/3 equity e 2/3 debiti finanziari (30% equity e 70% debt). Tale scelta è stata dettata dal fatto di voler determinare un tasso di attualizzazione che prescindia dalle caratteristiche soggettive dell'attuale proprietario/utilizzatore. Assumendo quindi un rapporto debt/equity di 2,33 e un *tax-shield* del 29%, il beta re-levered è stimato pari a 2,4% così ottenuto:

$$0,90 * (1 + 2,33 * (1-0,29)) = 2,4\%$$

$$\beta_{rl} = \beta_u * (1 + (1-t) * D/E)$$

#### f) Premio per il rischio di mercato

Per misurare il premio di mercato occorre considerare che con il marchio TEUCO, l'azienda ha operato non solo nel mercato italiano ma anche estero (Europeo e non); tale specificità porta a considerare corretto far riferimento al mercato non domestico ma Europeo, viepiù considerando che tra i possibili interessati ai titoli Teuco potrebbero essere delle Aziende operanti in Europa. Da uno studio della società KPMG risulta che il



premio da applicare per il rischio di mercato in Europa al 31 Marzo 2019, debba essere pari al **5,75** (si veda Allegato 4).

### g) Costo Capitale proprio

Il saggio risk free (Rf), ossia il tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato considerando che la società è attiva a livello Europeo. Si è ritenuto pertanto opportuno assumere come parametro il valore risultante dalla media dei rendimenti mensili nel periodo Gennaio Dicembre 2018 dei BUND tedeschi a 10 anni, pari a 0,46% (si veda <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield-historical-data> Allegato 5).

### h) Costo del capitale di terzi

Si ritiene ragionevole adottare un costo medio del capitale di terzi prospettico prudenziale pari al 4,08%, dato dalla sommatoria del tasso Irs decennale (0,08) + spread 4% (Allegato 6).

Sulla base dei parametri sopra definiti e adottando il modello CAMP ( $ie = rf + \beta * (rm - rf)$ ) è quindi possibile stimare il costo medio dell'equity, come sopra descritto, in un tasso pari al 13,15% così quantificato ( $ie = rf + \beta * (rm - rf)$ ):

$$ie = 0,46\% + 2,4 * (5,75 - 0,46) = 13,16\%$$

### i) Rapporto debt/equity

Il rapporto capitale proprio/capitale di debito (debiti finanziari su patrimonio netto), come risulta dal bilancio TEUCO S.P.A. 2015 è pari a 25-75%.

Essendo stati determinati tutti i fattori utili della formula è ora possibile calcolare il Wacc aziendale.

Allo scopo, si è assunto un tax-rate di riferimento pari al 29%. Conseguentemente:

$$WACC = We * Ie + Wd * Id * (1-t)$$

$$WACC = 25 * 13,16 + 75 * 4,08 * 0,71 = 329 + 217,26 = 546,26 = 5.5\%$$

Sulla base di quanto sopra, il **WACC** netto è stimato al **5.5%**.

## 12. LA STIMA DEL VALORE TERMINALE

La tabella sotto riportata indica i dati ipotetici dei fatturati di un'azienda media del settore in Europa (ipotizzati in base ai dati Csil sopra riportati), a seguito dell'applicazione del tasso di licenza e della relativa attualizzazione.

I valori di stima del marchio sono stati ottenuti applicando la percentuale di royalties indicata nella tabella sotto riportata ai fatturati attesi per ciascun anno, decurtati dei costi di mantenimento e delle imposte.

I valori così ottenuti sono stati attualizzati al tasso del 5,5% con la formula dell'attualizzazione di un flusso di redditi futuri. Per ciascun anno, considerato il tasso di attualizzazione anzidetto del 5,5% è stato calcolato il relativo fattore di attualizzazione nel modo di seguito indicato:

$$FA = 1 / (1+i)^n$$

dove FA = Fattore di attualizzazione;

i = tasso di attualizzazione; n = numero di esercizi da attualizzare.

Stima valori fatturato		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TEUCO		15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
royalty	2,50	375.000,00	375.000,00	375.000,00	375.000,00	375.000,00	375.000,00	375.000,00
Costi mantenimento		20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00
		355.000,00	355.000,00	355.000,00	355.000,00	355.000,00	355.000,00	355.000,00
Effetto fiscale 2019	0,29	102.950,00	102.950,00	102.950,00	102.950,00	102.950,00	102.950,00	102.950,00
Valore post tasse		252.050,00	252.050,00	252.050,00	252.050,00	252.050,00	252.050,00	252.050,00
tasso di attualizzazione	5,5							
fattore di attualizzazione		1,00	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73
valore attualizzato		252.050,00	238.909,95	226.454,93	214.649,22	203.458,98	192.852,11	182.798,21
<b>Totale</b>		<b>1.511.173,41</b>						

Sulla base di tali elementi, si è quindi proceduto alla stima del valore come di seguito riepilogata.

Conseguentemente, sulla base del metodo delle royalties, il valore del marchio "TEUCO" oggetto di stima può essere quantificato in **Euro 1.511.000,00 (Euro unmilione cinquecento undicimila/00)**.

### 13. CONCLUSIONI

Sulla base delle analisi e delle considerazioni contenute nella presente Relazione, alla data del **30 Giugno 2019**, il valore economico del marchio TEUCO e del portafoglio composto dai titoli di Proprietà Industriale detenuto da TEUCO SPA e TEUCO OVERSEA SRL, dato dal valore medio dei due metodi (Metodo del costo storico rivalutato e Metodo delle Royalties) è pari ad **Euro 1.518.000 (Euro unmilione cinquecento diciottomila/00)**.

Volendo isolare il valore degli assets della società Teuco Overseas srl, ossia il pacchetto dei marchi protetti fuori dai confini Europei, in assenza di dati sugli investimenti pubblicitari, nonché per via della disponibilità del bilancio del solo 2016, si ritiene che si possa procedere in via deduttiva, ponderando il fatturato di Teuco Overseas srl, rispetto ai fatturati di Teuco Spa.

Il peso del fatturato sviluppato da Teuco Overseas srl è circa pari al 4,5% della media dei fatturati complessivi di Teuco Spa negli anni considerati, pertanto in applicazione di tale metodo, il valore dei marchi intestati alla Teuco Overseas srl, è pari ad Euro 68.300,00 arrotondato ad **Euro 68.000 (sessantottomila/00)**.

**I dati riportati nel presente elaborato sono quelli cui sono giunti i sottoscritti estimatori in coscienza di aver operato secondo giustizia.**

Ancona, 15 Ottobre 2019

Dr. Benedetta DOLCI  
Isc. Albo 1361M



Dr. Paolo BOLLI  
Isc. Albo 319/A

