



**PERIZIA DI STIMA
DEI MARCHI
DI PROPRIETÀ DELLA SOCIETÀ**



[REDACTED]



[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]



SOMMARIO

1. Premessa	2
2. Ipotesi e Limitazioni	4
3. Dati e notizie relativi alla società	5
4. I diritti oggetto di valutazione	10
4.1. Finalità della Valutazione	13
5. Principi generali in tema di valutazione dei beni immateriali dell'impresa	14
5.1 La valutazione degli immateriali: aspetti teorici	14
5.2 Verifiche Preliminari	15
5.3 Principali metodi di valutazione	16
i. Metodo del costo storico	16
ii. Metodo del "cost of loss"	18
iii. Metodo del "valore normale" o "fair market value"	19
iv. Metodo del "differenziale dei prezzi"	20
v. Metodo del "differenziale fra i capitali"	21
vi. Metodo interbrand	21
vii. Percentuale delle royalties	23
5.4 Impatto della procedura di liquidazione giudiziale sulla valutazione dei beni immateriali.	24
6. Valutazione dei diritti di proprietà industriale di [REDACTED]	26
6.1. FASE 1: Perimetro della valutazione	26
6.1.1. Marchi di [REDACTED]	26
6.1.2. Marchi di fatto	27
6.2. FASE 2: verifica di validità dei diritti di IP oggetto di valutazione	27
6.2.1. I marchi : verifica della validità	27
7. Scelta del metodo di valutazione	33
7.1. Quantificazione dei parametri utilizzati	34
7.1.1. Redditi attesi futuri	34
7.1.2. Tasso di Royalty	35
7.1.3. Tasso di attualizzazione	36
8. Determinazione del valore del Marchio [REDACTED]	42
9. Conclusioni	43
Dichiarazione di terzietà del perito	44

1. PREMESSA

La D.ssa Giovanna Rosaria Del Bene iscritta all'albo italiano dei consulenti in proprietà industriale, sez. marchi, n. 1456M ed all'albo dei consulenti comunitari marchi e modelli n. 56589, l'avv. Rossella Masetti iscritta all'albo degli avvocati di Modena n. 992 con riferimento ai dati contabili e alle informazioni commerciali disponibili alla data del 31 dicembre 2024, si sono costituiti in Collegio Peritale (in seguito anche "Periti"), e hanno redatto, su incarico della D.ssa Federica Mascari, in qualità di Curatore nella Liquidazione Giudiziale della [REDACTED], la presente relazione di stima del valore dei marchi di cui la stessa Società è titolare.

Premesso

- di aver ricevuto l'incarico dalla D.ssa Federica Mascari, in qualità di Curatore nella Liquidazione Giudiziale della [REDACTED] di stimare il valore economico seguenti marchi regolarmente registrati ed in corso di validità a nome della [REDACTED]:
 1. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. 302020000076282,
 2. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. 302022000094615,
 3. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. 302022000103072;
- che detta stima peritale risulta finalizzata alla determinazione del valore dei marchi della società di cui sopra al fine di individuare l'attivo ascrivibile alla società nella procedura di Liquidazione Giudiziale della società aperta in data 13 giugno 2024 dinanzi al Tribunale Ordinario di Brescia – Sezione IV Civile e Fallimentare;
- che i Periti si apprestano a redigere la presente perizia sulla base della seguente documentazione:
 - Copia dei bilanci 2018, 2019, 2020, 2021,
 - Situazione contabile economico-patrimoniale anno 2022,
 - Situazione contabile economico-patrimoniale al 30.09.2023,
 - Copia situazione patrimoniale al 29.2.2024
 - Mastrini dal 01.10.2018 al 31.12.2022
 - Valutazione [REDACTED] del 5.9.2022
 - Primo contratto di edizione [REDACTED] datato 1.12.2007.

- Secondo contratto di edizione [REDACTED] datato 1.1.2015
- Relazioni sullo stato causa da parte dello Studio Legale BIPART dell'8.2.2024 e 7.10.2024.

- nella relazione di stima ci si è avvalsi, quando richiesta e per quanto prestata, del contributo del Curatore, che ha illustrato ai periti l'attività aziendale e le caratteristiche dei beni oggetto di valutazione.

Tutto ciò posto e premesso

presenta

la seguente relazione di stima dei marchi della società "[REDACTED]", alla data del 31.12.2024 (in seguito anche "**Data di riferimento**").

Il presente elaborato, frutto di approccio e metodo professionale, deve essere letto alla luce dei seguenti limiti:

- le analisi e le valutazioni svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili al momento della stesura della presente relazione. Lo scrivente ha escluso dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli eventi di natura straordinaria non ragionevolmente prevedibili alla data della presente valutazione;
- eventuali avvenimenti significativi accaduti successivamente alla data di predisposizione ed inoltro della relazione (quali ad esempio contestazioni sulla validità dei marchi o dei modelli), di cui comunque non si è avuta comunicazione alcuna da parte dei soggetti summenzionati, possono influire sul valore economico dei marchi oggetto di esame;
- per le analisi di carattere storico, chi scrive ha preso in esame i bilanci d'esercizio (ed i relativi dettagli contabili) della società ██████████ dal 2018 alla Data di riferimento
- l'incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci e sulle situazioni economico-patrimoniali fornite;
- l'incarico non ha previsto lo svolgimento di alcuna procedura di revisione dei contratti di edizione stipulati con i diversi autori;
- sebbene la stima del valore possa considerarsi accurata e completa, da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella relazione deve essere ritenuto una promessa sui risultati futuri delle privative oggetto di stima
- questo documento può essere utilizzato esclusivamente nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale incardinata avanti il Tribunale di Brescia n. 118/2024 e non può essere utilizzato per altre finalità.

Le conclusioni cui si è pervenuti sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella presente relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

3. DATI E NOTIZIE RELATIVI ALLA SOCIETÀ

Secondo quanto riferito dal Sig. Lucio Staiano, fondatore della casa editrice e Amministratore Unico della società, il progetto [REDACTED] nasce a luglio 2000, inizialmente come ditta individuale, come casa editrice online di fumetti digitali, nella convinzione che il digitale avrà un'importanza fondamentale nel futuro del fumetto.

Fino al 2004 [REDACTED] pubblica solo fumetti digitali; mentre dal 2004 inizia a pubblicare su carta fumetti provenienti dall'online, a partire dalle opere di Eriadan, il più importante web cartoonist dell'epoca e uno dei blogger più conosciuti in Italia. [REDACTED] è quindi la prima realtà in assoluto a pubblicare su carta i così detti "influencer".

Nel 2006 [REDACTED] diventa una società a responsabilità limitata detenuta per il 90% da [REDACTED] e per il 10% da [REDACTED].

Tra il 2006 e il 2008 pubblica uno/due titoli all'anno, di autori, a parte Eriadan, praticamente sconosciuti. Tra questi [REDACTED], in arte Sio, che viene proposto e spinto in diversi modi, anche ad altre case editrici, ma rifiutato.

Fino al 2012 [REDACTED] non ha un giro d'affari rilevante (intorno ai 100mila all'anno), principalmente come service creativo per aziende terze.

Nel 2012 la casa editrice decide che è arrivato il momento di puntare sulle pubblicazioni cartacee derivanti dal web in maniera più convinta e aumenta il numero di uscite annuali, posizionandosi come l'editore di riferimento per questa nicchia di mercato. L'attività di scouting di [REDACTED] continua, acquisendo autori molto giovani che diventeranno autori importanti negli anni successivi ([REDACTED] [REDACTED]), ma anche autori storici come ad esempio [REDACTED].

Nel 2013 Sio ([REDACTED]) esplode come uno dei più importanti *youtuber* italiani e le vendite delle sue pubblicazioni hanno un'impennata importante. Nella compagine societaria entra [REDACTED] e [REDACTED] acquisisce il 40% di [REDACTED], società editrice di Fumettologica, principale organo di informazione fumettistica online.

Nel 2015 Sio propone a [REDACTED] una rivista tutta dedicata a sé stesso, da distribuire in edicola. Nonostante tutte le riviste di fumetti in edicola fossero fallite, [REDACTED] decide di puntare sul progetto, che si rivela essere un grande successo. Da gennaio 2015 fino a

gennaio 2023, "Scottecs Megazine" venderà in media più di 20mila copie a uscita (trimestrale).

Nel 2016 [REDACTED] decide di puntare ancora sull'edicola, questa volta per una rivista satirica, dal titolo "Quando c'era LVI". In occasione del lancio del primo numero, durante il Comics di aprile 2016 lo stand della casa editrice viene "assaltato" da Casa Pound. La notizia viene ripresa da tutti i giornali e le vendite della rivista aumentano. Di questa opera si pubblicheranno tre numeri in edicola, poi raccolte in un volumetto.

Nel 2016 [REDACTED] diventa co-amministratore, aumenta di fatto la propria quota societaria e diventa il commercialista dell'azienda.

Nel 2016 Sio decide di iniziare a pubblicare con altri editori, principalmente [REDACTED], violando di fatto l'esclusiva e disperdendo quindi il proprio pubblico su altri titoli non [REDACTED].

Nel 2016 [REDACTED] decide di puntare su due progetti, [REDACTED], una società in Brasile per spingere i fumetti di [REDACTED], e [REDACTED], società di Realtà Aumentata, tra le prime al mondo per le applicazioni industriali di tecnologia avanzata.

Per portare avanti questi progetti vengono accesi due mutui, uno su [REDACTED] e una su [REDACTED].

I due progetti non porteranno i risultati sperati.

Nel 2016 inizia anche il progetto "YEP!" Per la realizzazione di una piattaforma di lettura dei *webcomics*, sia come app che come sito.

Il progetto avrà una vita difficile a causa dei forti ritardi accumulati dalle due software house incaricate della creazione della piattaforma e anche questo comporterà una perdita economica e di tempo.

[REDACTED] continua comunque la propria crescita di fatturato e nel 2019 acquisisce due case editrici indipendenti: [REDACTED] che porta [REDACTED] a diventare leader nel manga non giapponese e [REDACTED]. L'obiettivo di questa seconda acquisizione è portare in casa quattro professionisti (i soci di [REDACTED]) e un catalogo potenzialmente molto importante. Mentre la prima acquisizione porterà i risultati programmati, la seconda, a causa di non rispetto del contratto da parte dei quattro soci, non lo farà.

In ogni caso a fine 2019 e inizi 2020 [REDACTED] è un'azienda in fortissima crescita. Per il 2020 si prevedono aumenti importanti del fatturato sia per l'aumento medio delle copie delle pubblicazioni, sia a causa di nuove iniziative editoriali in edicola, sia per il previsto debutto della casa editrice all'estero.

A fine 2019 durante Lucca Comics, [REDACTED] ottiene un proprio piccolo padiglione personalizzato (prima volta nella storia della manifestazione per una casa editrice indipendente) e una sua opera vince i due più importanti premi della manifestazione.

A fine 2019 la società decide di allargare la propria distribuzione all'estero, in particolare Francia e Spagna, anche per diventare indipendente da Sio, le cui opere rappresentano il 50% del fatturato.

Questa decisione avrà una finalizzazione nei contratti stipulati con due distributori, [REDACTED], francese, e [REDACTED], spagnolo.

Inizio 2020 arriva il COVID 19, con relativo lockdown e misure restrittive. Questo comporta la chiusura degli eventi (fino all'autunno 2021, quasi due anni) e per qualche mese anche dei negozi, tra cui librerie e fumetterie.

Per [REDACTED] è uno stop importante e ne risente, riesce a partire nei mercati esteri in settembre 2020 e le prime pubblicazioni hanno risultati entusiasmanti. Si decide quindi di puntare molto su questo, intensificando le uscite.

Il distributore francese chiede l'aumento delle tirature, ma dopo poco tempo le vendite iniziano a diminuire, alla richiesta di spiegazioni, il distributore risponde con una richiesta di aumento di comunicazione. [REDACTED] investe in comunicazione, ma le vendite continuano a calare, finché non si decide di abbassare le tirature e, a fine 2021, di fermare praticamente le uscite (pochi titoli pubblicati nel 2022 e 2023).

A fine 2020 partirà la seconda rivista in edicola curata da Sio "Shonen Ciao" e nel 2021 la terza, "Evviva!"

Contemporaneamente un nuovo distributore spagnolo contatta la [REDACTED] e vengono pianificate le uscite nel Sud America. Nonostante le garanzie di distribuzione e quindi le stampe delle copie, il materiale non è praticamente mai partito per l'America Latina e questo ha aggiunto un ulteriore danno economico.

A giugno 2022 la Società entra in contatto con [REDACTED], casa editrice che dichiara il proprio interesse all'acquisizione di [REDACTED], le trattative vanno avanti per mesi, ma senza un'offerta concreta da parte loro.

A giugno 2022 Sio comunica alla [REDACTED] che intende lasciare la casa editrice, nonostante abbia due contratti in essere (di cui uno in esclusiva), per fondarne una propria con altri autori. Le parti non trovano un accordo e dal momento in cui Sio annuncia pubblicamente il proprio progetto, a Lucca 2022 (fine ottobre), le vendite delle sue opere, tra cui lo Scottecs Magazine, diminuiscono sensibilmente.

Ad aprile 2023, constatata la situazione aziendale, l'abbandono di Sio e la non concretezza delle trattative con [REDACTED], la società entra in crisi.

In aprile 2023 [REDACTED] diventa amministratore unico e inizia a valutare diverse soluzioni. Si incrinano i rapporti con [REDACTED], non più amministratore, ma ancora commercialista e a giugno 2023 [REDACTED] decide di chiudere il rapporto professionale con lo studio [REDACTED].

A fine settembre 2023 la Società recupera la documentazione contabile e inizia l'analisi per definire il piano di ristrutturazione.

Ad Aprile 2024 viene fatta la richiesta di composizione negoziata della crisi d'azienda, avendo due società interessate, la [REDACTED] e la [REDACTED], ma a maggio 2024 la composizione non si conclude e a giugno 2024 dietro presentazione di istanza di liquidazione giudiziale da parte di [REDACTED], fornitore di [REDACTED], la società viene dichiarata fallita.

Sempre sulla base delle informazioni fornite dal Sig. [REDACTED], in edicola nel momento della crisi [REDACTED] pubblicava tre riviste:

- Scottecs Magazine che per quasi dieci anni ha venduto una media di 20mila copie;
- Shonen Ciao: circa un anno e qualche mese di vita, vendeva una media di 7mila copie;
- Evviva!: anche questo circa un anno di vita, un venduto di circa 10mila copie.

In libreria/fumetteria/online venivano pubblicati diversi volumi dalla tiratura e vendita molto varia. Si passava da quelli di Sio e Labadessa, che vendevano più di 10mila copie, arrivando anche a ventimila, passando per autori come [REDACTED],

██████████, che avevano un range tra 3mila e 10mila copie, poi altri autori che vendevano da mille a tremila copie, fino ad autori che non raggiungevano le 500 copie.

A mero titolo informativo, nel mercato estero la ██████████ è stata presente in Francia inizialmente con numeri molto importanti, con venduti di 3mila copie a uscita, per poi calare dopo pochi mesi e sempre di più, fino a quando, a gennaio 2022, è diminuito drasticamente il numero di uscite, praticamente bloccando le pubblicazioni.

In Spagna dopo una iniziale tirature tra le 500 e le mille copie, vi è stato un calo delle pubblicazioni. Il mercato LATAM, che era il principale obiettivo della ██████████, e il mercato USA non sono di fatto mai partiti.

Da quanto riferito dal Sig. ██████████, nel corso degli anni la ██████████ ha ricevuto diversi riconoscimenti. Quelli più importanti sono stati durante Lucca Comics 2019 in cui hanno vinto sia il premio Lucca Awards (più importante premio italiano del settore) come migliore sceneggiatura, sia il premio come miglior disegno; mentre a Lucca Comics 2021 hanno vinto il premio come migliore iniziativa editoriale per ragazzi.

Ai primordi, quando ██████████ non aveva assunto ancora la forma giuridica di società a responsabilità limitata, vinse uno dei più importanti premi della comunicazione online (Digital Key Awards 2004) con un progetto pubblicitario in partnership con Virgilio.it

██████████ è sempre stata una delle case editrici protagoniste degli eventi, essendo molto molto ricercati nel settore, avendo molti influencer nel roster di autori. A Lucca Comix 2019 hanno avuto un piccolo padiglione interamente dedicato alla ██████████.

4. I DIRITTI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Agli scriventi periti è stato affidato l'incarico di determinare il valore dei marchi di proprietà della Società, che attualmente risultano registrati ed attivi presso l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi (UIBM), riportati in allegato **sub A**.

Da una verifica preliminare effettuata a nome [REDACTED] non risultano ulteriori marchi attivi a nome della Società.

Prima di procedere con l'analisi dello status di validità dei marchi oggetto di valutazione, è opportuno soffermarsi brevemente sul concetto di marchio e sulla acquisizione dei diritti di uso esclusivo dello stesso.

Il marchio è un bene immateriale che attribuisce al suo titolare un diritto esclusivo di sfruttamento per determinati prodotti o servizi. Tale diritto si sostanzia nella possibilità di inibire ai concorrenti l'utilizzazione di un segno identico, simile o comunque tale da creare confusione con il marchio tutelato. Pertanto, il marchio si traduce nell'acquisizione di un potere monopolistico di contenuto economico il cui connotato più evidente risiede nella capacità di creare valore aggiunto mediante la sua efficacia come strumento competitivo.

È evidente, quindi, che la valutazione di un marchio debba porsi come postulato la sua tutelabilità ovvero la presenza di tutti i requisiti previsti dalla legge per il riconoscimento del diritto di esclusiva.

Vale a questo proposito ricordare che il marchio è un diritto territorialmente limitato ed ha valore nello stato in cui è riconosciuto secondo i principi della legge nazionale applicabile. Nel presente caso il territorio di riferimento è l'Italia.

I diritti di marchio si ottengono principalmente con la registrazione, fatte salve le specificazioni di cui infra sui marchi di rinomanza e i segni notori. Il marchio registrato è un marchio che ha formato oggetto di riconoscimento da parte dell'autorità amministrativa nazionale preposta. Le regole procedurali e sostanziali dirette al riconoscimento della privativa industriale variano da paese a paese: in alcuni casi è previsto un esame solo formale da parte dell'ufficio preposto, in altri casi l'esame si estende alla novità del segno; in diversi paesi è prevista la possibilità per i terzi, che si ritengano lesi da eventuali diritti di esclusiva di altri sul segno, di opporsi formalmente alla registrazione. Per mantenere la sua validità il marchio deve essere utilizzato entro un certo periodo dalla registrazione. Questo periodo di grazia è di cinque anni sia a livello italiano che comunitario.

Inoltre, se il marchio registrato non è utilizzato, dal titolare o da un avente causa autorizzato, per cinque anni consecutivi dalla data di registrazione, salvo casi particolari, decade.

L'onere di provare la decadenza è a carico dei terzi interessati. La decadenza comunque non può essere fatta valere se l'uso è iniziato o ripreso prima della richiesta di decadenza come inoltrata dai terzi.

I fatti costitutivi del diritto di marchio sono la registrazione o l'uso.

Ai sensi dell'ordinamento vigente, non esistendo l'obbligo della registrazione di un marchio, l'imprenditore ha la facoltà di non registrare il proprio segno distintivo, dando così origine al cd. *marchio di fatto*.

L'ordinamento tutela anche chi usa un marchio senza registrazione, art. 2571 c.c. e art. 12 c.p.i. . L'art. 2571 c.c. (Preuso) dispone che: *“Chi ha fatto uso di un marchio non registrato ha la facoltà di continuare ad usarne, nonostante la registrazione da altri ottenuta, nei limiti in cui anteriormente se ne è valso”*.

L'art. 12 c.p.i. (Novità) al comma 1 stabilisce che: *“Non possono costituire oggetto di registrazione come marchio d'impresa i segni che alla data del deposito della domanda: a) siano identici o simili ad un segno già noto come marchio o segno distintivo di prodotti o servizi fabbricati, messi in commercio o prestati da altri per prodotti o servizi identici o affini, se a causa dell'identità o somiglianza tra i segni e dell'identità o affinità fra i prodotti o i servizi possa determinarsi un rischio di confusione per il pubblico, che può consistere anche in un rischio di associazione fra i due segni. Si considera altresì noto il marchio che ai sensi dell'articolo 6 bis della Convenzione di Parigi per la protezione della proprietà industriale, testo di Stoccolma 14 luglio 1967, ratificato con legge 28 aprile 1976, n. 424, sia notoriamente conosciuto presso il pubblico interessato, anche in forza della notorietà acquisita nello Stato attraverso la promozione del marchio. L'uso precedente del segno, quando non importi notorietà di esso, o importi notorietà puramente locale, non toglie la novità, ma il terzo preutente ha diritto di continuare nell'uso del marchio, anche ai fini della pubblicità, nei limiti della diffusione locale, nonostante la registrazione del marchio stesso. L'uso precedente del segno da parte del richiedente o del suo dante causa non è di ostacolo alla registrazione; b) siano identici o simili a un segno già noto come ditta, denominazione o ragione sociale, insegna e nome a dominio usato nell'attività economica, o altro segno distintivo adottato da altri, se a causa della identità o somiglianza fra i segni e dell'identità*

o affinità fra l'attività d'impresa da questi esercitata ed i prodotti o servizi per i quali il marchio è registrato possa determinarsi un rischio di confusione per il pubblico, che può consistere anche in un rischio di associazione fra i due segni. L'uso precedente del segno, quando non importi notorietà di esso, o importi notorietà puramente locale, non toglie la novità. L'uso precedente del segno da parte del richiedente o del suo dante causa non è di ostacolo alla registrazione; [omissis]"

L'uso, come fatto costitutivo del marchio non registrato, si verifica con la semplice apposizione del segno sui prodotti e/o servizi di un certo imprenditore, circolanti nel territorio dello Stato, oppure con una sua utilizzazione in una campagna pubblicitaria, le cui dimensioni facciano presupporre una prossima commercializzazione del prodotto e/o servizio.

La tutela del diritto di esclusiva su un segno distintivo non registrato si fonda sull'uso di fatto dello stesso e sull'effettivo grado di notorietà raggiunto del marchio di fatto presso il pubblico come segno distintivo ed all'ambito territoriale in cui lo stesso è conosciuto.

Se la notorietà è solo locale, il titolare del marchio di fatto non può evitare che terzi usino o registrino validamente un marchio identico o confondibile; lo stesso titolare in tal caso ha solo il diritto di proseguirne l'uso entro i limiti (territoriali e merceologici) in cui lo utilizzava prima della registrazione altrui.

Se invece il marchio di fatto ha assunto una notorietà a livello nazionale, il titolare può ottenere la nullità del marchio identico o simile successivamente registrato da terzi per prodotti e/o servizi identici e/o affini, per mancanza di novità.

La protezione riconosciuta ai marchi di fatto è, tuttavia, molto più limitata rispetto a quella dei marchi registrati.

Infatti, mentre la registrazione di un marchio impedisce a chiunque altro di registrarlo, la mancata registrazione, invece, lascia sussistere in capo al suo titolare il rischio di dover tollerare che altro imprenditore registri ed utilizzi lo stesso marchio.

In secondo luogo, è sicuramente più difficile difendere l'esclusiva dei marchi di fatto.

L'elemento di debolezza di tale genere di marchi è dovuto alle difficoltà di ordine probatorio che spesso si manifestano allorquando si renda necessario dimostrare l'uso che

se ne è fatto o attribuire una data certa all'origine del suo preuso e dimostrare la notorietà che ne è conseguita presso il pubblico di riferimento.

A differenza del marchio registrato (debitamente codificato e immediatamente identificabile), il cui valore risiede nella forza dell'esclusiva, il valore del marchio di fatto è strettamente legato alla sua notorietà presso il pubblico come segno distintivo ed all'ambito territoriale in cui lo stesso è conosciuto.

Nel caso di un marchio di fatto, sarà dunque necessario entrare in possesso preliminarmente di dati, informazioni e documenti comprovanti il preuso del segno, nonché l'uso attuale e l'estensione merceologica e territoriale, al fine di attribuire una data certa all'origine del preuso e dimostrare la notorietà che ne è conseguita presso il pubblico di riferimento.

4.1. FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE

Agli scriventi periti è stato commissionato l'incarico di determinare il valore economico dei suddetti marchi al fine di individuare l'attivo ascrivibile alla società nella procedura di Liquidazione Giudiziale della società aperta in data 13 giugno 2024 dinanzi al Tribunale Ordinario di Brescia – Sezione IV Civile e Fallimentare.

5. PRINCIPI GENERALI IN TEMA DI VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI DELL'IMPRESA

5.1 LA VALUTAZIONE DEGLI IMMATERIALI: ASPETTI TEORICI

In considerazione della natura dell'incarico diretto alla valorizzazione di marchi d'impresa i principi che andiamo di seguito ad illustrare riguarderanno questa tipologia di diritti di proprietà industriale (di seguito Diritti IP).

Una valutazione autonoma dei Diritti IP come entità distinguibile dal complesso del patrimonio presuppone una serie di caratteristiche, collegate tra loro ed imprescindibili, quali:

- i. identificabilità;
- ii. separabilità dagli altri beni aziendali;
- iii. durata temporale, intesa come periodo nel quale si presume che il diritto darà un contributo positivo alla produttività aziendale), costi di sviluppo con rendimenti crescenti, costi medi unitari decrescenti, utilità marginale crescente.

Le prime due caratteristiche sono diretta conseguenza della possibilità di disaggregare il patrimonio aziendale, facendo emergere quei differenziali competitivi oltre che origine di benefici economici.

La seconda, in particolare, già prevista per brevetti e design venne introdotta per i marchi a seguito della direttiva di armonizzazione 89/104/CEE abrogata successivamente dalla direttiva 2008/95/CE.

Anche il fine della valutazione è un aspetto che merita di essere sottolineato in quanto costituisce il principale criterio che spinge ad optare per uno o più metodi di valutazione, trascurando gli altri.

In caso, ad esempio, di cessione del marchio, la valutazione è effettuata considerando la necessità di un realizzo diretto sulla base di un valore corrente di mercato; le valutazioni che, al contrario, si effettuano in una prospettiva di continuazione dell'attività aziendale, implicano un realizzo solo indiretto, riconducibile all'utilizzo, nei vari esercizi, del diritto stesso.

5.2 VERIFICHE PRELIMINARI

La valutazione economica dei Diritti IP passa, sostanzialmente, attraverso tre fasi: l'esame preliminare, l'esame giuridico – amministrativo e la scelta ed applicazione del metodo valutativo.

- a) **La prima fase è, scontata, ma volta a valutare se l'immateriale possieda un valore "autonomo".**

A tal fine, devono risultare soddisfatti i seguenti requisiti:

- 1) Registrazione o registrabilità;
- 2) Appartenenza al patrimonio aziendale e mancanza di contestazione di terzi;
- 3) Cedibilità del diritto;
- 6) Verifica della titolarità.

- b) **Due diligence: verifica giuridico-amministrativa**

Nella seconda fase (due diligence), avviene l'esame giuridico – amministrativo dell'intangible asset. Trattasi di un'indagine di grande importanza che consente, infatti, di individuare eventuali elementi distorsivi incidenti sul valore degli immateriali. Si valutano inoltre i profili relativi ad eventuali decadenze intervenute dopo la registrazione.

- c) **Nella terza, ed ultima fase,** avviene la scelta e l'applicazione del metodo valutativo.

Non esiste un metodo valutativo universalmente riconosciuto. La mancanza di un metodo "universalmente riconosciuto" è dovuta anche al fatto che non sempre sono disponibili tutti gli elementi necessari ed idonei per effettuare una valutazione uniformemente accettabile. La valutazione monetaria dei Diritti IP, dunque, si incentra proprio sulla scelta dei criteri economici idonei ad individuarne il valore, quale elemento immateriale del capitale economico dell'impresa.

5.3 PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE

Si illustrano di seguito i principali metodi di valutazione.

i. METODO DEL COSTO STORICO

Il metodo del costo storico trae origine da quanto previsto dal codice civile che all'articolo 2426, stabilisce che "le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione", con questo indicando le due possibili vie per far pervenire il diritto IP all'interno dell'azienda: creazione interna e acquisto o trasferimento da terze economie.

Essendo questo metodo informato ai criteri di corretta redazione del bilancio (art. 2423 bis), deve necessariamente avere come unico fine conoscitivo il risultato economico di periodo con il connesso capitale di funzionamento, escludendo altri fini (ad esempio il valore di mercato).

I costi da prendere in considerazione ai fini di una valutazione "veritiera e corretta" sono tutti quelli di produzione o di acquisto, diretti o indiretti imputabili all'immateriale.

Nello specifico, nel caso di produzione "in economia", tutti i costi effettivamente sostenuti per la sua ideazione, la registrazione, il mantenimento in vita, lo sviluppo e la diffusione di esso sul mercato.

Si apre a questo punto l'irrisolto problema del trattamento in bilancio di tali costi.

L'affrontare, anche se in estrema sintesi, questo aspetto, impone una premessa su quello che è l'influsso del tempo sul valore del bene.

L'articolo 2425 al punto B ("Costi di produzione"), lettera 10, prende in considerazione l'"ammortamento delle immobilizzazioni immateriali"; tale procedura di ripartizione delle spese sostenute per tali diritti dovrebbe tenere conto della vita economica degli stessi e quindi del loro contributo al reddito dei vari esercizi (S. e P. Sandri, "Il marchio in & out", Mc Graw Hill, 1998).

Nella realtà si è dimostrato impossibile quantificare la vita residua di cespiti la cui capacità di produrre reddito non è influenzata da superamento tecnologico ed è, normalmente,

ASTE GIUDIZIARIE® direttamente proporzionale all'intensità dell'uso che ne viene fatto da parte di chi ne ha titolo, essendo numerose le vie per un rafforzamento ad esempio del marchio usato sui mercati nazionali ed internazionali.

ASTE GIUDIZIARIE® Si può quindi ritenere che la vita del marchio in particolare ha come unico momento certo ed incontrovertibile la "nascita", riferibile alla data in cui il titolare effettua il deposito della domanda.

ASTE GIUDIZIARIE® Tutto ciò risulta caratterizzato da un tale grado di aleatorietà da far ritenere assolutamente arbitraria qualunque decisione in merito ai possibili tempi nei quali provvedere all'ammortamento del cespite.

ASTE GIUDIZIARIE® Questi ed altri aspetti stanno addirittura spingendo le leggi americane in tema di bilancio a valutare l'opzione di un "non ammortamento". Date le premesse, in effetti, i fini informativi che regolano la redazione del bilancio d'esercizio, risultano compromessi, essendo possibile assistere alla scomparsa dalla contabilità ad esempio di segni distintivi il cui valore reale e potenziale ed il cui contributo alla vita economica aziendale è determinante.

ASTE GIUDIZIARIE® Nella pratica, a livello nazionale, considerando la durata legale dei diritti titolati (pur non dimenticando la possibilità di un rinnovo per il marchio), al termine della quale si ha l'estinzione del diritto, si tende a valutare, in modo forse semplicistico, una vita residua dei diritti pari al numero di anni che mancano alla scadenza.

ASTE GIUDIZIARIE® Ne deriva che l'anzianità non è necessariamente indice di obsolescenza "funzionale ed economica", e viceversa.

ASTE GIUDIZIARIE® Tornando all'argomento di questo paragrafo, il metodo del costo storico, come detto, tiene conto di tutti i costi connessi al bene immateriale. Resta però il problema di far emergere la variazione del potere d'acquisto della moneta nel tempo.

ASTE GIUDIZIARIE® E' in considerazione della necessità di rilevare i fenomeni inflattivi che si è affermato il metodo del costo storico rivalutato, caratterizzato dal fatto di attribuire al "centro di costo" marchio prezzi a valori correnti.

Una semplice formula finanziaria riassume ciò di cui sopra, ricavando il valore corrente da una capitalizzazione al tasso i per n anni del valore a prezzi storici del bene

$$V_a = V_s \cdot (1 + i)^n$$

Ultimo metodo in qualche modo connesso alla valutazione al costo, è quello al valore di riproduzione e sostituzione, riconosciuto, insieme ai precedenti, dalla IV Direttiva CEE in tema di bilancio.

Tale metodo ha l'indubbio vantaggio di non ricostruire il valore di un bene creato nel passato attraverso una semplice capitalizzazione, ma di prevedere una serie di variabili di mercato, di legge, di costo, che fotografano una situazione aggiornata nella quale si ipotizza la riproduzione.

Restano comunque solo ipotizzabili i costi necessari a far sì che il nuovo bene raggiunga una riconoscibilità e quindi una capacità di produrre reddito pari a quella del bene da "sostituire".

L'uso del termine "valore" non è casuale e sottolinea l'attenzione prestata alla serie di benefici che il bene è stato in grado di produrre, essendo necessario a tal fine individuare il complesso di risorse monetarie per ottenere un bene dotato delle medesime (o quantomeno simili) caratteristiche. Questo metodo è affinabile distinguendo fra "costo di rimpiazzo di beni allo stato in cui si trovano e costo di riproduzione a nuovo, generalmente di ammontare superiore. Nel primo caso si mira ad ottenere la perfetta uguaglianza, nell'altro un utile equivalente.

ii. METODO DEL "COST OF LOSS"

Un'ulteriore metodologia connessa al concetto di costo è quella che, invertendo il punto di vista rispetto a quelle che considerano la redditività futura positiva legata al bene immateriale ipotizza una redditività futura negativa ("cost of loss") dovuta all'ipotetica perdita del diritto.

Si tratta quindi di attualizzare i margini differenziali negativi che la perdita, presumibilmente, determinerà negli esercizi successivi (in termini di lucro cessante e di danno emergente).

Tale metodo presuppone, evidentemente, una “soglia minima di valore, al di sotto della quale non vi sarebbe alcuna convenienza per il cedente; il prezzo di cessione deve infatti quantomeno reintegrare il danno economico determinato dalla perdita della disponibilità del bene” .

Occorre ricordare che, in sede di valutazione, il conto dei costi conseguenti alla perdita del diritto, deve essere al netto di eventuali risparmi di costi indiretti imputabili alla perdita stessa.

iii. METODO DEL “VALORE NORMALE” O “FAIR MARKET VALUE”

Il bene immateriale visto, sulla base dell’articolo 2555 del Codice Civile, come bene aziendale, si presta ad essere valutato secondo i tradizionali criteri della teoria economica sulla formazione dei prezzi in un libero mercato non turbato da episodi congiunturali.

La ricerca del punto di equilibrio è un’operazione complicata, nella quale “il numero di variabili che influenzano la domanda e l’offerta del bene è potenzialmente enorme”.

Per questo le “forze” che operano per il raggiungimento del prezzo di equilibrio vengono normalmente rappresentate attraverso una funzione di domanda ed una di offerta.

Questa “analisi parziale...esamina l’influenza sulla realizzazione degli scambi di una o poche fra le condizioni che incidono” sul mercato, supponendo che le altre condizioni siano costanti. Sarà, quindi, dall’intersezione fra le due funzioni di cui sopra, che si potrà individuare il prezzo cercato.

Questo metodo di valutazione, sicuramente valido da un punto di vista teorico, si scontra con problemi che nella realtà, uscendo dal modello, sono insuperabili.

Il primo sicuramente consiste nel fatto che un mercato dei diritti di proprietà industriale con transazioni frequenti di beni omogenei e quindi confrontabili, nella realtà, non esiste;

questi segni, infatti, raramente vengono acquistati per essere rivenduti lucrando sul differenziale di prezzo.

Inoltre, normalmente, il compratore risulta essere price maker; ciò è dovuto al fatto che il valore di un bene intangibile è strettamente legato alle sue prospettive future, potenziali, più che a valutazioni consuntive.

iv. METODO DEL “DIFFERENZIALE DEI PREZZI”

Questa metodologia di valutazione (detta anche del price premium) ha la caratteristica di basarsi non su differenziali di reddito ma di prezzo.

Si tratta di rilevare il selling power del bene immateriale che contraddistingue i prodotti in cui è incorporato il diritto, rispetto a prodotti uguali ma senza l’immateriale. Questo metodo è utilizzabile in particolare per la valutazione dei marchi.

Si tratta di dare un peso ed un valore al particolare rapporto di fiducia e riconoscibilità immediata, che si instaura fra cliente (dotato, in un’economia post-fordista, di un forte potere nei confronti delle scelte aziendali) e prodotto.

Le due vie da seguire sono:

la “misurazione dello scarto fra i prezzi tra un prodotto su cui insiste un marchio e un prodotto generico (da moltiplicare per l’incremento di unità vendute). Capitalizzando il risultato ottenuto, si otterrà il valore del bene intangibile;

la verifica dell’elasticità della domanda, cioè delle sue reazioni al calo del prezzo di un prodotto concorrente, o, aggiungerai, all’incremento di prezzo del prodotto in oggetto.

Il primo metodo, per essere uno strumento valido, deve essere limitato alla stima di segni distintivi di aziende che sono sul mercato con diverse linee di prodotti qualitativamente identici, venduti nello stesso esercizio commerciale, ma a marchio diverso.

Solo in questo caso, infatti, è possibile affermare che il differenziale di prezzo è attribuibile alla cosiddetta brand loyalty, ossia alla fedeltà al marchio che gode di un certo grado di celebrità.

Il secondo metodo, al contrario, non sembra imporre l'identità dei prodotti; sarà sufficiente che i beni siano "sucedanei", confrontabili per qualità, uso e fasce di utenza.

v. METODO DEL "DIFFERENZIALE FRA I CAPITALI"

Questo metodo si propone di ottenere il valore del bene immateriale come differenza fra il capitale economico dell'impresa che cede il diritto e tutti gli elementi del capitale diversi dal bene immateriale stesso.

Questo concetto è esprimibile con la formula che segue:

$$\text{Valore del marchio} = R / q - K - K1$$

Dove:

R / q è il valore complessivo dell'azienda, in base ad un metodo reddituale con coefficiente di attualizzazione q ;

K è il valore del patrimonio netto derivante dai dati di bilancio;

$K1$ è il valore dei beni immateriali non contabilizzati distinti dal marchio, aventi e non aventi valore di mercato.

Il marchio risulta essere "l'elemento residuale fra il valore che l'impresa è in grado di produrre ed il dato espresso dalla situazione patrimoniale contabile".

vi. METODO INTERBRAND

La società inglese INTERBRAND da anni si occupa di valutazione di marchi ed ha messo a punto un metodo non basato sui costi ma su una serie di indici volti alla misurazione della "brand strength".

In particolare, "Brand Strength is measured against seven key attributes comprising Market, Stability (fedeltà), Leadership, Support (di marketing), Trend, Geography (come grado di diffusione a livello internazionale effettiva e potenziale) and Protection (protezione legale del marchio)". "The model calculates Brand Value as the net present value of the earnings the brand is expected to generate in the future" e "...depends both

on a good financial performance and a strong marketing position” (da “Interbrand world’s most valuable brand’s 2001 methodology”, su www.interbrand.com).

Oltre a queste, che sono le variabili originali selezionate da INTERBRAND, si possono prendere in considerazione altre caratteristiche del segno da valutare; ad esempio la società americana TLA (Trademark Licensing Associates) è arrivata a considerare fino a 20 indici.

Ai vari indici deve essere assegnato un “peso” che può variare da valori negativi a 25, sulla base di studi statistici), come da tabella che segue,:

Strength factor Maximum score

Leadership	25
Stability	15
Market	10
Geography	25
Trend	10
Support	10
Protection	5
Totale	100

I moltiplicatori che si ottengono, abbastanza stabili all’interno dei diversi settori, possono essere applicati a basi di riferimento che INTERBRAND individua sia su benefici o fatturati passati, sia su dati preventivi del tasso di crescita, attualizzati; per gli uni e gli altri, si è soliti considerare un periodo di tre anni, per i quali calcolare un valore medio di applicazione dei parametri.

Il valore del moltiplicatore è, secondo INTERBRAND, direttamente proporzionale alla forza del marchio, mentre la scelta della base di calcolo è dettata dai motivi per cui viene effettuata la valutazione.

Per una cessione, ad esempio, la valutazione dovrà essere alta; si terrà quindi conto delle eventuali forti potenzialità del marchio.

In caso di iscrizione in bilancio, invece, i principi contabili imporranno una valutazione su dati consuntivi, di costo, e quindi ridotti, del marchio in esame.

Il valore più corretto è quello al quale si perviene facendo una media fra le soluzioni possibili.

Il metodo INTERBRAND, per quanto valido, trova forse un limite nel fatto che ad uno scarto di un punto del moltiplicatore può corrispondere, nel caso di aziende con alti fatturati, un'ampia variazione del valore del marchio. Ciò impone un'analisi estremamente attenta dei dati, talvolta difficili da interpretare e quantificare, per un "Brand strength score" che rispecchi in modo attendibile la forza del segno.

vii. PERCENTUALE DELLE ROYALTIES

Il metodo di valutazione più frequentemente utilizzato nella stima dei beni immateriali presuppone che, in via di principio, il valore dell'immateriale possa essere determinato in misura pari alle royalties che un'impresa terza sarebbe disposta a pagare per ottenere l'uso esclusivo dello stesso.

Il valore dei beni immateriali, pertanto, è determinato facendo riferimento a specifici parametri, quali il fatturato connesso alla vendita di prodotti che incorporano in diritto oggetto di valutazione, ai quali si applica il tasso di royalty determinato sulla base dell'analisi di casi analoghi ed omogenei o, qualora vi siano, sulla base di contratti di licenza in essere e relativi agli stessi diritti.

Le royalties sui contratti di licenza sono, nella grande maggioranza dei casi, calcolate come percentuale del fatturato legato al prodotto licenziato o recante il diritto licenziato, a volte impiegando un sistema di aliquote decrescenti per scaglioni progressivi di fatturato.

5.4 IMPATTO DELLA PROCEDURA DI LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE SULLA VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI.

Prima di procedere all'esame del perimetro della valutazione con l'individuazione dei beni oggetto della stima gli scriventi ritengono opportuna una disamina degli impatti delle procedure concorsuali sulla valutazione degli immateriali.

L'impatto appare diverso a seconda che la procedura disponga la continuazione dell'attività dell'impresa o l'attività dell'impresa sia completamente cessata. Questo aspetto impatta anche sulla scelta dell'approccio di valutazione, nel primo caso infatti l'uso degli immateriali aziendali è senza soluzione di continuità se pure eventualmente con volumi di fatturato ridotti, nel secondo caso si assiste invece ad una completa interruzione nell'uso del bene che impatta inevitabilmente sul suo valore.

Nel caso che ci occupa non è stato autorizzato l'esercizio provvisorio dell'azienda

La valutazione degli immateriali della Società deve pertanto essere effettuata in una logica liquidatoria ovvero diretta ad identificare il valore di realizzo dei beni.

Nel caso in esame la valutazione verterà sui marchi e non sugli altri diritti di proprietà intellettuale rientranti nel compendio aziendale che costituiscono comunque un elemento da tenere in considerazione ai fini della valutazione.

Le considerazioni pertanto riguarderanno principalmente questo bene immateriale che in quanto collegato direttamente all'immagine aziendale è quello che può avere connessione e interessi più significativi con l'andamento aziendale.

I marchi nascono e prosperano all'interno di aziende tipicamente sane, con un flusso osmotico in cui i marchi e l'azienda che li ospita crescono insieme, rafforzando sinergicamente il reciproco valore. In una situazione di insolvenza il ruolo dei marchi è ambivalente e per certi versi contraddittorio: da un lato i marchi, insieme alle altre risorse intangibili, rappresentano un elemento prezioso e tendenzialmente imprescindibile per la creazione di valore, anche attraverso flussi di cassa incrementali e differenziali. D'altro canto, i marchi sono dotati di un autonomo valore collaterale tipicamente modesto,

soprattutto in fase di start up, quando ancora non hanno sviluppato adeguatamente le proprie potenzialità, ovvero in un contesto di crisi, soffrendo il contagio di un'azienda ormai malata. E i marchi, come gli altri intangibili, sono una tipica fonte di asimmetria informativa, soffrendo di un'ontologica sottovalutazione contabile e assumendo un valore di incerta determinazione, soprattutto da parte di fonti esterne.

Quando un'azienda entra in uno stato di crisi, più o meno reversibile, i marchi in essa ricompresi subiscono un inevitabile contagio. Possono talora emergere divergenze tra il valore del marchio e quello dell'azienda di appartenenza, espresse dall'ossimoro "marchio forte- azienda debole" o da altre combinazioni, il cui carattere contraddittorio tipicamente porta a convergenze nel medio termine: o il marchio risuscita l'azienda, anche grazie a strategie di rebranding, o rischia di essere contagiato dal deprezzamento di quest'ultima.

Dal punto di vista del valutatore diventa imprescindibile dare un "peso" all'inevitabile contagio e deprezzamento conseguente alla liquidazione giudiziale, tanto più pesante quanto più lungo è il tempo dalla cessazione dell'attività d'impresa.

Partendo pertanto dai criteri sopra illustrati adatti ad un'azienda in bonis si dovrà operare un "aggiustamento" dei valori conseguenti all'applicazione di uno o più dei metodi di valutazione illustrati con un abbattimento del valore risultante.

La determinazione della misura dipende da molteplici fattori: cessazione dell'uso dei marchi, possibilità di rinegoziare i contratti di distribuzione, situazione del mercato di riferimento etc..

6. VALUTAZIONE DEI DIRITTI DI PROPRIETÀ INDUSTRIALE DI [REDACTED]

6.1. FASE 1: PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

La perizia riguarda la determinazione del valore dei diritti di marchio di [REDACTED] ai fini della loro liquidazione.

E' necessario quindi in primo luogo determinare l'oggetto delle operazioni peritali.

6.1.1. MARCHI DI [REDACTED]

Dall'esame della banche dati emergono in capo alla Società i seguenti marchi attivi:

1. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. **302020000076282**, depositato il 15 settembre 2020 e registrato il 17 febbraio 2021, per i seguenti prodotti e servizi appartenenti alla Classificazione di Nizza: **classe 16** "pennelli; caratteri tipografici; carta e cartone; fotografie; macchine da scrivere e articoli per ufficio (esclusi i mobili); materiale per artisti; materie plastiche per l'imballaggio; stampati; adesivi (materie collanti) per la cartoleria o per uso domestico; articoli per legatoria; cartoleria; cliché; libri e fumetti; materiale per l'istruzione o l'insegnamento (tranne gli apparecchi)"; **classe 28** "accessori per giochi; figurine e giochi da tavolo; giochi e giocattoli che incorporano funzioni di telecomunicazione"; **classe 38** "telecomunicazioni"; **classe 41** "educazione"; **classe 42** "progettazione e sviluppo di computer e di programmi per computer; servizi di analisi e di ricerche industriali; servizi scientifici e tecnologici e servizi di ricerca e progettazione ad essi relativi";
2. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. **302022000094615**, depositato il 20 giugno 2022 e registrato il 13 gennaio 2023, per i seguenti prodotti e servizi appartenenti alla Classificazione di Nizza: **classe 09** "fumetti e novelle scaricabili online"; **classe 16** "fumetti a strisce, novelle su materiale stampato o su giornali, per giornali, non scaricabili online"; **classe 41** "fornitura di fumetti e novelle non scaricabili online";
3. il marchio italiano denominativo "[REDACTED]" n. **302022000103072**, depositato il 14 luglio 2022 e registrato il 22 maggio 2023, per i seguenti prodotti e servizi appartenenti alla Classificazione di Nizza: **classe 09** "fumetti e novelle scaricabili online"; **classe 16**

“fumetti a strisce, novelle su materiale stampato o su giornali, per giornali, non scaricabili online”; **classe 35** “vendita all'ingrosso, al dettaglio e/o online di fumetti e novelle”; **classe 41** “fornitura di fumetti e novelle non scaricabili online”.

Si allegano **sub B** copie dei suddetti marchi così come estratte dalla banca ufficiale on-line dell'UIBM.

6.1.2. MARCHI DI FATTO

Sulla base delle informazioni reperite, la [REDACTED] ha iniziato la propria attività nel 2000 come casa editrice digitale utilizzando il marchio di fatto in cui appare già la parola [REDACTED], sia come denominazione sociale e nome a dominio [REDACTED].com registrato il 29.5.2000 (in allegato **sub C** l'estratto Whois). Dalla visura storica allegata **sub D**, risulta l'iscrizione al Registro Imprese con la denominazione [REDACTED] dal 7.12.2006 con oggetto principale la fornitura di servizi di editoria tradizionali e multimediali.

6.2. FASE 2: VERIFICA DI VALIDITÀ DEI DIRITTI DI IP OGGETTO DI VALUTAZIONE

Una volta identificati i beni oggetto di valutazione, trattandosi di immateriali è necessario valutarne la validità alla data di riferimento della valutazione.

6.2.1. I MARCHI : VERIFICA DELLA VALIDITÀ

- **Marchio [REDACTED] denominativo**

Il marchio denominativo [REDACTED] è stato oggetto di primo deposito in Italia dopo circa 10 anni, il 28.7.2010 e registrato il 24.02.2011 nelle classi 16, 38, 41, 42. Una volta giunto a scadenza il primo decennio il 28.7.2020 non risulta sia stato rinnovato, neppure nei successivi 6 mesi di mora previsti dalla legge (con scadenza 28 dicembre 2020), per motivi che non abbiamo potuto appurare. Risulta, invece, un nuovo deposito per il medesimo marchio denominativo nelle classi 16, 28, 38, 41, 42 effettuato a settembre 2020.

Vi è da notare che il deposito del marchio in versione denominativa ha permesso di ottenere la tutela più ampia della parola [REDACTED], potendo la stessa essere utilizzata in

qualsiasi dimensione, colore e carattere di stampa, sia da sola sia unitamente ad altri elementi.

Il marchio "██████████" risulta utilizzato in maniera costante dalla Società ██████████ in relazione a servizi di editoria rientranti in classe 41 e per pubblicazioni di stampati e di fumetti sia cartacei che digitali, appartenenti alla classe 16. Non sono state fornite né rintracciate prove d'uso del marchio in relazione agli altri prodotti e servizi oggetto di registrazione. E' possibile mantenere la validità della registrazione e non renderla vulnerabile ad azioni di decadenza per mancato uso per tutte le classi a condizione che il marchio formi oggetto di uso effettivo anche per i servizi e/o prodotti per i quali al momento non è utilizzato entro il 17 febbraio 2026.

- ██████████ denominativo

Per quanto riguarda il marchio "██████████", essendo giunto a registrazione nel 2023, non è ancora soggetto all'obbligo di utilizzo. Non si è rintracciato alcun uso attuale del marchio. Neppure dai documenti contabili risulta fatturato riferibile direttamente e chiaramente a detto marchio.

- ██████████ denominativo

Con riferimento, infine, al marchio "██████████", dalle informazioni fornite dal Curatore, la relativa titolarità in capo a ██████████ potrebbe essere oggetto di contestazione legale.

Al momento risulta in corso tra le parti una causa di opposizione al decreto ingiuntivo n. 13485/23 - RG n. 30064/23, emesso il 18.8.2023 – causa pendente, tra ██████████ (opponente) e ██████████, in arte Sio (opposto), avanti il Tribunale di Milano, Sez. Specializzata Impresa, R.G. n. 36180/2023, G.I. d.ssa Chieffo –.

Ai sensi dell'art. 143, comma 3, CCII, la causa è da ritenersi interrotta a seguito della apertura della liquidazione giudiziale.

La causa riguarda dei presunti crediti vantati da parte del Sig. ██████████ (di seguito Sio) nei confronti di ██████████ sulla base dei contratti di edizione sottoscritti tra le parti, per mancati compensi per le pubblicazioni e a titolo di diritto d'autore.

Da quanto risulta dai contratti di edizione visionati e dalla relazione dello Studio Legale BIPART di Milano (che assiste ██████████), risultano stipulati negli anni almeno due

contratti di edizione tra Sio, quale autore, e [REDACTED], quale casa editrice, per regolamentare i loro rapporti.

Rilevano, in particolare, il cd. *"Primo Contratto"*, del 1.12.2007, che disciplinava tutta la produzione artistica di Sio, e una serie di ulteriori, successivi, specifici contratti, ad oggetto singole pubblicazioni, tra cui il c.d. *"Secondo Contratto"*, in data 1.1.2015 ad oggetto la serie (rivista trimestrale) *"[REDACTED]"*.

Il ricorso per decreto ingiuntivo depositato da Sio si fonda su e richiama solo il *"Primo Contratto"* e il *"Secondo Contratto"*. Sono citati negli atti altri contratti rilevanti per la controversia di cui non è stata fornita copia.

A seguito di ricorso del 10.8.2023 (R.G. n. 30064/2023), Sio ha ottenuto dal Tribunale di Milano la emissione del decreto ingiuntivo n. 13485/23 nei confronti di [REDACTED] per complessivi euro 206.766,09 (oltre interessi e spese della procedura di ingiunzione).

[REDACTED], con atto di citazione del 9.10.2023, ha proposto opposizione al decreto ingiuntivo, contestando la fondatezza della pretesa creditoria e chiedendo la revoca del decreto, per essere il credito in esso portato insussistente, non liquido, e mancante di prova (scritta) e, comunque, anche e per parte prescritto, deducendo che i contratti di edizione del 1.12.2007 e del 1.1.2015, entrambi in essere, insieme agli ulteriori contratti tra le parti, sono la fonte che disciplina i rapporti tra le stesse e che non è [REDACTED] ma Sio ad essere inadempiente a detti contratti, onde la proposizione di domanda riconvenzionale.

In via riconvenzionale, [REDACTED] ha dedotto la violazione da parte di Sio della esclusiva di cui al *"Primo contratto"* di edizione, che costituisce inadempimento contrattuale, e la violazione del *"Secondo Contratto"*, per avere Sio cessato la prestazione della propria opera per la pubblicazione della rivista *"[REDACTED]"* (pur vigente il contratto, che scade solo nel 2025) e, per l'effetto, ha chiesto il risarcimento dei relativi danni.

Come analizzato dallo studio legale BIPART, Con il *"Primo Contratto"*, [REDACTED] ha accettato *"di concedere in modo esclusivo, per tutta la durata del contratto, tutta la propria produzione artistico-letteraria ed i relativi diritti a [REDACTED], affinché questo la editi, la produca, la pubblicizzi e la distribuisca ..."* (artt. 3 e 6), impegnandosi *"a garantire il pacifico godimento dei diritti ceduti per tutta la durata del contratto"* (art. 6.4).

In ragione dell'esclusiva concessa contrattualmente a [REDACTED], la pubblicazione con altro editore è consentita solo *"consensualmente"*, solo in caso di *"opera rifiutata"* da [REDACTED] ed a determinate condizioni (come da art. 3.1.2), ed è espressamente previsto l'impegno dell'"Autore" *"a non pubblicare con altre case editrici, né in proprio, né in collaborazione con altri, né sotto pseudonimi, fumetti in volume, su supporto magnetico, su rete internet o anche in dispense, prodotti entro la data di scadenza dell'... accordo"* (art. 8).

Per la violazione dell'esclusiva è riconosciuto a [REDACTED] il diritto ad una penale (art. 9).

La durata del *"Primo Contratto"* è stata fissata in anni cinque, con tacito rinnovo *"in mancanza di disdetta scritta da far pervenire alla controparte almeno 6 (sei) mesi prima della scadenza"* (art. 5).

Il contratto, rinnovatosi alle successive scadenze avrà prossima scadenza al 30.11.2026: benché [REDACTED] abbia, infatti, inviato disdetta per la scadenza del 30.11.2022, questa è da ritenersi priva di effetti, in quanto sembra pervenuta a [REDACTED] oltre il termine dei 6 mesi prima della scadenza fissato in contratto e, quindi, tardivamente.

In violazione degli impegni di esclusiva assunti con il *"Primo Contratto"*, [REDACTED] sembra che abbia pubblicato numerose opere, comportando un danno quantificato dallo Studio legale BIPART in euro 1.485.000,00.

Sio si è costituito sostenendo che non vi sarebbe stata alcuna violazione del *"Primo Contratto"* in quanto lo stesso si sarebbe risolto per comportamenti concludenti e/o comunque, per inadempimento di [REDACTED], che [REDACTED] avrebbe in ogni caso (conosciuto e) consentito le pubblicazioni con altri editori e non vi sarebbero gli estremi per l'applicazione di penali.

Secondo l'analisi effettuata dallo Studio BIPART, le eccezioni di Sio appaiono pretestuose e sostanzialmente infondate.

Inoltre, i comportamenti di Sio lascerebbero spazio anche ad ulteriori iniziative (anche per concorrenza sleale) nei confronti della casa editrice [REDACTED] e, anche nei confronti di Sio, in quanto i due contratti dell' 1.12.2007 e 1.1.2015 sono in essere, e che, ex art. 188 CCII *"Gli effetti dell'apertura della liquidazione giudiziale nei confronti dell'editore sul contratto di edizione sono regolati dalla legge speciale"*, vale a dire dalla legge sul diritto

d'autore (l. n. 633/1941) che, all'art. 135, recita: *"Il fallimento dell'editore non determina la risoluzione del contratto di edizione.*

Il contratto di edizione è tuttavia risolto se il curatore, entro un anno dalla dichiarazione del fallimento, non continua l'esercizio dell'azienda editoriale o non la cede ad un altro editore nelle condizioni indicate nell'art. 132 ...".

Come si legge nella relazione dello Studio legale BIPART del 7.10.2024, con riferimento alla contestazione per concorrenza sleale, era già stata contestata a [REDACTED] tale fattispecie (oltre alla violazione del marchio registrato, di titolarità di [REDACTED]). I legali di controparte avevano rigettato le contestazioni, sostenendo che "[REDACTED]" fosse dell'autore e che il marchio fosse stato registrato senza consenso; ne era seguito uno scambio di corrispondenza e si era deciso di non perseguire con una causa contro [REDACTED] perché il fondamento di tale pretesa presuppone la validità dei contratti a monte tra [REDACTED] e Sio, oggetto della causa pendente, e sulla considerazione che ragionevolmente il giudice avrebbe subordinato l'esame di tale doglianza all'esito della causa sui presupposti fondanti.

Infine, sembra siano stati effettuati diversi tentativi di raggiungere un accordo tra le parti, sia prima della instaurazione del giudizio, che pendente lo stesso e su invito anche del G.I. dopo la prima udienza del 16.4.2024, purtroppo senza successo.

Con riferimento in particolare alla contestazione della registrazione del marchio da parte di [REDACTED] senza il consenso di Sio, risulta incerta e non acclarata:

- nel Primo Contratto, infatti, risulta che Sio ha accettato *"di concedere in modo esclusivo, per tutta la durata del contratto, tutta la propria produzione artistico-letteraria ed i relativi diritti a [REDACTED], affinché questo la editi, la produca, la pubblicizzi e la distribuisca ..."*, impegnandosi *"a garantire il pacifico godimento dei diritti ceduti per tutta la durata del contratto"*.
- nel Secondo Contratto, invece, Sio dichiara di *"...essere l'autore ed unico titolare di ogni e qualsiasi diritto esclusivo di sfruttamento economico della serie di pubblicazioni dal titolo "[REDACTED]" (di seguito indicata come "La Serie") e di averne la libera disponibilità"*; e si conviene che *"I diritti intellettuali e di proprietà dei personaggi rimangono dell'autore e non sono in alcun modo ceduti all'Editore. La cessione del complesso dei diritti occorrenti alla pubblicazione di cui al punto precedente riguarda soltanto le opere utilizzate per la pubblicazione delle stesse."*

Alla luce di quanto sopra esposto, dunque, allo stato attuale non è possibile fornire un parere definitivo sulla legittima e pacifica titolarità del marchio [REDACTED] in capo a [REDACTED], dovendo conoscere le determinazioni del Tribunale di Milano riguardo alla validità dei contratti di edizione tra le parti.

Pertanto, il Collegio di periti ha ritenuto opportuno e prudente escludere il marchio "[REDACTED]" dalla presente valutazione.

Pertanto, tenendo in considerazione tutto quanto precede, il Collegio ha ritenuto di prendere in considerazione per una possibile valorizzazione economica unicamente il marchio [REDACTED] che corrisponde altresì al nome della casa editrice sin dalla sua costituzione e dei nomi a dominio e siti internet ([www.\[REDACTED\].com/scottecs](http://www.[REDACTED].com/scottecs), [http://scottecs.\[REDACTED\].com](http://scottecs.[REDACTED].com) [http://scottecs.\[REDACTED\]-store.com](http://scottecs.[REDACTED]-store.com)) riferibili alla casa editrice, nei quali venivano pubblicati e offerti in vendita le diverse pubblicazioni (estratti Whois allegati sub C come sopra).

7. SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Coerentemente con le finalità attribuite alla stima, la valutazione deve essere volta all'accertamento, nei termini più oggettivi possibili, del valore attribuibile al bene oggetto di valutazione, considerato anche lo stato di liquidazione giudiziale in cui si trova la società e quindi tenendo in considerazione la cessazione dell'attività.

Tra i metodi di valutazione elencati ed esposti, considerati anche i dati e le informazioni date a disposizione si ritiene di utilizzare il metodo del tasso di *royalty*.

La decisione di adottare tale metodologia dipende dalla circostanza che il metodo in questione è quello ritenuto maggiormente appropriato per la valutazione di un marchio aziendale: il valore di un bene immateriale, per concorde dottrina, è, infatti, rappresentato dal valore attuale dei flussi che si prevede si possano da esso ritrarre nel periodo di durata economica del bene. Inoltre, nel caso di specie, nella scelta del metodo di valutazione ha influito il fatto che non vi fossero dati di mercato così strettamente comparabili al marchio ████████, che permettessero una stima autonoma di tale marchio basata esclusivamente sugli indicatori empirici.

Il metodo economico-reddituale è stato applicato nella versione nota come metodo del *market royalty rate*. Tale criterio basa il calcolo del contributo economico del marchio alla redditività gestionale e si estrinseca in una stima, necessariamente forfettizzata, delle *royalty* che, si ipotizza, potrebbero ragionevolmente essere ritratte dalla concessione in licenza del marchio sul mercato a un soggetto terzo, indipendente e disponibile ad effettuare l'operazione economica.

La cessione in licenza d'uso di marchi rappresenta, come noto, un contratto atipico piuttosto frequente in taluni settori, tra i quali quello oggetto di analisi. Nella maggior parte dei casi il contratto prevede la concessione in uso dei marchi dietro il pagamento di *royalty* commisurate a specifici parametri (generalmente il fatturato) per un numero determinato di anni.

La scelta metodologica adottata nel caso di specie, dunque, è da ricondursi in via principale al fatto che il metodo in questione si basa su valori misurabili (il fatturato) e risponde ad un ragionamento semplice e facilmente comprensibile.

7.1. QUANTIFICAZIONE DEI PARAMETRI UTILIZZATI

7.1.1. REDDITI ATTESI FUTURI

Storicamente, la società ha realizzato i seguenti fatturati, che si riportano nella tabella sottostante:

	30/09/2023(*)	2022(**)	2021	2020	2019	2018
Fatturato	432.726	1.393.853	1.527.004	891.223	1.014.180	794.264

(*) Ultimo dato disponibile, desunto da una situazione contabile infrannuale

(**) Dato desunto da una situazione contabile, non risulta depositato il relativo bilancio di esercizio al competente Registro Imprese

In considerazione di quanto precedentemente esposto, gli anni 2021 e 2022 rappresentano quelli in cui l'attività della società può essere considerata a pieno regime, prima dell'entrata nello stato di crisi. Sulla base di questa informazione sono stati stimati i possibili fatturati attesi futuri che possono derivare dallo sfruttamento del marchio, sui quali applicare il tasso di *royalty*.

Il dato storico evidenzia una certa stabilità del livello di fatturato, eccetto la flessione registrata nell'anno 2020 a causa dello scoppio della pandemia Covid-19, legati soprattutto ai contratti di edizione conclusi con Sio, con il marchio [REDACTED].

Dai colloqui intercorsi con la società e il Curatore, il fatturato Italia ha rappresentato storicamente circa il 67% delle vendite complessive, mentre la restante parte è stato effettuato all'Estero in vari paesi. Al fine di determinare i redditi attesi futuri non è stato possibile tenere in considerazione il fatturato reso all'estero in quanto il marchio oggetto di valutazione non risulta registrato. Altresì, è stato tenuto in considerazione un reddito atteso futuro escludendo il dato storico effettuato relativo al marchio [REDACTED], in considerazione della contestazione legale in corso e della difficile possibilità che i contratti di edizione allora in essere possano generare ricavi futuri, come meglio delineato al paragrafo 6.2.1.

Pertanto, il fatturato atteso alla base del modello di stima si ritiene possa essere quello storicamente sviluppato a marchio [REDACTED] per gli altri volumi, escludendo [REDACTED], pari ad euro 750.000 annui.

In assenza di ulteriori contratti di edizione non è stato ritenuto possibile ragionare su maggiori ricavi realizzabili.

7.1.2. TASSO DI ROYALTY

La fase più delicata della quantificazione consiste nella scelta del tasso di royalty più idoneo alla stima del bene immateriale considerato. Spesso il tasso viene scelto in un range di valori espressi dal mercato, considerando altresì prevedibile il tasso di crescita dei ricavi, ovvero il potenziale di espansione, e i rischi associabili all'investimento.

I Periti al fine di individuare il tasso di royalty hanno fatto riferimento ai dati di settore non essendo disponibili contratti di licenza attivi relativi al marchio *target*.

I Periti per l'individuazione del tasso di royalty hanno effettuato un'analisi sui tassi impiegati nel settore di riferimento utilizzando la banca dati MARKABLES (<https://www.markables.net/>), attraverso l'impiego delle seguenti chiavi di ricerca: "Classification of product": Online publishing.

Qui di seguito, si riportano nelle tabelle rispettivamente le società utilizzate per il confronto e i tassi di *royalty* relativi.

Name	Year	Country	Size of business (revenues in USD)	I quartile	Mediana	III quartile
[REDACTED]	2012	United Kindgom	n.d.	2,50%	3,75%	5,00%
[REDACTED]	2022	Italy	USD 23 million	5,00%	7,50%	10,00%
[REDACTED]	2021	Italy	USD 84 million	2,50%	3,75%	5,00%
[REDACTED]	2021	Ireland	USD 13 million	0,00%	1,25%	2,50%
[REDACTED]	2013	Australia	USD 26 million	2,50%	3,75%	5,00%
[REDACTED]	2014	Canada	USD 362 million	2,50%	3,75%	5,00%
[REDACTED]	2012	United States	USD 5 million	2,50%	3,75%	5,00%

In base ai dati analizzati, è emerso che i valori della mediana dei tassi di royalty applicati con maggiore frequenza nel mercato di riferimento del settore preso in considerazione si collocano tra il 2,50% per il quartile inferiore e il 5% per il quartile superiore, con un valore medio pari al 3,9%.

Tali tassi di royalty sono c.d. “royalty nette”, ossia sono già espresse al netto delle spese relative allo sviluppo, al mantenimento, alla promozione o alla tutela legale del marchio in oggetto.

Considerato che i marchi della Società non sono diffusi all'estero, e registrano la maggior parte del loro fatturato in Italia, e in considerazione della rischiosità insita nell'investimento e degli ulteriori costi che si dovrebbero sostenere sul mercato per il marchio oggetto di valutazione, e per la procedura liquidatoria, si ritiene opportuno fare prudenzialmente riferimento ai valori del quartile inferiore, **pari al 2,50%**. Ciò anche in considerazione di quanto indicato al paragrafo 5.4 al fine anche di ricomprendere implicitamente un “aggiustamento” dei valori risultanti, rispetto alla valutazione di un *asset* relativo ad un'azienda *in bonis* e di tenere in considerazione una analisi prudenziale e conservativa del valore.

7.1.3. TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Il tasso di attualizzazione rappresenta il compenso finanziario riconosciuto ad un'ipotetica controparte sia per il solo trascorrere del tempo, sia per il rischio misurabile legato ad investimenti finanziari simili a lungo termine. L'aspetto non misurabile, legato ai fattori di rischio d'impresa specifico dell'azienda oggetto di valutazione, è stato considerato implicitamente nella valutazione prudenziale dei flussi reddituali attesi per gli esercizi futuri.

Come sostenuto dalle posizioni dottrinali, si è proceduto alla quantificazione del tasso di attualizzazione in base ai seguenti fattori:

- il tasso *free – risk* la cui misura coglie la sola collocazione in un tempo futuro dei flussi attesi;
- il premio per il rischio, la cui quantificazione misura la maggiore rischiosità dell'investimento legato all'esercizio di un'impresa operante in uno specifico settore.

Ai fini di una corretta quantificazione del tasso, è necessario effettuare un'analisi di coerenza con i flussi utilizzati e laddove il tasso è applicato a flussi di natura operativa, ovvero destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso di tutti i fornitori di capitale di prestito (tipicamente prestiti bancari), ai quali non sono stati sottratti ancora gli oneri finanziari e gli oneri fiscali, la sua quantificazione dovrà tenerne conto. Il tasso che consente

questa configurazione sia del capitale di debito che del capitale di rischio viene definito costo medio ponderato del capitale o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

La formula del WACC è la seguente:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + K_d \times (1 - t_c) \times \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio;

$E/(D+E)$ = percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);

K_d = costo del capitale di debito prima delle imposte;

t_c = aliquota d'imposta ("scudo fiscale");

$D/(D+E)$ = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Il **costo del capitale proprio** (K_e) rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda e che viene calcolato in base al *Capital Asset Pricing Model*, la cui formula è la seguente:

$$K_e = R_f \times \beta(R_m - R_f) + ARP$$

dove:

K_e = costo del capitale proprio;

R_f = tasso privo di rischio (*risk free rate*), pari al rendimento offerto nel medio - lungo termine da investimenti quali i titoli di stato;

β = coefficiente "beta" espressivo del rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto al mercato finanziario in generale;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio azionario, ovvero il rendimento addizionale richiesto da un investitore avverso al rischio rispetto al rendimento delle attività prive

di rischio; esso è pari alla differenza tra il rendimento medio del mercato azionario e il tasso privo di rischio;

ARP

= *Additional Risk premium*, ovvero il rendimento addizionale richiesto dall'investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate, che comportano una minore liquidabilità dell'investimento, o che sopportano particolari situazioni, come una limitata diversificazione del rischio in termini di clientela servita o varietà della gamma di prodotti offerti.

Il **costo del debito finanziario** (K_d) è il tasso d'interesse al quale si ipotizza l'azienda dovrebbe sostenere per finanziarsi sul mercato dei capitali di prestito. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi del mercato interbancario maggiorati di uno *spread* per riflettere il merito creditizio della società. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

Di seguito saranno descritti i valori dei singoli elementi componenti il WACC.

Costo del Capitale Proprio

Tasso d'interesse senza rischio

Per la determinazione del tasso free risk occorre fare riferimento a rendimenti finanziari con grado di rischio trascurabile. Il riferimento che viene generalmente fatto nella prassi è al rendimento dei titoli di stato a medio/lungo termine. Alternativamente può essere utilizzato il rendimento di un titolo di stato estero considerato privo di rischio dalle società di rating e a questo valore applicare un *country risk premium*. Stante la situazione attuale in cui non sussistono condizioni particolare sul costo del debito sovrano italiano, si ritiene che il riferimento al rendimento di un BTP decennale possa dirsi una scelta adeguata e comunque, ad oggi, giustificabile. Tale rendimento è pari allo 3,50% (Fonte: *TradingEconomics*).

Premio per il rischio di mercato

Al fine del calcolo del rendimento di mercato occorre identificare il differenziale fra l'andamento del mercato azionario e quello dei titoli privi di rischio ($R_m - R_f$). Nella

presente valutazione come tasso di ERP viene scelto prudentemente il tasso del 7,8% (Fonte: prof. Aswalth Damodaran).

Beta

Il fattore Beta può essere definito come il legame tra il rendimento del singolo titolo con quello del mercato azionario nel suo complesso, la cui quantificazione può risultare complessa in quanto le dimensioni ridotte della Società oggetto di valutazione implicano una quantificazione del rischio che può discostarsi anche significativamente dalle misurazioni effettuate con strumenti finanziari calcolati sugli andamenti dei corsi azionari di società quotate. Ciò non toglie, tuttavia, che le esigenze di oggettività e, soprattutto, di documentabilità dei dati utilizzati impongano l'impiego di criteri di misurazione che se, da un lato, presentano un grado inferiore di razionalità, dall'altro hanno il pregio della misurabilità e della neutralità.

La formula che permette di calcolare il premio per il rischio è la seguente:

$$\text{Risk Premium} = \text{Market risk premium} \times \text{Beta Levered}$$

Per la determinazione del Beta è stato utilizzato il coefficiente del settore di riferimento, che considerato l'utilizzo del materiale ceramico come materiali per costruzione, è stato identificato il settore "Publishing".

Il valore del *Beta unlevered* del settore di riferimento "Publishing" nella banca dati utilizzata ⁽¹⁾ risulta essere pari a 0,518.

Successivamente, attraverso la formula di Hamada ⁽²⁾, il beta determinato per società prive di rischio viene corretto in base alla rischiosità dell'azienda target determinata in funzione del suo grado di indebitamento. Maggiore è l'indebitamento finanziario dell'azienda oggetto di valutazione, maggiore è la sua rischiosità.

Dal Beta "*unlevered*" del campione, pertanto, si sarebbe dovuto calcolare il Beta "*levered*" in base al grado d'indebitamento della società oggetto di valutazione. Nel caso in esame il rapporto d'indebitamento considerato è pari a zero, ovvero è stata considerata una

¹ Cfr. A. DAMODARAN, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>; *Beta Europe, Date Update 05-gen-24; Unlevered Beta; Industry name: Publishing.*

² La formula di Hamada prevede $\beta_f = \beta_o + \beta_o (1 - t) \times D/C$, dove β_f è il Beta di un'azienda con un dato leverage D/C, β_o è il Beta di un'azienda non indebitata (beta operativo), t rappresenta l'aliquota fiscale (imposte dirette) e D/C è il rapporto debiti capitale proprio

struttura del capitale *full equity* in considerazione del fatto che oggetto di valutazione non è l'intera azienda, ma solamente un *asset* della stessa, come meglio evidenziato nel prosieguo.

Pertanto, sulla base delle considerazioni svolte, il fattore Beta applicato è pari al Beta "*unlevered*".

Premio per aziende a bassa capitalizzazione

Il premio per aziende a bassa capitalizzazione (*ARP*) o "*small size premium*" riflette le aspettative di investitori in piccole e medie imprese, che risultano più elevate in termini di rischio e rendita. Tale rettifica ricomprende il premio per il rischio di liquidità derivante dalla ridotta dimensione e capitalizzazione rispetto ad un campione di aziende di maggiori dimensioni e quotate in borsa.

In considerazione anche della particolare analisi e della situazione aziendale, nella presente valutazione, considerati questi fattori di rischio, il Perito ritiene corretto e prudente posizionarsi su un valore pari al 5%.

Struttura finanziaria considerata per il calcolo del WACC

Al fine della determinazione del tasso WACC è necessario determinare la struttura finanziaria dell'investimento oggetto di valutazione. Si tratta in altre parole di stabilire il rapporto fra fonti di finanziamento a titolo di capitale di rischio (*Equity*) e fonti di finanziamento a titolo di capitale di prestito (Debito). In genere la prassi corrente prevede l'utilizzo della struttura finanziaria attuale della società oggetto di valutazione o, in alternativa, della struttura finanziaria media del settore di appartenenza, o, infine, della struttura finanziaria obiettivo che la società oggetto di valutazione stima di raggiungere al termine dell'orizzonte di piano.

Nel caso di specie si è deciso prudenzialmente di utilizzare una struttura finanziaria composta integralmente di capitale di rischio, ossia senza l'utilizzo di debito. Questa soluzione è giustificata dal fatto che oggetto di valutazione non è l'intera azienda, ma solamente un *asset* della stessa.

Per questo motivo si è optato per utilizzare una struttura finanziaria priva di debito che, annullando l'effetto del costo del capitale di prestito, in genere assai inferiore al costo del

capitale di rischio, finisce per massimizzare il valore del WACC e di conseguenza per minimizzare, in via prudenziale, il valore del bene oggetto di valutazione.

Sulla base dei parametri elencati in precedenza, si è ottenuto un **tasso di attualizzazione pari al 12,54%** come dettagliato nella tabella seguente.

WACC	Importo	Descrizione
		Titolo di stato a 10 anni -
Risk free (rf)	3,50%	TradingEconomics
ERP (Rm-rf)	7,80%	Damodaran
Beta unlevered (β_u)	0,52	Damodaran - β settore <i>Publishing</i>
Size premium	5,00%	Market consensus
Cost of Equity (Ke)	12,54%	
% Equity	100,00%	
% Debt	0,00%	
WACC	12,54%	

Orizzonte temporale considerato

L'orizzonte temporale considerato entro il quale è stato svolto il processo di valutazione è stato quantificato in **cinque anni**. Benché il marchio sia un *intangibile* che per sua natura ha un orizzonte temporale lungo, si è ritenuto contenere questo parametro di valutazione in coerenza con l'approccio di complessiva prudenza mantenuto in tutte le valutazioni operate e in relazione allo stato liquidatorio in cui si trova la società.

8. DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL MARCHIO "██████████"

Passando a questo punto alla valutazione complessiva del marchio "██████████" alla data del 31 dicembre 2024 si espone, di seguito, la tabella di calcolo in cui vengono considerate le *royalty* nette e l'attualizzazione dei valori così come collocati nel tempo.

	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Totale
Vendite marchio ██████████	750.000	750.000	750.000	750.000	750.000	
Fee % su marchio ██████████	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Royalty nette	18.750	18.750	18.750	18.750	18.750	
Imposte operative	(5.231)	(5.231)	(5.231)	(5.231)	(5.231)	
Aliquote di imposta	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%	
Royalty netta	13.519	13.519	13.519	13.519	13.519	
Wacc	12,54%					
Periodo attualizzazione	1,13	1,27	1,43	1,60	1,81	
VA flussi	12.012	10.674	9.484	8.427	7.488	48.085

9. CONCLUSIONI

Il risultato della valutazione dovrebbe essere il più possibile indipendente dalla metodologia di valutazione utilizzata. Tuttavia, nella pratica professionale, è assolutamente normale arrivare a stimare i medesimi beni immateriali con valori differenti imposti dalla metodologia utilizzata o dalle stime dei parametri

Purtroppo, nella fattispecie non si dispone di dati sufficienti per applicare un metodo di controllo.

Lo scrivente collegio peritale ha ricevuto l'incarico di effettuare una perizia di stima sul valore dei marchi di proprietà della società [REDACTED] alla data di riferimento del 31.12.2024

In relazione a tutto quanto premesso e posto, sulla base degli accertamenti, delle valutazioni e delle stime effettuate in esecuzione del mandato conferito, i sottoscritti possono affermare con coscienza che alla data del 31.12.2024 i marchi della società [REDACTED] hanno un valore complessivo pari a Euro 48.085 da arrotondarsi a **Euro 48.000 (diconsi euro quarantottomila // zero zero)**.

Tanto si doveva ad evasione dell'incarico conferitoci.

In Fede

Allegati:

- A) Verifica marchi a nome [REDACTED]
- B) Estratti marchi attivi a nome [REDACTED]
- C) Copie Whois nomi a dominio a nome [REDACTED]
- D) Visura storica [REDACTED]

Il sottoscritto **Rossella Masetti, Laureata in Giurisprudenza**, avvocato iscritto all'albo degli avvocati di Modena al n. 992, C.F. MSTRSL62P68I473K,

Residente in Vignola (Modena) via G. Puccini 207

VISTI

-i contenuti della legge 11 dicembre 2016, n. 232 pubblicata nella Gazzetta Ufficiale Serie Generale n. 297 del 21 dicembre 2016 - Suppl. Ordinario n. 57, così come modificata dall'articolo 7-novies del decreto-legge 29 dicembre 2016, n. 243, convertito con modificazioni dalla legge 27 febbraio 2017, n.18. - Proroga, con modificazioni, della disciplina del c.d. "super ammortamento" e introduzione del c.d. "iper ammortamento" - Articolo 1, commi da 8 a 13 – Industria 4.0

-i contenuti della Circolare 4/E emanata dall'agenzia delle Entrate e dal Ministero dello sviluppo economico il 30/03/17

DICHIARA

la propria terzietà rispetto ai produttori e/o fornitori dei beni strumentali, servizi e beni immateriali oggetto della perizia.

Data:

Luogo: Vignola

In fede:

Rossella Masetti

La sottoscritta **Giovanna Rosaria Del Bene, Laureata in Giurisprudenza**, iscritta all'albo dei consulenti in proprietà industriale, sez. marchi, al n. 1456M, C.F. DLBGNN73R49A662G

Residente in Rho (MI), via Marziale n. 1

VISTI

-i contenuti della legge 11 dicembre 2016, n. 232 pubblicata nella Gazzetta Ufficiale Serie Generale n. 297 del 21 dicembre 2016 - Suppl. Ordinario n. 57, così come modificata dall'articolo 7-novies del decreto-legge 29 dicembre 2016, n. 243, convertito con modificazioni dalla legge 27 febbraio 2017, n.18. - Proroga, con modificazioni, della disciplina del c.d. "super ammortamento" e introduzione del c.d. "iper ammortamento" - Articolo 1, commi da 8 a 13 – Industria 4.0

-i contenuti della Circolare 4/E emanata dall'agenzia delle Entrate e dal Ministero dello sviluppo economico il 30/03/17

DICHIARA

la propria terzietà rispetto ai produttori e/o fornitori dei beni strumentali, servizi e beni immateriali oggetto della perizia.

Data: 28.2.2025

Luogo: Milano

In fede:

Giovanna Rosaria Del Bene

