



TRIBUNALE ORDINARIO DI TREVISO
Esecuzioni Mobiliari

R.G. Es. 2620/2022

promosso dai creditori precedenti

[REDACTED]

con sede in [REDACTED])

[REDACTED]

contro la debitrice esecutata

[REDACTED]

con sede in [REDACTED]

codice fiscale e RI di [REDACTED]

[REDACTED]

DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEI MARCHI “K3” E “ARQUO”

INDICE

§ 1 – PREMESSE	pag.	5
1.1 – Requisiti di nomina e dichiarazioni	pag.	5
1.2 – Modalità di esecuzione dell’incarico e i principi adottati	pag.	6
1.3 – La data di riferimento della Valutazione	pag.	8
§ 2 – LA SOCIETÀ PROPRIETARIA E I MARCHI OGGETTO DI VALUTAZIONE	pag.	9
2.1 – La società e i risultati economici	pag.	9
2.2 – Le caratteristiche di un marchio, la tipologia di business e il settore di riferimento	pag.	11
2.3 – Registrazione e validità delle tutele del marchio “K3” e “Arquo”	pag.	12
§ 3 – IL SET INFORMATIVO E LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	pag.	13
3.1 – I dati e la documentazione utilizzata	pag.	13
§ 4 – L’APPROCCIO VALUTATIVO E I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	pag.	14
4.1 – I parametri di prassi	pag.	14
4.2 – La configurazione di valore	pag.	14
4.3 – I metodi di valutazione e il metodo adottato	pag.	16
4.3.1 – <i>Distressed royalty rate</i>	pag.	20
4.3.2 – <i>Tasso di attualizzazione (wacc)</i>	pag.	21
4.3.3 – <i>Vita utile</i>	pag.	23
4.3.4 – <i>La fiscalità</i>	pag.	25
4.4 – Il contesto pandemico e conseguenze valutative	pag.	26
§ 5 – LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DEI MARCHI “K3” E “ARQUO”	pag.	26
5.1 – Le previsioni sui flussi di royalties	pag.	26
5.2 – Il valore del marchio “K3”	pag.	28
5.2.1 – <i>Il valore attuale delle royalties quale valore economico del marchio “K3”</i>	pag.	28
5.2.2 – <i>Test di sensitività</i>	pag.	29
5.3 – Il valore del marchio “Arquo”	pag.	30
§ 6 – LIMITI SPECIFICI ED ASPETTI DI RILIEVO	pag.	31
6.1 – Limiti specifici della valutazione	pag.	31
6.2 – Aspetti di rilievo	pag.	32
§ 7 – CONCLUSIONI	pag.	32
ALLEGATI	pag.	32

GLOSSARIO E ABBREVIAZIONI

€/000	MIGLIAIA DI EURO
AD	AMMINISTRATORE DELEGATO
ASA	AREA STRATEGICA DI AFFARI
CAGR	TASSO DI CRESCITA ANNUO COMPOSTO
CS	CAPITALE SOCIALE
CAPEX	INVESTIMENTI IN CAPITALE FISSO
CCN	CAPITALE CIRCOLANTE NETTO
CPIX	COSTI FISSI
CVAR	COSTI VARIABILI
EBIT	UTILE OPERATIVO NETTO
EBITDA	UTILE OPERATIVO LORDO
FCS/KFS	FATTORI CRITICI DI SUCCESSO
FTE	FULL TIME EQUIVALENT
IAASB	INTERNATIONAL AUDITING AND ASSURANCE STANDARD BOARD
IFAC	INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS
IFRS	INTERNATIONAL FINANCING REPORTING STANDARDS
ISAE	INTERNATIONAL STANDARD ON ASSURANCE ENGAGEMENT
KE	COSTO DEL CAPITALE
MLN	MILIONI
M&A	MERGER & ACQUISITION
MDC	MARGINE DI CONTRIBUZIONE
MPEEM	MULTI PERIOD EXCESS EARNINGS METHOD
MKT	MERCATO
N.A.	NOT APPLICABLE – NOT AVAILABLE
NBV	NET BOOK VALUE
OPEX	COSTI OPERATIVI
PFN	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA - INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO
ROE	RETURN ON EQUITY
ROI	RETURN ON INVESTMENTS
SBU	STRATEGIC BUSINESS UNIT
TIR	TASSO DI RENDIMENTO DELL'INVESTIMENTO
VAN	VALORE ATTUALE NETTO
VDP	VALORE DELLA PRODUZIONE
WACC	COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE
WIP	WORK IN PROGRESS
Y	ANNO
Y2Y	ANNO SU ANNO

DEFINIZIONI

Si riporta un elenco delle principali definizioni e dei termini utilizzati all'interno della presente relazione; le definizioni e termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. I termini definiti al singolare si intendono anche al plurale, e viceversa, ove il contenuto lo richieda.

“CTU”	indica il dott. ██████████, dottore commercialista e revisore legale, quale esperto incaricato a determinare il valore dei marchi;
“Esecuzione”	indica il giudizio di esecuzione mobiliare R.G. 2620/2022 pendente presso il Tribunale di Treviso;
“Evento Rilevante”	significa uno qualsiasi degli eventi che possa incidere sulla valutazione;
“Management”	indica, collettivamente, i responsabili delle funzioni aziendali della Società;
“Parti”	indica sia i creditori procedenti nell'ambito dell'Esecuzione, sia la debitrice esecutata;
“Patrimonio Netto”	significa il valore del patrimonio netto così come espresso nei bilanci di esercizio della Società, come stabilito nei principi contabili ex OIC n. 28;
“Piano Industriale”	indica qualsiasi documento programmatico della Società;
“PIV”	Principi Italiani di Valutazione, emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (“OIV”), che esprimono le conoscenze, le <i>best practices</i> , le tecniche di valutazione correnti, applicabili alle valutazioni successive alla data di loro applicazione (01.01.2016);
“Professionista”	equivale a CTU;
“Relazione”	indica la presente relazione, contenente la descrizione dell'attività e delle valutazioni svolte dal CTU e finalizzate alla determinazione del valore economico dei marchi pignorati;
“Società”	significa ██████████ con sede in ██████████ avente codice fiscale e iscrizione al registro delle imprese di Treviso-Belluno n. 0 ██████████ – R.E.A. PG-█████████;
“Valutazione”	indica la valutazione effettuata dal CTU di cui alla presente Relazione.

§ 1 PREMESSE

Nell'ambito del giudizio di esecuzione mobiliare R.G. Es. 2620/2022 pendente presso il Tribunale di Treviso, con provvedimento in data 08.05.2023 il G.O.T. dott.ssa Giovanna Cafiero ha nominato il sottoscritto, dott. [REDACTED] ("CTU" o "Professionista"), domiciliato presso il proprio studio in [REDACTED], l'incarico di provvedere:

"alla stima del compendio pignorato, in particolare dica il C.T.U. quale sia il valore economico dei marchi pignorati "K3" e "Arquo" di cui alle registrazioni sub doc. 3 e 4 di parte esecutante, e ciò tenuto conto

- *del valore di fatturato degli ultimi anni riferito alla vendita dei prodotti con i marchi oggetto di valutazione, e dei relativi costi di produzione;*
- *del valore dei costi relativi alla pubblicità e alla promozione del marchio e dei relativi prodotti (quali a titolo esemplificativo, i costi per il mantenimento del sito internet su cui i marchi sono pubblicizzati, per partecipazione a fiere o ad altre iniziative promozionali, costi relativi alle spese di registrazione e mantenimento dei marchi);*
- *della stima di fatturato derivante dal possibile sfruttamento economico dei marchi per i prossimi anni".*

Veniva inizialmente concesso termine al CTU sino al 08.09.2023 per il deposito dell'elaborato peritale; tale termine è stato successivamente prorogato alla data del 01.12.2023, con rinvio della causa all'udienza del 18.12.2023.

In presenza dei requisiti soggettivi e non ricorrendo alcuna causa ostativa (cfr. § 1.1), all'udienza del 08.05.2023 il CTU accettava l'incarico; è stata quindi svolta l'attività più sotto descritta, per giungere alle conclusioni più sotto indicate.

5

1.1 – Requisiti di nomina e dichiarazioni

Si conferma la sussistenza dei requisiti soggettivi di nomina in capo al CTU, risultando iscritto:

- a) al n. [REDACTED] dell'Albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Treviso;
- b) al n. [REDACTED] della categoria commerciale dell'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Treviso;
- c) al n. [REDACTED] del Registro dei Revisori Contabili di cui al D.M. 12.04.1995, in G.U. del 21.04.1995.

In conformità ai Principi di Valutazione ⁽¹⁾, ai fini dell'indipendenza richiesta dal mandato ricevuto il CTU dichiara:

- i) di non avere alcun interesse nei confronti di delle Parti, né di avere posizioni in conflitto o altri interessi personali nell'operazione che possono metterne in dubbio l'indipendenza di giudizio e l'obiettività;
- ii) di non versare in alcuna delle cause d'ineleggibilità e di decadenza previste dall'art. 2399 cod. civ.;
- iii) di non aver prestato, negli ultimi cinque anni, attività di lavoro subordinato o autonomo in favore

⁽¹⁾ Principio I.3.1 PIV. – I principi sono il frutto di un intenso lavoro di allineamento e condivisione della fondazione OIV con l'International Valuation Standards Council (IVSC), con l'intento di creare rapporti di maggior fiducia nel lavoro degli esperti professionisti chiamati in innumerevoli situazioni, volontarie o legali, a fornire un parere valutativo, cercando di definire il più precisamente possibile il processo valutativo. La principale differenza tra i PIV e gli IVS risiede nel fatto che gli IVS si limitano, in stile anglosassone, a definire i principi di base per approcciare il percorso valutativo, mentre i PIV sono anche dei *performance standards* perché spiegano, con formule e procedure, come realizzare il processo valutativo.

- delle Parti, né di aver mai partecipato agli organi amministrativi o di controllo della stessa;
- iv) di non essere legato ai legali che assistono le Parti da rapporti di natura personale o professionale tali da compromettere l'indipendenza del giudizio, né di non aver mai intrattenuto con gli stessi rapporti sistematici e/o continuativi;
- v) di non vantare crediti nei confronti della Società ad alcun titolo diverso da quello discendente dal compenso dell'attività svolta nell'espletamento del presente incarico.

Considerato l'oggetto e la finalità della stima, il CTU dichiara inoltre di possedere le competenze e l'esperienza necessaria a svolgere l'incarico secondo la prassi, impegnandosi all'obiettività, alla correttezza e alla trasparenza del lavoro svolto, anche a nome dei suoi collaboratori, nonché alla riservatezza sulle informazioni acquisite e sui giudizi cui è pervenuto. ⁽²⁾

1.2 – Modalità di esecuzione dell'incarico e i principi adottati

Trattandosi di un incarico conferito dall'Autorità Giudiziaria, in conformità ai principi di prassi ⁽³⁾, il CTU ha cercato di strutturare la presente Relazione in modo convincente, secondo un'organizzazione logica, con la costruzione di una razionale sintesi valutativa, in modo da fornire tutti gli elementi atti ad integrare la conoscenza, in capo ai destinatari, dei contenuti minimi e del percorso logico attraverso il quale sono state raggiunte le conclusioni quantitative, le scelte compiute e i motivi che le sorreggono.

La relazione è stata impostata in modo da rendere possibile il controllo e la verifica della correttezza e della congruità delle conclusioni, in modo da poter essere ripercorse le scelte compiute (in termini di assunzioni, di unità di valutazione, di configurazione di valore, di criteri di valutazione adottati) e dei limiti (in termini di supporti informativi o di evidenze esterne).

Lo standard di diligenza utilizzato nell'esecuzione del mandato tiene così conto delle circostanze concrete, con riscontro dell'attendibilità delle informazioni aziendali in termini sostanziali e non formali. Le conclusioni si basano sull'assunto di una veridicità dei dati aziendali e di bilancio di ██████████ (“Società”), costituenti la principale base documentale, sul presupposto di una generale tenuta della contabilità, in ordine alla quale si sono basate le conclusioni.

Il CTU non ha pertanto svolto verifiche indipendenti, procedure di revisione o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprime opinioni sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. L'analisi è formulata altresì alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile.

Il presente documento rappresenta una **Valutazione** come definita nel PIV I.4.3.

⁽²⁾ Ciò conformemente a quanto statuito già da tempo da Università Bocconi, ASSIREVI, CNDC, *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie*, 1989, pag. 53, che aveva delineato il profilo professionale del CTU come “qualità essenziale del CTU è l'indipendenza professionale e intellettuale. In considerazione della varietà e della complessità delle situazioni che possono formare oggetto di valutazione, il primo presidio dell'indipendenza del CTU è costituito dall'autonoma capacità di giudizio, acquisita grazie alle competenze professionali maturate. Il CTU si impegna all'obiettività, alla correttezza e alla trasparenza del lavoro svolto, anche a nome dei suoi collaboratori, nonché alla riservatezza sulle informazioni acquisite e sui giudizi cui è pervenuto”.

⁽³⁾ PIV. II.4.2

L'approccio adottato è stato quello di non fare riferimento al principio contabile della "prudenza", in quanto i veri principi da applicare in sede giurisdizionale sono quelli della "non aggressività" delle stime, della "razionalità", della "trasparenza" e della "completezza" (4), evitando di utilizzare le c.d. "special assumptions", ossia ipotesi che non verrebbero formulate da un generico partecipante al mercato.

L'analisi e la valutazione si fondano inoltre su una serie di assunzioni, che possono anche corrispondere a convenzioni o semplificazioni della realtà e che possono incidere, in misura anche sostanziale, sul risultato finale; tali assunzioni, ove adottate, sono state comunque sempre esplicitate. Come conseguenza di ciò, il risultato finale del processo valutativo non può esprimere certezze, ma una grandezza razionalmente e ragionevolmente stimata e dimostrata.

Per quanto il CTU si sia premurato di acquisire una opportuna documentazione, di esaminare i principali metodi di valutazione (al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie), di motivare le proprie scelte e di sviluppare analiticamente i passaggi relativi alla sua concreta applicazione, va tuttavia evidenziato che qualsiasi valutazione risente inevitabilmente di fattori, anche oggettivi ed occasionali, tali per cui non è ipotizzabile una valutazione "oggettiva" ed univoca.

Trattandosi di una valutazione esterna ed indipendente, non configurante una consulenza tecnica d'ufficio, né un arbitrato, non è stato pertanto instaurato alcun procedimento sub-giudiziale con tecnici di parte, dovendo il CTU esprimere la valutazione solo attraverso una perizia.

Ai sensi del PIV I.9.3 l'unità di valutazione adottata è rappresentata dalle **single attività** rappresentate dai marchi "K3" e "Arquo", senza alcuna associazione alla tecnologia e/o alla rete commerciale o distributiva.

Le analisi sulla vita utile dei marchi, sviluppate sulla base del complesso delle informazioni finanziarie di [REDACTED] delle caratteristiche del *business*, del ridotto posizionamento competitivo di quest'ultima rispetto al Mercato ed ai principali concorrenti e, soprattutto, delle controversie in corso infra meglio esplicitate, hanno identificato un possibile range di valori solo in riferimento al marchio "K3", poiché alla data attuale il marchio "Arquo" non è più caratterizzato dalla tutela del rinnovo della registrazione, che è scaduta il 09.01.2023.

Al fine di meglio inquadrare le risultanze valutative più sotto esposte, si premette l'opportunità di evidenziare la sostanziale differenza tra il concetto di "prezzo" e il concetto di "valore": il prezzo è il dato espresso dal mercato; i valori sono invece grandezze stimate (con i vari criteri) in base agli indici di mercato, alle eventuali previsioni dei flussi attesi e all'apprezzamento dei rischi specifici: sono perciò in buona parte opinioni del CTU, frutto di un processo complesso (5). La Valutazione è pertanto il frutto di una stima ragionata e motivata di una specifica configurazione di valore, riferita alla specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della sua specifica finalità.

(4) L. GUATRI, *Gli errori di valutazione in sede giurisdizionale. Ricerca di un apparato metodologico*, in *La valutazione delle aziende*, 45/2007, p. 17, il quale ricorda che, fin dal 1983, la dottrina e la pratica tedesca hanno chiaramente enunciato, ai fini delle valutazioni aziendali, l'irilevanza del principio contabile della prudenza.

(5) L. GUATRI – M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, 2009, p. 3 e 32.

Indipendentemente dal fatto che la Valutazione ha valorizzato componenti legate al “valore di mercato” (in termini del metodo adottato), va tenuto presente che il valore di mercato può comunque differire dal prezzo che potrebbe formarsi in momenti successivi, sia perché il prezzo si riferisce ad una data diversa, con aspettative e con informazioni diverse, sia perché il prezzo riflette le caratteristiche e gli interessi dello specifico acquirente e dello specifico venditore, ma non quelli di un generico partecipante al mercato. ⁽⁶⁾

1.4 – La data di riferimento della Valutazione e il contesto di riferimento

In merito alla data di riferimento il giudice non si è espresso; ciò comporta che è ora compito del CTU stabilirla. Poiché la data di riferimento definisce anche quali sono gli eventi noti o comunque conoscibili, quali siano i tassi e gli indici del mercato finanziario, le aspettative, etc., la sua identificazione, da intendersi quale momento temporale al quale è riferita la stima (PIV I.8.1), non può che essere ancorata alla **data di redazione della Valutazione**.

Infatti, il contesto di riferimento è conseguente all’istanza di vendita dei due marchi in oggetto promossa dai creditori procedenti nei termini di cui all’art. 137 c.p.i. in esito alla sentenza n. 2977/2021 del 22.10.2020 (pubbl. 13.4.2021) del giudizio di primo grado davanti al Tribunale di Milano, Sez. Spec. (R.G. 38660/2015) che ha (tra l’altro) condannato [REDAZIONE] a corrispondere a [REDAZIONE] euro 237.919,11, oltre interessi nella misura del tasso legale a decorrere dalla data di pubblicazione della Sentenza sino all’effettivo pagamento; (b) a rimborsare agli attori le spese di lite, liquidate in euro 32.000,00 per compensi.

L’istanza di vendita è conseguente all’atto di pignoramento del 14.11.2022, notificato in data 16.11.2022 alla debitrice [REDAZIONE], con cui i creditori procedenti hanno sottoposto a pignoramento le registrazioni dei marchi nazionali italiani “K3” (domanda p.d. n. 302015000028470) e “Dicitura Arquo” (domanda p.d. n. 0000887436). Il pignoramento è stato debitamente trascritto ex art. 137 c.p.i. presso il Ministero dello Sviluppo Economico – Ufficio Italiano Brevetti e Marchi, a seguito di deposito dell’istanza di trascrizione (n. 602022000169587) in data 23.11.2022, accolta dall’Ufficio con provvedimento del 5.12.2022; da qui la necessità di far precedere la vendita dalla presente valutazione dei due marchi.

⁽⁶⁾ PIV. I.1.1, che continua precisando che la valutazione è per sua natura prospettica, l’evidenza ex post che le previsioni non si siano realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione.

[REDACTED]

§ 2
LA SOCIETÀ PROPRIETARIA
E I MARCHI OGGETTO DI VALUTAZIONE

2.1 – La Società, il contenzioso e i risultati economici

[REDACTED] è stata costituita in data 17.02.1994 ed ha come oggetto sociale la produzione di occhiali, loro accessori e parti di ricambio, di qualsiasi genere e specie, nonché lo svolgimento dell'attività di industria meccanica di precisione in ogni sua forma. Il capitale sociale di nominali euro 101.490,00 è attribuito al socio [REDACTED] per euro 64.193,00 (63,25%) e per la differenza alla società [REDACTED], con sede in [REDACTED], totalitariamente posseduta dallo stesso sig. Pincin Antonio, il quale è anche amministratore unico della Società.

Con riferimento alla struttura, il consulente esterno rag. [REDACTED] ha dichiarato che “[REDACTED] è una azienda che aveva nel suo interno un apporto produttivo minimale [...] si tratta quindi di costi parificati a un massimo di due persone/anno per poi decrescere a poco più di una persona/anno nel 2017. Si fa presente che l'amministratore non ha percepito compensi e quindi, pur avendone diritto, non ha voluto gravare sui costi aziendali. La presenza di due persone, poi gradatamente ridotte è legata alla necessità di operare anche se a livello minimale”. L'analisi dei bilanci (in forma abbreviata) evidenzia un fatturato degli ultimi anni in progressiva decrescita, con un attivo circolante particolarmente elevato rispetto al volume d'affari, nonché un valore delle rimanenze quasi doppio rispetto alle vendite, il che sta a significare una ridottissima rotazione del magazzino.

Si registra anche un elevato importo dei crediti verso clienti, che nel 2021 era addirittura pari a quasi due volte il fatturato. Sotto questo profilo, lo stesso consulente aziendale ha dichiarato che “nel settore occhialeria superiamo i 200 giorni medi e qui ancor più complesso anche per le dimissioni di vari agenti che, causa vertenza, si sono trovati con un prodotto non vendibile. Una delle forme classiche di pagamento nell'ottica, Italia, è al passaggio, cioè quando l'agente ripassa dall'ottico per un nuovo ordinativo, diversi mesi dopo il precedente, e incassa l'importo, se non c'è più l'agente, dimissioni, si deve procedere con i solleciti, ingiunzioni, ecc.”.

Con riferimento al contesto litigioso che caratterizza la situazione, va ricordato che a conclusione del giudizio di primo grado, con sentenza n. 2977/2021 del 13.04.2021, il Tribunale di Milano, Sez. Spec., ha accertato che [REDACTED] “ha infatti fatto uso non autorizzato del segno [REDACTED] e posto in essere una condotta parassitaria mediante la creazione del marchio K3 [...] Tale diritto risulta poi violato anche dall'uso del marchio K3 in quanto concettualmente e graficamente simile a quello [REDACTED]”. Di conseguenza, ha inibito “a [REDACTED] Srl la produzione, l'esportazione, l'importazione, commercializzazione e promozione di prodotti di cui al capo 1), recanti il marchio “[REDACTED]” o il segno “K-3” nonché ogni altro segno con gli stessi confondibile, da soli o con altre parole o elementi, e in qualsiasi configurazione grafica”.

Con sentenza n. 1076/2023 del 29.03.2023 la Corte d'Appello di Milano ha invece ritenuto legittimo l'utilizzo del marchio “K3”, non condividendo le valutazioni sul fatto che possa costituire

contraffazione del marchio “██████████”, in quanto “i due marchi si presentano connotati da assoluta distinzione da un punto di vista grafico, laddove la similitudine non può essere, certamente, desunta dalla sola identità grafica della lettera K (peraltro realizzata con il font di comune utilizzo Helvetica Bold); neppure risultano sussistenti assonanze di natura fonetica, dal momento che la parola ██████████ non presenta associazioni con i possibili fonemi di lettura kappatre, kappaallaterza e/o kappaalcubo”. I giudici di secondo grado hanno tuttavia confermato l’ipotesi di una concorrenza parassitaria messa in atto da ██████████, stante la connotazione della complessiva condotta di ripresa delle iniziative commerciali ed imprenditoriali dell’impresa riferibile a quest’ultimi, tali che nel loro insieme possono dare fondamento alla tesi di un disegno di sfruttamento parassitario dell’attività del concorrente, con la finalità di sostituirlo sul mercato o comunque di pregiudicarne la competitività; la partecipazione di ██████████ alla fiera milanese nel marzo 2015 con una propria collezione di occhiali, dalle linee evocative della collezione ██████████, è stata infatti ritenuta idonea a qualificarsi come parassitaria dell’altrui esperienza.

Contro la sentenza di secondo grado è stato recentissimamente proposto ricorso per Cassazione, per l’annullamento (parziale) della sentenza n. 1076/2023 della Corte d’Appello di Milano, che comporterà uno iato temporale di circa 2 anni durante i quali vi sarà incertezza sulla legittimità del marchio “K3”, sul conseguente diritto di sfruttamento e sul collegato valore economico dello stesso. Pertanto, non si può che riconoscere che la posizione litigiosa rende in ogni caso debole qualsiasi vantaggio competitivo del marchio “K3”, rischiando di subire dei *meccanismi di isolamento* legati alle condizioni storiche uniche del prodotto. (7)

Sotto il profilo economico, si ripropongono i principali dati contabili (*financials*) ricavati dai bilanci, dalle situazioni contabili e dalle dichiarazioni dell’amministratore unico ██████████.

€/000								
DATI RICLASSIFICATI								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ricavi K3	100.137	139.331	77.531	107.957	60.543	16.557	67.677	53.014
Ricavi Arquo adj	-	-	-	2.000	2.000	-	2.000	2.000
Ricavi ██████████ m	98.618	7.560	-	-	-	-	-	-
Totale Ricavi Caratteristici	198.755	146.891	77.531	109.957	62.543	16.557	69.677	55.014
Altri ricavi	-	-	-	2.046	7.850	5.107	6.036	2.656
Rinuncia finanziamenti soci	-	-	-	71.000	100.000	45.000	-	-
Valore della produzione adj	198.755	146.891	77.531	112.003	70.393	21.664	75.713	57.670
Costo del venduto	113.503	85.404	52.443	52.075	57.421	14.861	26.878	19.947
CdV/R	57%	58%	68%	47%	92%	90%	39%	36%
Ebit	n.d.	n.d.	n.d.	(26)	(7.490)	(2.754)	(27.434)	(32.618)
Ebitda	n.d.	n.d.	n.d.	6.830	(2.894)	1.267	(24.267)	(30.922)
Costo del personale	67.093	51.930	29.180	53.019	48.653	20.822	27.424	35.549
CCN	n.d.	n.d.	n.d.	217.310	155.652	152.521	219.820	150.203
CI	n.d.	n.d.	n.d.	232.247	167.424	160.472	224.405	153.091
PN	n.d.	n.d.	n.d.	101.492	92.974	89.268	61.333	28.593
R&D – Mostre, fiere, pubblicità	n.d.	n.d.	n.d.	-	250	-	760	7.117

(7) I. ██████████ *Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage*, in Management science, 1989, p. 1504 ss., al riguardo definiscono *diseconomie di compressione temporale* quei costi aggiuntivi che gli imitatori devono sostenere per accumulare rapidamente una risorsa/capacità.

2.2 – Le caratteristiche di un marchio, la tipologia di business e il settore di riferimento

In linea generale, la valorizzazione dei beni immateriali (“intangibil” o “intangibles”) presenta notevoli elementi di difficoltà data la natura immateriale degli stessi che comporta un’elevata volatilità del loro valore; sulla risoluzione di tali difficoltà si è concentrata l’attenzione della dottrina per lungo tempo.

All’intangibile specifico vanno richieste in genere tre caratteristiche ⁽⁸⁾: (i) deve essere all’origine di costi a utilità differita nel tempo; (ii) deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi, sia pure congiuntamente ad altri beni; (iii) deve essere misurabile nel suo valore.

Con riferimento al requisito della “trasferibilità”, cioè al fatto che il bene intangibile, affinché possa essere ceduto, debba poter essere “estratto” dall’azienda in cui si è formato, al più concedendo che ciò possa avvenire congiuntamente a uno o pochi altri beni materiali o immateriali, si fa presente che, salvi i problemi legati al contenzioso in essere e in precedenza evidenziati, non si presentano particolari problemi. Anche le tradizionali funzioni (indicazione di provenienza, di garanzia qualitativa, evocazione suggestiva e di rinomanza, etc.) sono presenti nel marchio “K3”, con la conseguenza che, collocandosi nell’ambito del settore moda, assurgono ad una quintessenza “ontologica”, rappresentandone iconicamente la *raison d’être*.

Il valore del marchio è ovviamente legato alla tutela giuridica ad esso riservata dalla normativa vigente; nel settore della moda la *maison de mode* (intesa come “azienda” ex art. 2555 c.c.) e il suo marchio rappresentano infatti un connubio tendenzialmente inestricabile, al punto da far convergere – in molti casi – la valutazione dell’intera azienda con quella del marchio che a livello caratteristico ne qualifica l’eccellenza e il presupposto distintivo a livello competitivo, tutelando i creatori del gusto e della moda. In questo senso, il contenzioso in essere non è privo di risvolti pratici collegati agli aspetti economici del marchio “K3” in collegamento con l’azienda, se solo si pensi che uno dei motivi del contenzioso è rappresentato proprio da un giudizio sulla riconducibilità del marchio “K3” nel perimetro dei prodotti [REDACTED] e alla accertata concorrenza parassitaria.

Con riferimento al settore e al prodotto “firmato”, i fenomeni che stanno caratterizzando attualmente il mercato possono riassumersi in: ritiro, allo scadere dei contratti, di molte concessioni di firma ed affidamento ad aziende con buone strutture commerciali e produttive; contributo stilistico diretto o comunque un maggior interessamento alle politiche globali del prodotto da parte dello stilista. I marchi più prestigiosi si stanno concentrando nelle mani di poche grandi aziende (i.e. [REDACTED]), che offrono garanzie nei dovuti supporti tecnici all’operazione commerciale. Appositi project-manager seguono la progettazione e produzione della linea in questione e lo stesso apparato commerciale gestisce la pubblicità e una distribuzione differenziata. Per questi motivi, la buona gestione di una firma richiede, oltre al pagamento delle royalties, ingenti investimenti in ricerca

⁽⁸⁾ [REDACTED], *La Valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in Finanza, Marketing e Produzione, 1/1989. Si ricorda che in passato il trasferimento del marchio poteva essere effettuato solo nell’ambito di una più generale cessione di azienda o di ramo di azienda. Tale vincolo, di cessione congiunta, è stato eliminato con il d.lgs. 4 dicembre 1992 n. 480; il marchio è pertanto oggi autonomamente cedibile. In base all’art. 2573 c.c. attualmente vigente “il marchio può essere trasferito o concesso in licenza per la totalità o per una parte dei prodotti o servizi per i quali è stato registrato, purché in ogni caso dal trasferimento o dalla licenza non derivi inganno in quei caratteri dei prodotti o servizi che sono essenziali nell’apprezzamento del pubblico”.

e sviluppo e nella funzione commerciale, con un investimento di medio lungo periodo. ⁽⁹⁾

Con riferimento al contesto in cui si colloca ■■■■ e i marchi dalla stessa posseduti, va ricordato che il settore dell'occhialeria rappresenta per l'Italia un fiore all'occhiello, in quanto la metà dei maggiori produttori su licenza sono situati in Italia, che copre così il 50% della produzione mondiale di licenze ed il 25% del mercato mondiale. Il mercato dell'occhialeria italiana è caratterizzato dalla forte tendenza all'esportazione e circa il 90% della produzione è destinato ai mercati esteri: l'area di riferimento per le esportazioni italiane di occhiali da sole e montature è rappresentata dagli Stati Uniti, che si collocano al primo posto con una quota superiore al 31% rispetto all'export dell'intero settore, e dall'Europa (Francia, Germania, Regno Unito) che rappresenta circa il 23%. I dati di chiusura dell'anno 2022 segnano un incremento delle esportazioni dell'occhialeria Made in Italy del +20,9% rispetto al 2021, raggiungendo il valore di 4.776 milioni di euro.

La tendenza dell'export nei primi sette mesi del 2023 è stata positiva, in quanto il confronto dei dati dello stesso periodo (gennaio-luglio) del 2022, registra una variazione percentuale del +13,5%. Significativo il miglioramento generale tra il 2022 e il 2019, pari al +25,9%. Si segnala la graduale importanza della Turchia come mercato di sbocco, attualmente all'ottava posizione nella classifica dei paesi importatori, con il valore nel 2022 di 121 milioni di euro, che corrisponde a un incremento del +90,6% rispetto al 2019. L'analisi per area geografica evidenzia una crescita delle esportazioni italiane del 2022 rispetto al 2021 verso gli Stati Uniti, che rappresentano da sempre il primo mercato, con un valore record di oltre 1,49 miliardi di euro, segnando una crescita a doppia cifra rispetto al 2019 (+47,3%). In Europa è la Francia il mercato più importante per le nostre esportazioni, con un valore di 521 milioni di euro nel 2022 e una crescita rispettivamente del +15,7% nei periodi gennaio-luglio 2023/2022 e del +21,4% se si confrontano i dati del 2022 con quelli del 2019. ⁽¹⁰⁾

2.3 – Registrazione e validità delle tutele dei marchi “K3” e “Arquo” ®

Condizione essenziale perché il marchio goda di tutela giuridica e possa formare oggetto di trasferimento è che esso sia registrato. Come noto, la durata della registrazione del marchio, sia in caso di primo deposito che di rinnovo, è di 10 anni; al fine di condurre un'analisi completa del marchio, il primo requisito è pertanto quello di definire il significato e la sua estensione anche dal punto di vista dei diritti di proprietà e/o accordi di licensing o concessione a terzi dell'utilizzo.

Indipendentemente dalla registrazione, va segnalato che il lungo contenzioso in essere tra le parti e le sentenze di primo e secondo grado individuano un'elevata alea sulla validità e sulla possibilità di sfruttamento del marchio “K3”, connessa ad elementi distorsivi incidenti sul valore incerto ed instabile del marchio stesso, con portata territoriale a livello europeo. ⁽¹¹⁾

⁽⁹⁾ UNIVERSITÀ DI UDINE, Dipartimento di Ingegneria Elettrica, Gestionale e Meccanica, Progetto di ricerca nel settore dell'occhialeria in Italia, commissionata da Agemont.

⁽¹⁰⁾ Fonte: MINISTERO DELLE IMPRESE E DEL MADE IN ITALY.

⁽¹¹⁾ Secondo la Corte Giustizia Unione Europea 8 giugno 2023, n. 654, una domanda riconvenzionale di nullità di un marchio dell'Unione europea può riguardare l'insieme dei diritti che il titolare di tale marchio trae dalla registrazione di quest'ultimo, senza che tale domanda riconvenzionale sia limitata, nel suo oggetto, dal contesto contenzioso definito dall'azione per contraffazione.

Il marchio figurativo “K3” è stato registrato e depositato al Ministero dello Sviluppo Economico (ora Ministero delle Imprese e del Made in Italy) in data 29.06.2015 (domanda n. 302015000028470) nella classe 9; titolare [REDACTED]. Con trascrizione n. 602022000169587 del 23.11.2022, accolta in data 05.12.2022, il marchio è stato oggetto di pignoramento da parte degli attuali creditori precedenti. In precedenza, con trascrizione n. 602018000055192 del 15.10.2018, la sig.a [REDACTED] aveva pignorato il marchio in oggetto, che in data 30.11.2018 è stato tuttavia oggetto di cancellazione del pignoramento. Alla data attuale, quindi, il marchio “K3” di proprietà di [REDACTED] è oggetto di un’unica trascrizione pregiudizievole a favore di [REDACTED] (doc. 1).

Il marchio verbale dicitura “Arquo” è stato per ultimo registrato e depositato al Ministero dello Sviluppo Economico (ora Ministero delle Imprese e del Made in Italy) in data 18.12.2012 (domanda n. 302012902111858) nelle classi 9 – 14 – 35; titolare [REDACTED]. Il mancato rinnovo del marchio in oggetto oltre i 6 mesi dalla scadenza comporta il venir meno della sua tutela giuridica del diritto di privativa, non potendosi più beneficiare della registrazione, ormai scaduta. La prima registrazione risale al 20.12.2002 (domanda n. TV2002C000751). Con trascrizione n. 60202200169587 del 23.11.2022, accolta in data 05.12.2022, il marchio è stato oggetto di pignoramento da parte degli attuali creditori precedenti. Alla data attuale, quindi, il marchio “Arquo” di proprietà di [REDACTED] è oggetto di un’unica trascrizione pregiudizievole a favore di [REDACTED] (doc. 2).

§ 3

IL SET INFORMATIVO E LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

3.1 – I dati e la documentazione utilizzata

La base informativa resa disponibile al CTU risulta ragionevolmente obiettiva e completa, coerente con la configurazione di valore ricercata (§ 4.2), con i metodi di valutazione adottati (§ 4.3) e con le finalità della stima (§ 1.2), così che la stessa ha permesso il necessario spirito critico (*professional skepticism*) e non pare aver condizionato il CTU sulle scelte relative del processo valutativo.

Per il criterio di valutazione adottato si è reso necessario ricavare un’informazione prospettica basata su ipotesi (*assumptions*) relative ad eventi futuri. Nell’esercizio del proprio giudizio informato, il CTU ha perciò formulato alcune ipotesi, rappresentate nei vari capitoli della Relazione, che ritiene comunque ragionevoli e adeguatamente giustificate, rappresentando ciò, tuttavia, un inevitabile modo con cui la l’incertezza entra nella Valutazione; i dati e la documentazione utilizzata sono di seguito meglio riepilogati. Il CTU ha quindi ricevuto dalla Società la documentazione e i dati sufficienti ad esprimere un giudizio ragionato.

Per la Valutazione è stata utilizzata la seguente principale documentazione:

- bilanci [REDACTED] dal 2018 al 2022 compresi;
- situazioni contabili [REDACTED] dal 2019 al 2022 compresi;

- schede contabili (mastri) [redacted] dal 2019 al 2022 compresi;
- visura storica [redacted];
- relazione dott. [redacted];
- controdeduzioni del rag. [redacted];
- atti dell'intero fascicolo dell'esecuzione;
- sentenza di primo grado;
- sentenza di secondo grado;
- ricorso per Cassazione.

§ 4

L'APPROCCIO VALUTATIVO E I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

4.1 – I parametri di prassi

I parametri di prassi danno una indicazione in merito ai quattro elementi fondamentali di ogni processo di valutazione, che sono rappresentati da:

- a) data di riferimento della valutazione;
- b) unità di valutazione;
- c) configurazione di valore ricercata;
- d) approcci valutativi da seguire.

I profili sub b) e sub c) sono stati di recente risolti dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), ai quali si è fatto riferimento, mentre per quanto previsto sub a) si rimanda a quanto precedentemente esposto. Quanto al profilo sub d), si precisa che i criteri sono, a tutti gli effetti, riconducibili ai principali approcci valutativi riconosciuti dalla dottrina aziendale; all'interno di ciascuno di essi sono poi previsti ampi margini di manovra nella scelta delle varianti (criteri) proprie della metodologia di stima ritenuta più appropriata per la specifica valutazione (cfr., nel dettaglio, §§ 4.1.1 e 4.3).

14

4.2 – La configurazione di valore

Le configurazioni di valore di un marchio sono molteplici e traggono le loro diversità dalla diversa funzione e scopo che sono chiamate a significare: rappresentazione in bilancio, cessione/acquisto, garanzia su finanziamenti, *business combination*, licenza, ecc.

Dal punto di vista della scelta della configurazione di valore, nel caso di specie la finalità della Valutazione – caratterizzata dalla liquidazione forzata nell'ambito dell'esecuzione R.G. 2620/2022 del Tribunale di Treviso – convoglia necessariamente verso valori soggettivi; ai sensi del Principio PIV I.6.10, lett. a), i valori soggettivi hanno la caratteristica di rispondere alla domanda “valore per chi?”.

Poiché la valutazione deve essere obiettiva (cioè ragionevolmente condivisibile da altri esperti indipendenti) e servire al pubblico interesse dei destinatari, ai fini della stima è pertanto rilevante capire a quale delle cinque configurazioni, previste dal PIV I.6.2, si debba fare riferimento, ed in particolare se si debba scegliere tra valore di mercato o valore intrinseco.

In un mercato razionale, operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nel prezzo e, dunque, nel valore di mercato. Tuttavia, in presenza di asimmetrie informative, di turbamenti e di spinte non razionali di mercato, di liquidazioni forzate dell'asset il prezzo può scostarsi in misura anche rilevante dal valore intrinseco, evidenziando così un *time value* (che deve essere escluso dal valore intrinseco) dipendente dalla volatilità delle condizioni di ambiente che influenzano il valore del sottostante.

Per la configurazione di valore il CTU ha quindi fatto riferimento ai Principi di Valutazione, adottando quella del **valore di liquidazione forzata**, quale particolare valore di smobilizzo (PIV I.6.7), in quanto esprime ciò che è possibile ricavare nell'ambito dell'esecuzione, ove il venditore è obbligato a vendere, ponendolo in condizioni di debolezza contrattuale.

Il valore dei marchi in tale contesto non è pertanto un prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale e non può esprimere il valore in atto, nè il valore potenziale dei marchi stessi, poichè deve riferirsi a valori "*as is*", cioè con quella configurazione di valore economico che esclude miglioramenti gestionali e sinergie di ogni genere provenienti da terzi, in modo da non riflettere i benefici attesi o eventuali maggiori valori ricollegabili a cambiamenti di proprietà. La suddetta configurazione è posta a garanzia del rispetto della *ratio* dell'incarico.

Il valore di liquidazione o di vendita forzata (*liquidation o forced value*) è infatti pari alla somma che si può ragionevolmente ricavare dalla vendita all'asta dei beni, entro un intervallo più breve di quello richiesto dalla definizione del valore di mercato ⁽¹²⁾. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato.

In letteratura vi è evidenza che uno sconto "normale" per la liquidazione di questa tipologia di attività con caratteristiche standard sia pari al 10% - 20% ⁽¹³⁾ e che in fasi di crisi o di particolari beni possa

⁽¹²⁾ Ai sensi del IVS 170 (*International Valuation Standard*), ed. 2022, il termine "vendita forzata" ("*forced sale*") è spesso utilizzato in circostanze in cui il venditore è costretto a vendere e, di conseguenza, non è possibile un adeguato periodo di commercializzazione e gli acquirenti potrebbero non essere in grado di intraprendere un'adeguata due diligence. Il prezzo che si potrebbe ottenere in queste circostanze dipenderà dalla natura della pressione esercitata sul venditore e dalle ragioni per cui non è possibile avviare una commercializzazione adeguata. Può anche riflettere le conseguenze per il venditore della mancata vendita entro il periodo disponibile. Se non si conoscono la natura e le ragioni dei vincoli imposti al venditore, non è possibile stimare realisticamente il prezzo ottenibile in una vendita forzata. Il prezzo che un venditore accetterà in una vendita forzata rifletterà le sue particolari circostanze, piuttosto che quelle dell'ipotetico venditore consenziente della definizione di valore di mercato. La "vendita forzata" è una descrizione della situazione in cui avviene lo scambio, non una base di valore distinta. Ai sensi del § 170.2, se è richiesta un'indicazione del prezzo ottenibile in circostanze di vendita forzata, sarà necessario identificare chiaramente le ragioni del vincolo imposto al venditore, comprese le conseguenze della mancata vendita nel periodo specificato, formulando ipotesi appropriate. Se tali circostanze non esistono alla data di valutazione, devono essere chiaramente identificate come ipotesi speciali. Ai sensi del § 170.3, una vendita forzata riflette tipicamente il prezzo più probabile che una determinata proprietà può ottenere in tutte le seguenti condizioni: (a) la vendita viene effettuata entro un breve periodo di tempo; (b) l'attività è soggetta alle condizioni di mercato prevalenti alla data di valutazione o ai tempi ipotizzati per l'operazione di valutazione o di un arco di tempo presunto entro il quale l'operazione deve essere completata; (c) sia l'acquirente che il venditore agiscono con prudenza e consapevolezza; (d) il venditore è costretto a vendere; (e) l'acquirente è tipicamente motivato; (f) entrambe le parti agiscono nel proprio interesse; (g) un normale sforzo di marketing non è possibile a causa del breve tempo di esposizione, e (h) il pagamento sarà effettuato in contanti.

⁽¹³⁾ M. BINI, *La valutazione d'azienda ai fini di una liquidazione forzata in asta*, in *La valutazione delle aziende*, 3/2020, p. 2, il quale richiama T.C. Pulvino, 1998, *Do asset fire sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions*, in *The Journal of Finance*, 2, 939-978 e A. Shleifer, R. Vishny, 2011, *Fire sales in finance and macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 25, 29-48, fa notare che chiunque adeguatamente informato della "svendita" avrebbe convenienza ad

raggiungere livelli anche molto superiori, con sconti che arrivano anche al 50%. ⁽¹⁴⁾

4.3 – I metodi di valutazione e il metodo adottato

Dal punto di vista dei metodi di valutazione, è ormai opinione diffusa che le due principali configurazioni di valore di un marchio siano riferibili: (a) il valore realizzabile sul mercato (*fair value*); (b) il valore soggettivo per il titolare (*value in use*). In ogni caso, tutte le valutazioni aventi altre finalità dovranno comunque riferirsi alle valutazioni di bilancio come punto di partenza, prima di effettuare le considerazioni specifiche del caso.

Essendovi la difficoltà, se non anche l'impossibilità, a reperire degli attendibili valori correnti sul mercato per i marchi, in caso di cessione/acquisto degli stessi, le valutazioni su cui basare una trattativa di cessione saranno teoricamente basate principalmente sul *value in use* per l'acquirente e il *value in use* per il venditore, derivabili dal fatto che ognuna delle parti dovrà essere in grado, almeno approssimativamente, di stimare entrambi i valori sulla base di un *business plan* per il marchio oggetto di scambio. L'acquirente in asta dovrà comunque conoscere il *value in use* per il venditore perché: (i) se esso è inferiore al proprio, tratterà a partire dal *value in use* del venditore, senza però salire al di sopra del proprio (e possibilmente speculando in senso a lui favorevole; (ii) se esso è superiore al proprio, non inizierà nemmeno la trattativa.

Con riferimento alle metodologie di valutazione, va premesso che la scelta di utilizzare diversi modelli di valutazione è finalizzata a dare la possibilità di scegliere effettivamente il modello o i modelli che nelle specifiche circostanze risultano più coerenti con il contesto applicativo in cui si trova e rispondono meglio a esigenze diverse.

Lo standard ISO 10668 ⁽¹⁵⁾ definisce e individua una metodologia per la valutazione del valore economico dei marchi, definendo gli obiettivi, gli approcci, i metodi di valutazione e le modalità di selezione e individuazione dei dati di partenza, da utilizzarsi nell'ambito del processo di valutazione, anche al fine di guidare il valutatore, riducendo i margini di discrezionalità e proponendo una sorta di "protocollo" di valutazione, che presuppone anche un'adeguata due diligence e un'analisi comportamentale. ⁽¹⁶⁾

acquistare l'attività a sconto per rivenderla poi sul mercato al prezzo pieno e questa circostanza dovrebbe favorire un processo di competizione fra i potenziali acquirenti in grado di limitare se non eliminare significativamente lo sconto. Tramite l'arbitraggio il mercato sarebbe in grado di allocare l'attività al soggetto in grado di garantirne il massimo e miglior uso. Poiché il valore di mercato di qualunque attività ne riflette il massimo e miglior uso da parte dei partecipanti al mercato, il valore di liquidazione non dovrebbe differire significativamente dal valore di mercato stesso. Invece in letteratura vi è evidenza che uno sconto "normale" per la liquidazione di questa tipologia di attività con caratteristiche standard sia pari al 10%-20% e che in fasi di crisi possa raggiungere livelli anche molto superiori.

⁽¹⁴⁾ M. BINI, *cit.*, fa notare che il primo contributo di Eckbo e Thorbur, *Automatic bankruptcy auctions and fire-sales*, *Journal of financial economics*, 2008, 404-422, con riferimento agli sconti registrati nelle procedure di liquidazione nei casi di fallimento in Svezia, dove vige il c.d. meccanismo di asta automatica per le imprese insolventi, in media il ricavato dell'asta non supera il 50% del valore contabile delle attività dell'azienda venduta in asta, ciò anche per via del fatto che la maggior parte delle imprese prima di fallire ha già ceduto le attività più liquide e meno specializzate.

⁽¹⁵⁾ In <https://www.iso.org/standard/46032.html>, pubblicato dall'ISO (*International Organization for Standardization*) nell'autunno 2010.

⁽¹⁶⁾ ISO 10668 è allineato agli standard esistenti di valutazione, quali i principi contabili IAS/IFRS e il documento IVS 210, ma ricomprende nella valutazione aspetti non unicamente economici e finanziari, legati anche a tematiche legali e comportamentali, che costituiscono parte integrante del giudizio di valore del marchio. La completezza dello standard e la

I tre approcci proposti dallo standard ISO 10668 (o dell'IVS 210 o dei PIV), riconducibili all'acronimo MIC (*Market – Income – Cost*) possono sintetizzarsi in ⁽¹⁷⁾:

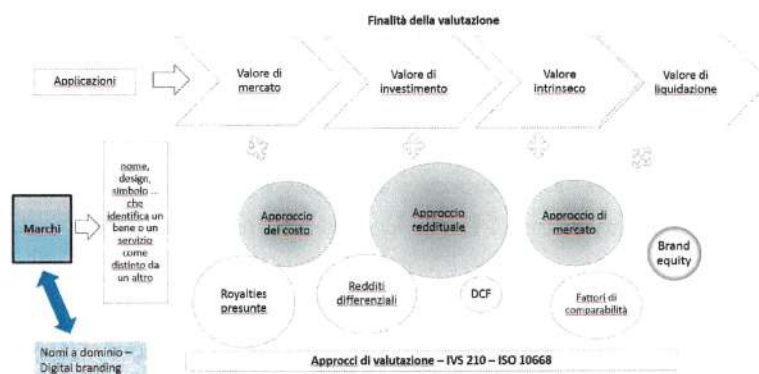
- 1) **approccio di mercato**, che definisce il valore dello specifico marchio in relazione ai valori espressi da transazioni verificabili sul mercato che hanno coinvolto marchi con caratteristiche simili. La comparabilità delle transazioni è il requisito fondamentale per l'attendibilità della valutazione e deve tener conto sia di fattori legati al marchio, sia di fattori legati al contesto di mercato;
- 2) **approccio reddituale**, che consente di valutare un marchio in funzione del valore attuale della sua capacità di generare redditi futuri, nell'arco della sua vita utile (tendenzialmente indefinita). La valutazione si basa sulla conoscenza specifica dei flussi di reddito o di cassa attesi, delle royalties, dalla previsione di crescita dei mercati in cui il marchio è diffuso, tenendo conto anche dello specifico rischio di mercato;
- 3) **approccio del costo**, che considera il valore del marchio come somma dei costi sostenuti per la costruzione dello stesso. Tale metodologia si basa sull'assunto che un investitore, al fine di acquisire un marchio, consideri unicamente i costi di sostituzione o rimpiazzo o riproduzione.

La tecnica valutativa deve in ogni caso essere contestualizzata all'obiettivo di valutazione, poiché va privilegiata la tecnica di valutazione in grado di esprimere il valore più rappresentativo del prezzo fattibile sul mercato alla data di misurazione, facendo il più possibile uso di input osservati sul mercato. ⁽¹⁸⁾

sua integrazione multidisciplinare consentono di tener conto di tutti i profili sopra considerati, legati alla tipicità del marchio e ciò rende l'ISO 10668 un punto di riferimento per tutti gli obiettivi valutativi, legati principalmente agli aspetti di gestione strategica, oltre che per la valutazione nell'ambito di operazioni straordinarie. I principi valutativi ISO 10668, nei fatti equivalenti a quelli statuiti dal più recente *International Valuation Standard 210*, si applicano alla valutazione dei marchi in quelle situazioni in cui è necessario stimare un fair value, assimilabile ad un valore equo di cessione del marchio tra controparti indipendenti in condizioni di libera concorrenza di mercato. Lo standard ISO 10668 definisce le analisi e i passaggi necessari alla valutazione dei marchi, che sono di tre tipi, di natura legale, comportamentale e finanziaria. I tre passaggi sono indispensabili al fine di pervenire ad un giudizio di valore compiuto in caso di valutazione di marchi esistenti, nuovi marchi e nella definizione dell'impatto di strategie di *brand extension*.

⁽¹⁷⁾ R.M. VISCONTI, *La valutazione dei marchi nella moda*, 2022, p. 6, il quale ricorda che esistono anche altri metodi di valutazione per i marchi, quali: (i) il "metodo empirico Interbrand", ove i ricavi attribuibili al marchio vengono moltiplicati per un coefficiente espressivo della forza strategica del marchio, che dipende da fattori quali leadership, fedeltà, mercato, tendenze, investimenti di marketing, internazionalità, tutela legale, ecc.; (ii) il "financial brand equity", finalizzato a valutare la marca in termini monetari e consistente nella valorizzazione di un insieme di attività e passività legate alla marca, che aumentano (o diminuiscono) il valore di un prodotto.

⁽¹⁸⁾ M. BINI, *La valutazione degli intangibili*, 2011, p. 358, ricorda che sebbene l'IFRS 13 sembrerebbe limitarsi a richiedere di far uso di un qualsiasi criterio di valutazione "razionale", in realtà chiede molto di più, in quanto, definito l'ambito dei criteri valutativi da utilizzare, chiarisce anche come la tecnica valutativa (il mezzo) debba essere appropriata per l'obiettivo di valutazione (il fine), che consiste: a) nella stima del prezzo al quale si potrebbe realizzare una transazione fra partecipanti al mercato in condizioni ordinate di mercato alla data di misurazione; b) nella stima realizzata facendo il più possibile uso di input osservabili sul mercato.



Lo *standard setter* è perfettamente consapevole che il *fair value* di tali attività intangibili prive di mercato attivo esprime di necessità un valore stimato sulla base di *assumptions* soggettive, e dunque ha ritenuto buona prassi (IFRS 13) quella di ridurre il più possibile gli spazi di soggettività, ponendo l'attenzione, più che sulle tecniche di valutazione, sul processo valutativo, che deve essere: (a) razionale; (b) il più possibile informato; (c) in grado di minimizzare il peso delle *assumptions* e degli input informativi non osservabili direttamente sul mercato; (d) tracciabile nei suoi sviluppi e nell'identificazione dei *driver* principali di valore.

Nel processo di determinazione del valore dei marchi si è quindi fatto ricorso alle metodologie di norma adottate dalla prassi professionale per la valutazione di questa tipologia di beni immateriali. In particolare, la scelta relativa alla metodologia da adottare per esprimere il valore del marchio è stata effettuata tenendo in considerazione la natura dell'attività svolta da [REDACTED], le caratteristiche del marchio, le informazioni disponibili e le finalità proprie della valutazione.

Inoltre, le analisi preliminari svolte con il fine di selezionare la metodologia valutativa più appropriata da adottare hanno messo in luce quanto segue:

- diventa difficile utilizzare un approccio di mercato, non essendo disponibili sufficienti informazioni su transazioni comparabili aventi per oggetto siffatti beni;
- non è praticabile l'utilizzo di un metodo fondato sul costo. Tale metodologia incontra tuttavia i limiti derivanti dal costo sostenuto per la creazione e lo sviluppo, atteso che il marchio ha avuto poco sostegno in termini di pubblicità e promozione.

Pertanto, ai fini della Valutazione e sulla base delle informazioni in possesso, il CTU ha ritenuto opportuno utilizzare quale metodologia valutativa quella reddituale poiché, tra tutte, risulta quella di maggior peso in relazione all'affidabilità e più rappresentativa della peculiare configurazione di valore ricercata. Il metodo adottato **Relief from Royalty Method** ("RRM"), riconosciuto nella prassi valutativa in materia di valutazione di beni intangibili, è stato ritenuto coerente con le informazioni disponibili e delle caratteristiche dell'asset, risulta al CTU ragionevole e non arbitrario.

L'approccio reddituale è, come detto, un approccio di valutazione particolarmente utilizzato e si basa principalmente sull'attualizzazione dei redditi o dei flussi di cassa derivanti dallo sfruttamento della risorsa immateriale: secondo tale metodo, il valore è dato dalla sommatoria dei redditi attualizzati



derivanti dallo sfruttamento stesso della risorsa, in termini di attualizzazione delle royalties presunte, che l'impresa pagherebbe come licenziataria se la risorsa immateriale non fosse di proprietà.

L'alternativa valutativa dell'attualizzazione dei flussi di cassa differenziali (incrementali), che si basa sulla quantificazione e attualizzazione dei benefici e dei vantaggi specifici del bene immateriale rispetto a situazioni "normali", cioè di prodotti non coperti da brevettazione o tutelati a titolo di segreto industriale, non può trovare, nel caso di specie, una concreta applicazione. Il reddito incrementale è infatti ottenuto per differenza tra i ricavi e costi relativi al bene immateriale, con attualizzazione dei flussi differenziali e con esclusione di componenti reddituali estranei o poco rilevanti, che nel caso di ██████ rappresentano grandezze negative.

Il metodo adottato (RRM o metodo del "prezzo di consenso") si basa sull'assunto che i marchi sono comunemente intermediati a livello internazionale, specialmente nei gruppi che spesso li accentrano in società (*royalty companies*); la logica sottostante al criterio consiste nell'immaginare quali sarebbero i costi aggiuntivi in cui l'impresa incorrerebbe se fosse sprovvista del marchio e dovesse ottenerlo in licenza da terzi.

Il metodo empirico adottato si basa quindi sulla determinazione delle "royalties presunte" che il titolare del marchio avrebbe richiesto per autorizzare terzi allo sfruttamento dello stesso. Il *relief from royalties method* è particolarmente indicato laddove si voglia arrivare alla determinazione di un valore di scambio (e quindi di mercato) della risorsa immateriale, poiché tale valore è stimabile come somma attualizzata delle royalties presunte attualizzate, che l'impresa pagherebbe come licenziataria se la risorsa immateriale non fosse di sua proprietà, in un orizzonte temporale non superiore alla sua scadenza. ⁽¹⁹⁾

Il valore del marchio è quindi determinato quale valore attuale (VA) dei flussi di royalties in base alla seguente formula:

$$VA_m = (DDR \times \Delta V) \times a_n \cdot i^i$$

dove:

- VA_m rappresenta il valore del marchio;
- DDR rappresenta il *distressed royalty rate*;
- ΔV rappresenta le vendite incrementali riferibili all'uso del marchio;
- i (wacc) rappresenta il tasso di attualizzazione;
- n rappresenta la vita utile del marchio.

Pertanto, gli input necessari all'applicazione del criterio sono:

- il *royalty rate* appropriato;
- i flussi di ricavi cui applicare il tasso di royalty;
- la vita utile residua dell'asset;
- il tasso di attualizzazione dei benefici futuri.

⁽¹⁹⁾ I marchi, grazie alla rinnovabilità, hanno una vita utile potenzialmente infinita (a differenza dei brevetti). Nella stima dei benefici economici, si utilizza peraltro, normalmente, un orizzonte temporale limitato, in funzione del business plan e considerando l'aleatorietà insita nella stima di ricavi prospettici particolarmente lontani.

4.3.1 – Distress Royalty Rate

Il **tasso di royalty** (“*royalty rate*”) identifica la percentuale applicata a un parametro identificato (generalmente i ricavi) nei contratti di licenza di beni intangibili con caratteristiche omogenee all’asset oggetto di valutazione. Aspetto particolarmente delicato riguarda la sua determinazione, poiché, come per tutti i corrispettivi, anche la definizione dei tassi di royalty consegue al processo negoziale che intercorre fra le parti e al potere contrattuale di cui ciascuna dispone; è pertanto evidente che mentre il licenziante tende a massimizzare il suo ritorno economico, il licenziatario cercherà di minimizzare l’impegno finanziario.

Nonostante l’esistenza di alcuni database disponibili online, la raccolta di informazioni dettagliate in ordine a specifici accordi di licenza non è agevole. Con riferimento al mercato nel suo complesso, Licensing Insights (2008) riporta che i *royalty rates* oscillano tipicamente fra il 4% e il 12%, con intervallo a maggior frequenza compreso fra il 5% e l’8%⁽²⁰⁾; un’analisi empirica condotta negli USA su un arco temporale di 20 anni, che ha analizzato n. 1.533 licenze, ha evidenziato che, per i beni di consumo i *royalty rates* oscillano invece tra 0% e 17%.⁽²¹⁾

Il CTU ha fatto riferimento ai valori medi delle royalties rilevate sul mercato per la categoria delle “montature per occhiali”⁽²²⁾, con riferimento alle categorie *Celebrity* (10%), *Collegiate* (10%) e *Corporate* (8,5%), derivando un tasso di royalty nella misura del 10%. I flussi di royalty sono pertanto ricavati facendo riferimento ad accordi di licenza aventi per oggetto beni comparabili, così che il criterio utilizza “informazioni rilevanti generate da transazioni di mercato”.

In assenza di utili ricollegabili alla gestione di ████████ dei marchi in oggetto, non è stato possibile adottare altri approcci indiretti, quali (i) il metodo ricollegabile al *Return on Assets* (“ROA”), derivabile dall’extrareddito allocabile al marchio, ovvero (ii) il metodo dei redditi differenziali.

Il valore della royalty come in precedenza indicato nella misura del 10% risulterebbe congruo nell’ambito di un’analisi di secondo livello, che si basa sul metodo sintetico del pollice (*rule of thumb*), nato per ovviare ai problemi di definizione dei termini contrattuali di accordi di licenza⁽²³⁾. Tale regola, che si riallaccia alla teoria del rischio/rendimento, è particolarmente usata quando: 1) la proprietà intellettuale rappresenta una significativa porzione del valore del prodotto (come nel caso di

⁽²⁰⁾ G. BERTOLI – B. BUSACCA – R. GRAZIANO, *La determinazione del “royalty rate” negli accordi di licenza*, Università degli studi di Brescia, Paper n. 101, marzo 2010, p. 8.

⁽²¹⁾ v. R. GOLDSCHIEDER – J. JAROSZ – C. MULHERN, *Use of the 25 per cent rule in valuing IP*, in *Les Nouvelles*, dec 2012, p. 128.

⁽²²⁾ G.J. BATTERSBY – C.W. GRIMES, *Licensing royalty rates*, 2017, p. 45.

⁽²³⁾ Per una ancora attuale applicazione della regola empirica del pollice v. R.P. SCHWEIHS, *The rule of law overrules the rule of thumb*, in *Economic Damage insights*, autumn 2013, p. 86 ss.gg. e R. GOLDSCHIEDER, *The classic 25% rule and the art of intellectual property licensing*, in *Duke Law & Technology Review*, 6/2011. La regola sintetica del pollice (*rule of thumb*) è stata usata per molti anni nei casi di brevetto, ma negli USA la sua applicazione non è più ammissibile, non potendo più essere fatta valere in una causa di brevetto. Il 04.01.2011 la United States Court of Appeals for the Federal Circuits (CAFC) ha infatti emesso la sentenza relativa alla controversia sorta tra Uniloc USA Inc. (quale titolare del brevetto no. 5.490.216) e Microsoft Corporation, con la quale sentenza ha ritenuto che, nonostante la “*rule of thumb*” sia stata utilizzata nelle controversie per approssimare il valore di una royalty ragionevole (*reasonable royalty*) da corrispondere al titolare del brevetto in caso di violazione, la stessa non possa essere utilizzata indiscriminatamente. Secondo i giudici americani, infatti, la regola è una mera costruzione teorica, che prescinde dalle circostanze del caso di specie e dalla “*reasonable royalty*” determinabile con riferimento ad uno specifico settore, ad una tecnologia o ai soggetti coinvolti nella controversia.

specie) e/o quando i benefici incrementali del diritto sono, in qualche modo, difficili da misurare ⁽²⁴⁾. Essa trova inoltre il proprio presupposto sul fatto che il licenziatario è il soggetto sul quale incombe maggiormente il rischio di insuccesso, ed è equo che a questi spetti una quota maggioritaria (3/4) dei profitti generati dal progetto.

Alcune qualificate analisi hanno evidenziato che i tassi di royalty riportati nei vari settori non convergono sempre con i tassi generati dalla regola del 25%, sebbene tendano a rientrare tra il 25% dei margini lordi e il 25% dei margini operativi ⁽²⁵⁾. Si ricava pertanto che l'entità della royalty non è sempre del 25% dell'*ebitda*, ma si pone tra il 25% del *gross profit* e il 25% dell'*ebitda*, così che va da un minimo del 25% ad un massimo del 33% (1/3) dei profitti operativi ante imposte ⁽²⁶⁾, e ciò in relazione alla redditività del prodotto coperto da diritti di privativa; da qui, quindi, la necessità di conoscere i margini di profitto generati dai prodotti a marchio "K3" ®.

Si è pertanto provveduto a ricostruire la marginalità ("*gross profit*") aggiustata (adj) per l'esercizio 2021, ottenendo una marginalità lorda, senza considerare le spese generali e straordinarie, nella misura del 42%; applicando la regola del pollice si otterrebbe quindi un valore della royalty nell'intorno, appunto, del 10%. Poiché nel caso di specie il diritto è utilizzato sia per aumentare il volume delle vendite sia per ridurre i costi diretti, è ragionevole associare la *royalty rate* al *gross profit*. ⁽²⁷⁾

Il tasso di royalty deve tuttavia essere riallineato alla configurazione di valore voluta, per cui è stato aggiustato, applicando uno sconto del 20% per tener conto del contesto esecutivo in cui avverrebbe la transazione, ottenendo così un *distressed royalty rate* nella misura del 8%.

Al fine di permettere un'analisi di sensitività del valore del marchio il *distress royalty rate* è stato anche confrontato con l'ipotesi di uno sconto più aggressivo, nella misura del 50%, ottenendo pertanto un tasso di royalty da attualizzare nella misura del 5%. Parallelamente, il test di sensitività evidenzierà le risultanze ottenibili con un tasso di royalty nella misura "*fair*" del 10%.

4.3.2 – Tasso di attualizzazione (wacc)

L'attualizzazione dei flussi comporta la determinazione del **costo del capitale**, che è la componente più delicata. Per la sua determinazione secondo il modello teorico di riferimento CAPM ⁽²⁸⁾ si è

⁽²⁴⁾ R. GOLDSCHIEDER – J. JAROSZ – C. MULHERN, *Use of the 25 per cent rule in valuing IP*, in *Les Nouvelles*, dec 2012, p. 123.

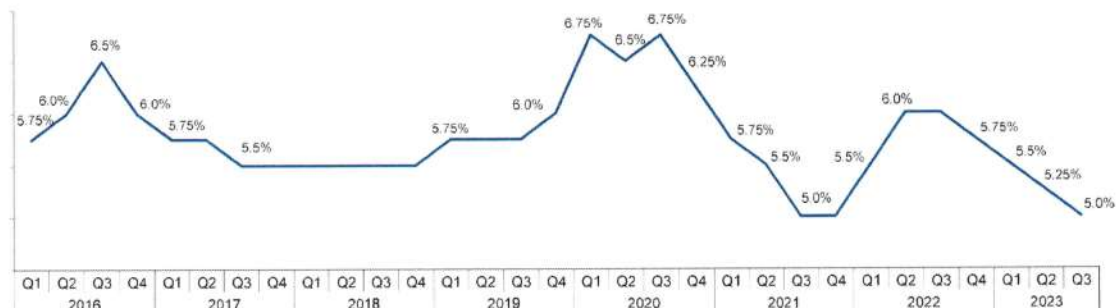
⁽²⁵⁾ J.E. KEMMERER – J. LU, *Profitability and royalty rates across industries: some preliminary evidence*, 2009, i quali hanno messo in evidenza che una rivisitazione dei dati di Goldscheider (2002) dimostra inoltre che un adattamento lineare "forzato" sembra rendere il tasso medio della royalty rate pari al 23% del margine medio di profitto operativo, dando un sostegno indiretto alla regola del 25%. Tuttavia, tale conclusione deve essere presa con prudenza, poiché, in realtà, non è stata trovata alcuna relazione lineare di portata generale tra i tassi di royalty applicati e i margini operativi secondo la definizione data da Goldscheider.

⁽²⁶⁾ S.R. COLE – S.A. DAVIDSON, *Reasonable Royalty Rate*, in *CA Magazine*, 132/4, pp. 30-32. KPMG, *Profitability and royalty rates across industries: some preliminary evidence*, 2012, afferma che "*The rule might better be referred to as the 25 percent to 33 percent rule, as suggested by Razgaitis (2002)*". A conferma che la regola del 25% si riferisca in realtà ad un range compreso tra il 25% e il 33% vedasi anche R. GOLDSCHIEDER, J. JAROSZ e C. MULHERN, *Use Of The 25 Per Cent Rule In Valuing IP*, 2002, ove si afferma che "*Finally, the ratio of R&D to profits is often in the range of 25 to 33 per cent*", nonché J. E. KEMMERER, JIAQING LU, Applied Economics Consulting Group, Inc., Austin, Texas, USA, in *Profitability and royalty rates across industries: some preliminary evidence*, dove di legge che "*The rule might better be referred to as the 25% to 33% rule, as suggested by Razgaitis (2002)*".

⁽²⁷⁾ KPMG INTERNATIONAL, *Profitability and royalty rate across industries: some preliminary evidence*, 2012, p. 7.

⁽²⁸⁾ Il modello *Capital Asset Pricing Market* (CAPM) è un modello statico, lineare e monofattoriale che fa discendere il costo/opportunità del capitale dall'assunto che l'impresa sia legata al rischio di mercato finanziario, misurato dal coefficiente beta. Tale modello si presta ad una applicazione allargata di valutazioni di attività finanziarie, cioè in tutti quei casi nei quali

ricorso all'asta del 31.10.2023 dei BTP a 10 anni per i rendimenti dei titoli privi di rischio e del *market risk premium* ("MRP") evincibile dalle analisi di G (29), come indicati nel grafico sottostante, per ottenere il costo del capitale (Ke) e del costo medio ponderato (wacc).



Dall'analisi di quanto sopra esposto il CTU ha ritenuto di assumere: (a) il rendimento dei titoli privi di rischio a 10 anni pari al rendimento dell'asta del 31.10.2023 dei BTP a 10 anni, che ha registrato un rendimento lordo del 4,76%; (b) il MRP quale valore rilevato da G pari a 5,0%.

Il modello CAPM stabilisce che il premio per il rischio azionario (ERP) vada moltiplicato per il coefficiente beta (β) del settore di riferimento (30), al fine di misurare in tal modo i rischi *non diversificabili*.

Secondo le banche dati disponibili (31) il valore di beta *levered* nel settore retail (general) del mercato europeo è pari a 0,76 e il valore di beta *unlevered* è pari a 0,36. Si è quindi ritenuto di poter assumere il valore medio di beta *levered* pari a 0,76 tuttavia aggiustandolo con un *Firm Size Premium* ("FSP") del 30% per il fatto che [redacted] è una società non quotata; è stato inoltre considerato un *Small Size Premium* ("SSP") nella misura del 4% e un *Country Risk Premium* ("CRP") in MRP era riferito al mercato mondiale.

si debba determinare il rendimento atteso $E[R_i]$ dei *cash flow* futuri scontati, al fine di determinarne il valore attuale; l'operazione di sconto determina dunque il prezzo corretto dell'attività finanziaria. Secondo la *best practice*, infatti, un'attività finanziaria è correttamente prezzata se il prezzo osservato sul mercato è uguale a quello determinato tramite il CAPM.

(29) KPMG, *Equity Market Risk Premium Research Summary*, 30 september 2023, che si è espresso come segue: "we recommend the use of an equity market risk premium ("MRP") of 5.0% as per 30 September 2023. During the third quarter of 2023 we have observed a decrease in stock prices of which the effect on the MRP has been more than offset by increasing risk-free rates, while the economic outlook remained rather constant. As a result of these developments, we decrease our MRP to 5.0%; a decrease of 25 basis points compared to the MRP as per 30 June 2023.

(30) In finanza, il beta (β) è il coefficiente che misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato; esso è il rapporto tra la covarianza tra i rendimenti dell'asset e i rendimenti del portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti di mercato (δ_m). Poiché la covarianza dei rendimenti del portafoglio di mercato con se stessi (cov_{mm}) è pari alla varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato, il β del portafoglio di mercato è pari a 1; si avrà quindi un β inferiore a 1 se il titolo è meno rischioso rispetto al portafoglio di mercato, mentre si avrà un β superiore ad 1 quando il titolo è più rischioso del portafoglio di mercato. Il coefficiente β non può essere direttamente osservato, ma deve essere oggetto di stima. Il β che deriva dalla regressione viene definito *beta levered*, in quanto è un coefficiente che esprime la rischiosità dell'impresa complessiva; per determinare la sola rischiosità operativa bisogna più propriamente determinare il *beta unlevered*, poiché il rischio complessivo è determinato sia dal rischio operativo (o specifico) sia dal rischio finanziario (o sistemico), in conseguenza della particolare struttura finanziaria che la società ha e del suo livello di indebitamento, risultando fondamentale isolare gli effetti del rischio finanziario sul rischio totale dell'investimento, al fine di capire quale sia il livello del rischio insito in determinate attività, indipendentemente dalla struttura finanziaria delle società quotate che operano in quel settore.

(31) *Betas by Sector*, con riferimento al 5.1.2023.

Esiste infatti una relazione inversa tra dimensione aziendale e rendimento, in quanto tende a ridursi all'aumentare della sua dimensione, cioè per imprese con ricavi maggiori. In genere il FSP è compreso tra il 24% e il 30% (a livello di coefficiente beta), mentre a livello europeo l'impatto sul valore assoluto si traduce in un valore pari all' 8,56% ⁽³²⁾; nel caso di specie è stato quindi utilizzato il valore massimo (30%) in considerazione della dimensione aziendale e dell'assenza di coefficienti alfa (α), quali maggiori premi discrezionali del valutatore. Il valore di beta levered *aggiustato* (adj) è quindi pari a 0,96. In base a quanto finora esposto, il costo del capitale proprio è stato assunto nella misura del 15,8% e, considerando un costo del debito pre-tax del 4,0%, un valore *wacc* del 8,1%.

- Calcolo del Ke e del wacc		
RF	Rendimento titoli privi di rischio 10A	4,76%
RM	Rendimento medio mercato azionario 10A	9,76%
MRP	Market Risk Premium	5,00%
CRP	Country Market Premium Italia	2,20%
β_L	Beta levered - rischio complessivo	0,74
β_U	Beta unlevered - rischio operativo	0,36
β_F	Rischio finanziario di Beta ($\beta_L - \beta_U$)	0,38
β_{adj}	Beta levered aggiustato - $\beta_L * (1 + FSP)$	0,96
β'_{adj}	Beta unlevered aggiustato - $\beta_U * (1 + FSP)$	0,47
ARP	Additional Risk Premium	4,00%
	Firm size premium - no quotata	30,00%
I - KD	Tasso di interesse medio	4,00%
T	Imposte	24,00%
D/E	Rapporto Debiti/Equity	1,50
E		40
D		60
KE	$RF + MRP * \beta_{adj} + CRP + ARP$	15,8%
WACC	$KE * E / (D+E) + KD * (1 - T) * D / (D+E)$	8,1%

4.3.3 – Vita utile

Il valore di un marchio è funzione diretta della sua vita utile residua; il suo contributo economico al reddito d'impresa può invece essere funzione inversa della sua vita utile residua, in quanto quest'ultima è funzione (entro una certa misura) delle spese sostenute per l'accrescimento e lo sviluppo del marchio stesso ⁽³³⁾. Maggiori sono tali spese, minori sono i redditi correnti, ma più estesa è la vita utile residua del bene immateriale, per cui sono state effettuate considerazioni in relazione al deprezzamento del bene stesso (e del relativo fatturato), anche collegate ad alcuni indicatori del suo valore strategico, quali il fatto che trattasi di marchio di prodotto, le performance della proprietà e la sostenibilità del marchio.

Tenuto conto di quanto emerso dalle analisi della documentazione messa a disposizione, nel caso di

⁽³²⁾ M. MASSARI – M FABRIZI – G. GIANFRATE, *La misura del premio per il controllo in Europa*, in *La valutazione delle aziende*, n. 69/2013, p.11, hanno compiuto un'analisi nel periodo 2003/2012, evidenziando che il multiplo EV/Ebitda utilizzato per la transazione di maggioranza di una società quotata è pari a 10,98, mentre quello per società non quotate è pari a 10,04. Il differenziale (0,94) ammonta è quindi pari, in percentuale, all'8,56%. Non è disponibile il dato settoriale automotive per i trasferimenti di pacchetti di maggioranza.

⁽³³⁾ OIV, *La stima del contributo economico dei beni immateriali usati direttamente ai fini del regime di Patent Box: riflessioni per gli esperti di valutazione*, discussion paper, 2015, p. 19.

specie sono state effettuate le seguenti considerazioni in virtù delle quali è stata determinata una vita utile del marchio “K3” nell’intervallo di 3 – 12 anni, con una più convincente vita utile di **5 anni** (2024:2028) in assenza di contenzioso, che rappresenta anche la metà della vita utile del prossimo rinnovo:

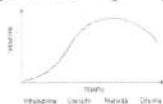
- la sostanziale totalità del fatturato ██████ è rappresentata dalla vendita di prodotti a marchio “K3” e la società sta registrando da anni perdite sistematiche. Ciò significa che a breve la società potrebbe essere nell’impossibilità di mantenere il requisito della continuità, se non interviene una ricapitalizzazione esterna. Poiché l’azienda, di per se stessa, non è attualmente in grado di generare innovazioni sul mercato, l’analisi degli intangibili implica pertanto lo studio della diffusione, nei prossimi anni, dei prodotti già esistenti, cioè dei prodotti a marchio “K3”. Tuttavia, anche in liquidazione, ██████ detiene un magazzino prodotti a marchio che ha un valore quasi doppio del fatturato registrato nel 2022; ciò significa che la presenza del prodotto sul mercato potrebbe verificarsi per almeno 3 anni;
- le dimensioni del fatturato (*rectius*, vendite del prodotto a marchio “K3”) sono non solo limitate, ma anche caratterizzate dalla vita media attesa del marchio in relazione al suo ciclo di vita ⁽³⁴⁾ e dalle conseguenti relazioni con la clientela, che non è un dato casuale, essendo derivato dall’indice di fedeltà (*retention rate*) ⁽³⁵⁾. Secondo l’approccio normalmente utilizzato nella prassi, la vita utile residua secondo il metodo CAM (*constant attrition rate method*) è calcolabile sulla base della nota funzione esponenziale

$$Y = k \exp^{-bx}$$

in cui la sensibilità è attribuita dai valori attribuiti alle incognite (k) e (b) secondo il modello ⁽³⁶⁾. Applicando le regressioni secondo la suddetta formula sui dati aziendali inerenti i prodotti a marchio (v. *infra*) si ricava una previsione di azzeramento delle vendite dopo 12 anni, periodo che va pertanto considerato come limite massimo del ciclo di vita;

- nelle attuali condizioni dell’economia, la determinazione di un adeguato e coerente tasso di *retention*, che nel settore retail è del 63% (*attrition rate* pari quindi al 37%) ⁽³⁷⁾, è molto più

⁽³⁴⁾ La teoria *product life cycle* (PLC) considera il prodotto come distinto e, quindi, dotato di un proprio ciclo di vita. Pertanto, secondo tale teoria, i prodotti a marchio “K3” non generano il loro contributo alla redditività dell’azienda in modo costante, bensì, come i cicli biologici, secondo il proprio ciclo di vita, che va dalla nascita al declino, passando per lo sviluppo e la crescita, secondo il noto andamento campanulare, meglio riproposto nella sottostante figura.



⁽³⁵⁾ M. BINI, *La valutazione degli intangibili. Business Combination e PurchasePrice Allocation*, 2011, p. 264, il quale ricorda che il metodo CAM presuppone che la speranza di vita media delle relazioni di clientela sia la stessa per tutte le classi di età delle relazioni (clienti acquisiti più di recente e clienti più lontani nel tempo). – S. VICARI, R. LEVEQUE, G. PETRONELLA, *L’analisi del comportamento della clientela per la determinazione della vita utile residua della customer relationship*, in *La valutazione delle aziende*, n. 53/2009, p. 50 evidenziano anche un calcolo della vita media secondo la formula lineare $n = 1/(1 - retention\ rate) = [1/(1 - RR)]$.

⁽³⁶⁾ Trattasi della nota funzione utilizzata nell’analisi del ciclo di vita del prodotto poiché si avvale simultaneamente sia della struttura del modello logaritmico per lo studio della fase di introduzione e di sviluppo delle vendite del prodotto, sia del modello esponenziale modificato per descrivere le fasi del tardo sviluppo e della sua maturità. La funzione esponenziale descritta è ritenuta da alcuni particolarmente idonea a descrivere la domanda di beni voluttuari, ed è atta ad esprimere la domanda dei beni in esame. La stima dei coefficienti ottenuti dalle regressioni (purtroppo limitate ai soli ultimi 6 esercizi), permette inoltre di quantificare anche il coefficiente di determinazione (R^2), quale indice di correttezza del modello statistico utilizzato.

⁽³⁷⁾ STATISTA RESEARCH DEPARTMENT, *Global customer retention rates by industry 2018*, nov 2020, evidenzia il

problematica di quanto appaia dalla letteratura di marketing, perché le percezioni di equità (distributiva e procedurale) che sono alla base della qualità relazionale e della longevità (*retention*) dello scambio economico/sociale con il cliente sono un costrutto dinamico e non statico ⁽³⁸⁾. Sulla base di tale presupposto si è ritenuto di dimezzare il periodo di vita utile, poiché secondo il modello di ciclo di vita già dopo 6 anni il valore delle vendite risultava dimezzato rispetto al 2022; - ulteriore motivo del dimezzamento del periodo di vita commerciale utile è anche collegato alla totale assenza di qualsiasi intervento di sostegno del marchio, non essendovi alcuna spesa sostanziale (ad eccezione di spese per fiere sostenute nell'anno 2022 per euro 7.117) in termini di pubblicità, fiere, sponsorizzazioni per mantenere ed aumentare il riconoscimento e l'apprezzamento del marchio. Nella fase di declino dei prodotti, come quella che caratterizza in modo evidente i prodotti a marchio "K3", si assiste, a volte, ad un loro rilancio, che innesta un secondo ciclo di vita (c.d. riciclo), più smorzato del precedente, ma che prolunga nel tempo il volume delle vendite. Per quanto in precedenza esposto, non si ritiene che tale fase di riciclo, pur possibile in capo al terzo cessionario del marchio, possa invece assumere valore economico per le finalità della presente valutazione. La rivitalizzazione del prodotto implica infatti la presenza di un marketing management in grado di introdurre rapidamente nuovi prodotti o nuove strategie di vendita, al fine di evitare un'associazione del consumatore con il concetto dell'obsoleto o del desueto. Tutto ciò implica infatti risorse economiche e manageriali attualmente assenti in [REDACTED]

4.3.4 – La fiscalità

Un aspetto di rilievo della Valutazione attiene alla fiscalità (TAB o *tax amortization benefit*): in relazione al fatto che il TAB costituisce una parte rilevante del valore, la scelta se considerarlo o meno nella stima rappresenta una decisione importante, in quanto può modificare considerevolmente il valore stesso ⁽³⁹⁾. In genere il TAB può essere esplicitamente aggiunto nei casi in cui il *fair value* sia stimato utilizzando criteri diversi da quelli di mercato e segnatamente nei criteri basati sui flussi di reddito/cassa generati dall'attività, quali i criteri di attualizzazione delle royalty (*royalty relief*). ⁽⁴⁰⁾

Tuttavia, tenuto conto che ai flussi di royalties non è stato sottratto alcun carico fiscale e che il *royalty rate* è stato assunto sulla base dei valori medi praticati nel mercato, il valore ottenuto potrebbe già implicitamente includere il valore dei benefici fiscali; nei casi in cui il valore è calcolato utilizzando criteri basati su riferimenti di mercato, il TAB non deve infatti essere aggiunto al valore, pena la sua duplicazione nel valore finale. ⁽⁴¹⁾

retention rate maggiore nel settore dei media (84%), seguito dai servizi professionali e dal settore automotive (83%); un indice minore è legato al settore bancario (75%) ai servizi al consumatore (67%), al settore manifatturiero (67%) e al settore retail (63%).

⁽³⁸⁾ C. CHIACCHERINI, V. PERRONE, F. PERRINI, *i-Valuation*, 2008, p. 785.

⁽³⁹⁾ M. BINI, *La valutazione degli intangibili*, 2011, p. 599, fa notare che la prassi statunitense è andata nel tempo orientandosi a favore della rilevazione del *fair value cum TAB* a prescindere dalla natura del *deal* (*asset deal* o *stock deal*)

⁽⁴⁰⁾ L. POZZA – A. CAVALLARO, *Le stime di fair value secondo i criteri analitici e di mercato: il riconoscimento del tax amortization benefit*, in Riv. dott. comm., 1/2021, p. 6 s.

⁽⁴¹⁾ L. POZZA – A. CAVALLARO, *cit.*, segnalano che tale posizione è coerente con quanto indicato dalla dottrina internazionale e nazionale in tema di valutazioni e dalla prassi professionale. In particolare, tra l'altro: (a) con riguardo alla dottrina internazionale, cfr. IVSC, *Determination of fair value of intangible assets for ifrs reporting purposes*, 2007, § 5.28, "Such an adjustment [i.e. inclusione del TAB] is not, however, appropriate when applying the sales comparison approach as

4.4 – Il contesto pandemico e conseguenze valutative

Il contesto pandemico non è indifferente ai fini della Valutazione, poiché i risultati dell'esercizio 2020, come in precedenza analizzati, sono stati evidentemente compromessi dall'incertezza sui mercati, dalle mutate capacità di spesa dei consumatori e dalla chiusura dei siti produttivi/commerciali a causa della diffusione della pandemia da Covid-19.

Nel caso di specie, nel 2020 il fatturato dei prodotti a marchio "K3" è diminuito del 76% rispetto all'esercizio precedente, per poi riprendere nel 2021 in un valore all'incirca pari a quello registrato nel 2019.

Per tali motivi, si è ritenuto di ottenere il valore del marchio quale valore medio di due trends previsionali di ricavi: (a) uno quale proiezione dei dati storici, compresi anche quelli relativi all'esercizio 2020 e (b) uno quale proiezione dei dati storici con esclusione dell'anno interessato dalla pandemia. La differenza tra i due trends mostra una devianza nell'ordine del 25% circa.

§ 5

LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DEI MARCHI "K3" E "ARQUO"

5.1 – Le previsioni sui flussi di royalty

26

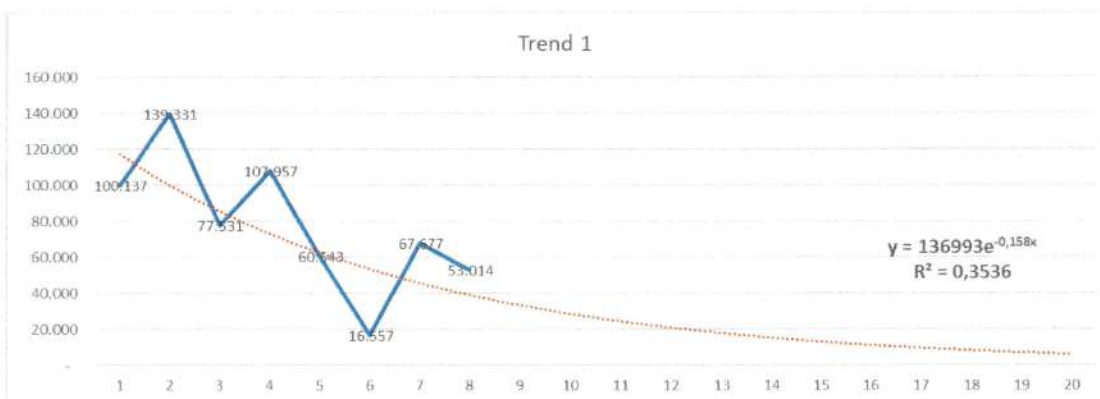
Il metodo basato sulla attualizzazione delle royalties comporta la necessità di avere a disposizione i dati previsionali dei ricavi; in tal senso [redacted] ha dichiarato di non essere in possesso di un *business plan*, per cui i ricavi futuri sono stati oggetto di stima da parte del CTU sulla base del modello del ciclo di vita del prodotto.

Ciò è avvenuto prendendo a riferimento, come base storica su cui proiettare le previsioni, i dati del fatturato specifico del marchio "K3" degli esercizi dal 2015 al 2022 compresi (trend 1); poiché l'anno 2020 è stato compromesso dalla pandemia Covid-19, si è ritenuto anche di valutare le proiezioni

transaction prices will implicitly encompass any perceived tax benefit" e § 5.68, "A tax amortisation benefit adjustment, as described earlier, is not required when applying the cost approach by reference to the amount payable in the market to obtain an intangible asset with the same or similar service capacity". (b) L.F. FRANCESCHI, *M&A operations between banks: purchase price allocation*, 2009, p. 16: "The TAB is instead excluded from the application scope of methods attributable to the criterion of the sales comparison approach. In this case, the prices negotiated in transactions effected on the market and, consequently, the multiples constructed with regard to these values should be regarded as comprising all relevant components, including the tax benefits in question". (c) Con riferimento alla dottrina nazionale, cfr. PIV III.5.11, p. 201, secondo cui "il TAB (i) "può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del reddito"; (ii) "può essere sommato al valore identificato sulla base della metodica del costo, quando i costi sono considerati al netto di imposta"; (iii) "non deve essere invece sommato al valore identificato sulla base della metodica di mercato, in quanto i prezzi di mercato già includono il TAB". (d) con riguardo alla prassi professionale, cfr. PWC, *Manual of accounting*, 2012, § 25.92.3, p. 25044: "Using the TAB in the valuation is appropriate when using certain valuation techniques - for example, discounted cash flow method. However, in certain other valuation methods (such as the market comparison model), no restatement is needed for the TAB, as the TAB is de facto included in the observable data"; Grant Thornton, *Intangible assets in a business combination - Identifying and valuing intangibles under IFRS 3*, 2008, pp. 21 e segg.. ai fini di bilancio, il TAB: deve essere riconosciuto se l'*asset* è stato valutato utilizzando approcci basati su flussi di reddito / cassa (*income approach*); non deve essere riconosciuto ove, ai fini delle stime, siano stati impiegati criteri basati su osservazioni di mercato (*market approach*); può essere riconosciuto o meno, ove siano stati utilizzati criteri basati sui costi. Ciò in funzione del fatto che i dati di costo utilizzati includano (o meno), direttamente o indirettamente, i benefici di natura tributaria.

(trend 2) escludendo, appunto, i dati relativi al 2020.

In questo secondo caso il coefficiente di determinazione R^2 risultava decisamente migliore rispetto a quello del trend 1, essendo cioè in grado di meglio rappresentare la correttezza del modello statistico in termini di variabilità dei dati ⁽⁴²⁾, come meglio rappresentato nei grafici che seguono.



Poiché in assenza di qualsiasi intervento in termini di costi di mantenimento del marchio gli effetti della pandemia registrati nel 2020 hanno comunque un effetto sulle vendite del prodotto, si è ritenuto opportuno non prendere in considerazione i soli dati del trend 2, bensì quelli derivanti dalla media delle due previsioni. Il fatturato prospettico nelle due ipotesi è pertanto riepilogabile come segue.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Fatturato - Trend 1	51.755	43.971	37.357	31.738	26.965	22.909	19.463	16.536	14.049	11.936	10.140	8.615
Fatturato - Trend 2	63.397	55.725	48.980	43.052	37.842	33.262	29.237	25.698	22.588	19.854	17.451	15.339
Fatturato - Media	57.576	49.848	43.169	37.395	32.403	28.086	24.350	21.117	18.318	15.895	13.796	11.977

⁽⁴²⁾ Secondo la definizione di J. STOCK e M. WATSON, *Introduzione all'econometria*, 2005, p. 17 se R^2 è prossimo a 1, significa che i regressori predicano bene il valore della variabile dipendente in campione; mentre se è uguale a 0, significa che non lo fanno.

5.2 – Il valore economico del marchio “K3”

5.2.1 – Il valore attuale delle royalties quale valore economico del marchio “K3”

Per la determinazione del valore del marchio “K3” si è quindi dapprima ricavato il fatturato prospettico in base ai risultati delle regressioni $Y = k \exp(-bx)$, cioè

$$\text{Trend 1: } VA1 = Y = 136993 \exp^{-0,158x}$$

$$\text{Trend 2: } VA2 = Y = 137472 \exp^{-0,129x}$$

per poi applicare il *distressed royalty rate* del 8% e attualizzare i dati prospettici al tasso *wacc*, ottenendo così il valore medio, il tutto meglio rappresentato nella tabella che segue. Anche al fine di calcolare il test di sensitività, il calcolo è stato effettuato per le 3 ipotesi di vita utile del marchio (3 anni – 6 anni – 12 anni) e per le 3 ipotesi di royalty rate (5% - 8% - 10%), essendo tali parametri determinati con le logiche in precedenza esposte.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	11A	5A	2A		
Trend 1	51.755	43.971	37.357	31.738	26.965	22.909	19.463	16.536	14.049	11.936	10.140	8.615				
Trend 2	63.397	55.725	48.980	43.052	37.842	33.262	29.237	25.698	22.588	19.854	17.451	15.339				
Royalty applicata	8%												11A	5A	2A	
Royalties 1	-	3.518	2.989	2.539	2.157	1.833	1.557	1.323	1.124	955	811	689				
Tax	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
Royalties 1 nette	-	3.518	2.989	2.539	2.157	1.833	1.557	1.323	1.124	955	811	689	19.495	13.036	6.507	
Royalties 2	-	4.458	3.918	3.444	3.027	2.661	2.339	2.056	1.807	1.588	1.396	1.227				
Tax	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
Royalties 2 nette	-	4.458	3.918	3.444	3.027	2.661	2.339	2.056	1.807	1.588	1.396	1.227	27.921	17.508	8.376	
VA1	-	3.254	2.558	2.010	1.580	1.242	976	767	603	474	372		13.835	10.644	5.812	
VA2	-	4.124	3.353	2.726	2.217	1.803	1.466	1.192	969	788	641	521	19.799	14.223	7.477	
													TOTALE - VA medio	16.817	12.433	6.645

Sulla base delle assunzioni di una vita utile del marchio di 5 anni, di una DDR (*distressed royalty rate*) del 8% e di un tasso di attualizzazione (*wacc*) del 8,1%, il valore economico del marchio “K3” è pari ad euro

$$VA_m = (DDR \times \Delta V) \times a_n \overline{1}^i = (DDR \times \Delta V) \times a_5 \overline{1}^{0,081} = 12.433$$

arrotondabile ad euro **12.400,00** (dodicimilaquattrocento/00).

Tale valore rappresenta tuttavia il valore del marchio “K3” in ipotesi di assenza di qualsiasi contestazione sulla proprietà dello stesso. La configurazione di valore comporta invece la necessità di dover tener conto non solo del contesto esecutivo nel quale si inserisce la Valutazione, ma anche (e soprattutto) del rischio collegato alla succitata vicenda giuridica che vede pendente in Cassazione il giudizio sulla legittimità del marchio stesso.

Nel caso di specie, per “rischio” s’intende la probabilità che il valore del marchio assuma un valore pari a zero, cioè che la Cassazione confermi la decisione di primo grado (cassando quindi quella di secondo grado), inibendo l’uso del marchio “K3”. In tal caso è evidente che l’acquirente del marchio

si troverebbe nella situazione di non poterlo più utilizzare, essendogli inibita la produzione, l'esportazione, l'importazione, la commercializzazione e la promozione di prodotti contrassegnati da tale marchio.

Il rischio connesso a tale evento viene calcolato secondo la formula

$$R = P \times VA_m$$

per cui il rischio è tanto più grande quanto è più probabile che venga confermata la decisione di primo grado. Poiché le decisioni di primo e secondo grado sono contrapposte, è razionale ipotizzare una percentuale di rischio pari al 50%, per cui il valore del marchio (aggiustato del rischio causa) sarebbe pari a

$$VA_{adj} = VA_m - R = (1 - P) \times VA_m$$

$$VA_{adj} = (1 - 50\%) \times 12.400 = \mathbf{6.200,00} \text{ (seimiladuecento/00)}$$

Un secondo approccio di determinazione del valore del marchio "K³" aggiustato con il rischio causa consisterebbe nel determinare il valore attuale delle royalties relative ai soli primi 18 mesi, cioè quelle riferibili fino al 30.06.2025, tempo dopo il quale la Cassazione dovrebbe aver già emesso la propria sentenza. La logica sottostante consisterebbe quindi nell'attribuire un valore al marchio limitatamente al periodo in cui non vi siano problemi sul suo utilizzo.

Ciò detto, il valore sarebbe pari ad euro 5.167, arrotondabile ad euro 5.000,00; tale dato sarebbe coerente al valore precedentemente stimato in euro 6.200,00.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	TOT
Roy trend 1	-	3.254	1.279	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Roy - Trend 2	-	4.124	1.676	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VALORE MARCHIO	-	3.689	1.478	-	-	-	-	-	-	-	-	5.167

5.2.2 – Test di sensitività

In ottemperanza alle linee guida e alla *best practice*, al fine di pervenire a un processo logico previsionale, tale da rendere comprensibile il processo di prognosi e credibile il suo risultato, si conferma che la valutazione si è svolta anche sulla base della c.d. analisi di sensitività (*sensitivity analysis*), cioè un'analisi dei diversi scenari che si possono configurare rispetto alle principali variabili con un approccio di tipo "what if".

I risultati di tale analisi, sviluppata sulla base di una variazione del tasso di royalty e della durata della vita del marchio "K³" portano ad una griglia di valori come meglio rappresentato nella tabella che segue, che evidenzia un possibile range del valore del marchio che oscilla da un minimo di euro 4.150 circa ad un massimo di euro 21.000 circa.

ROY / VITA	2A	5A	11A
5,0%	4.153	7.771	10.511
8,0%	6.645	12.433	16.817
10,0%	8.305	15.541	21.021

Tali valori sono tuttavia riferibili alla ipotesi di assenza di contenzioso sul marchio. Anche in questo caso, però, il valore del marchio va più propriamente stimato sulla base del rischio (50%) connesso all'esito della causa in Cassazione, evidenziando quindi una griglia di valori dimezzata, compresa da un minimo di euro 2.000 circa ad un massimo di euro 10.500 circa.

ROY/VITA	2A	5A	11A
5,0%	2.077	3.886	5.256
8,0%	3.323	6.217	8.409
10,0%	4.153	7.771	10.511

5.3 – Il valore economico del marchio “Arquo”

Il marchio verbale e descrittivo della dicitura “Arquo”, comunque scritta, non è più tutelato, non essendo stata ulteriormente rinnovata la registrazione n. 0001525729 depositata in data 18.12.2012 e quindi scaduta rispetto il termine decennale.

Nella valutazione di un marchio commerciale si considerano una serie di fattori tra i quali: (i) le spese sostenute per la registrazione; (ii) la distintività del marchio, nel senso che ha sicuramente più valore un segno originale e distintivo di uno descrittivo e facilmente oggetto di contraffazione; (iii) la difesa e il mantenimento in vita del marchio; (iv) l'anzianità del marchio sul mercato e il grado di conoscenza dello stesso presso il pubblico; (v) le spese pubblicitarie effettuate dal titolare per il mantenimento dello stesso e (vi) la quota di mercato detenuta dal marchio e la fedeltà dei consumatori.

Nessuna di tali caratteristiche è posseduta dal marchio “Arquo” e, in particolare, quella della tutela e dell'assenza di un fatturato concreto collegato alle vendite di tale marchio rappresentano senza dubbio la criticità maggiore per l'attribuzione di un valore.

È pur vero che al marchio non registrato deve comunque riconoscersi un diritto di cittadinanza nel sistema delle privative industriali, considerato che la mera situazione di fatto può attribuire al suo titolare un diritto esclusivo di proprietà industriale, ma nel caso di specie la privativa collegata assume un valore non distante dal valore nullo.

In questa prospettiva, va rilevato che anche i segni distintivi diversi dal marchio registrato ai consentono al titolare di esercitare un diritto esclusivo di utilizzazione, nonché di invalidare, al ricorrere di date condizioni, il marchio registrato successivamente da terzi, nel caso sia uguale o simile, in relazione al grado di notorietà, ma è pur sempre richiesta la sussistenza del connotato della notorietà diffusa, fattore questo difficile da attribuire nella dicitura “Arquo”. Tuttavia, la precedente registrazione e (in ogni caso) il preuso di tale marchio comportano il diritto all'uso esclusivo del segno distintivo non solo da parte dell'esecutata, ma anche degli aventi causa, comportando ciò la teorica invalidità del marchio successivamente registrato ad opera di terzi, venendo in tal caso a mancare il carattere della novità, che costituisce condizione per ottenerne validamente la registrazione e il

conseguente valore. ⁽⁴³⁾

Poiché il marchio “Arquo” assume un ruolo secondario, consistente nel ridurre i costi di acquisizione e di *retention* della clientela, il suo valore economico risulta di difficile determinazione nel contesto di [REDACTED], ove la ridotta dimensione aziendale non permette un’analisi degli effetti della sovrapposizione del brand con le relazioni di clientela, né all’identificazione di un appropriato livello di *bundling* ⁽⁴⁴⁾. Un approccio razionale potrebbe quindi essere quello di dover adottare un valore proporzionale a quello del marchio “K3” in relazione al fatturato del 2022, con un dimezzamento del valore in relazione alla mancata tutela della registrazione cioè:

$$VA_m = 12.400 * 2.000 / 53.014 / 2 = 233 \approx 200,00 \text{ (duecento/00)}$$

§ 6

LIMITI SPECIFICI ED ASPETTI DI RILIEVO

6.1 – Limiti specifici della valutazione

La valutazione è stata condotta con l’ausilio sia di strumenti quantitativi che qualitativi. Sotto il profilo quantitativo si evidenzia che le ridotte dimensioni dell’azienda [REDACTED] non permettono quel supporto documentale articolato rinvenibile nelle imprese maggiori, e ciò con particolare riguardo ai dati prospettici. Il metodo *relief from royalty* adottato dal CTU implica infatti il possesso (o la stima) di dati prospettici di fatturato generato dalle vendite dei prodotti a marchio “K3”. Le carenze organizzative di [REDACTED] (legate alla dimensione dell’azienda) comportano infatti *input* “di povera qualità”. Senza un piano strategico, basato su idonee informazioni e redatto con criteri razionali e con coerenza, è infatti illusorio pensare che gli input assunti nella Valutazione non corrano il serio rischio di risultare di qualità scadente ⁽⁴⁵⁾, anche se si è cercato di ovviare a tale carenza mediante l’applicazione del modello del ciclo di vita del prodotto al fine di determinare il fatturato derivante dal possibile sfruttamento economico dei marchi per i prossimi anni.

Il tutto all’interno di una crisi finanziaria e reale, di natura sistemica, che sta colpendo le economie dei Paesi in cui vengono commercializzati i prodotti, così che i limiti specifici della valutazione sono ricollegabili: (a) alla difficoltà di prevedere la capacità di reddito prospettica (anche nel breve termine); (b) all’incremento dei premi per il rischio collegato alle ridottissime dimensioni di [REDACTED] (c) alla evidente caduta delle prospettive di lungo termine.

Tale incertezza si riflette sugli *input* del modello adottato per la stima del marchio “K3”, che è fondato sui flussi attesi; *input* che, per *best practice* ⁽⁴⁶⁾, sono stati adeguati per incorporare il maggior rischio che la crisi comporta. Gli adeguamenti hanno assunto la forma: (i) di un maggior rigore nella stima dei flussi attesi, con l’applicazione di premi per il rischio nel calcolo del tasso di attualizzazione; (ii) un accorciamento della vita utile del marchio e dell’orizzonte di previsione.

⁽⁴³⁾ Ex multis Cass. 20 maggio 2016, n. 10519; Cass. 2 novembre 2015, n. 22350.

⁽⁴⁴⁾ M. BINI, *La valutazione degli intangibili*, 2011, p. 156, evidenzia che nei settori dove il brand rappresenta una importante leva di marketing, le imprese multiprodotto gestiscono almeno due livelli di brand: ad un primo livello sono identificati i brand di prodotto e ad un secondo livello i *brand corporate*.

⁽⁴⁵⁾ L. GUATRI, *La qualità delle valutazioni*, 2007, p. 221.

⁽⁴⁶⁾ L. GUATRI – M. BINI, *L’impairment test nell’attuale crisi finanziaria e dei mercati reali*, 2009, p. 174.

La Valutazione è infine fortemente caratterizzata dall'alea connessa alla causa pendente in Cassazione, che verte sulla legittimità dell'utilizzo del marchio "K3" da parte di [REDACTED] di suoi aventi causa.

6.2 – Aspetti di rilievo

Il quesito richiede anche che il CTU "*indichi eventuali vincoli di indisponibilità gravanti sui beni facenti parte del compendio*". A tal riguardo, come in precedenza evidenziato, si segnala che sui marchi in oggetto non vi sono vincoli di indisponibilità oltre ai pignoramenti eseguiti dai creditori precedenti in data 23.11.2022 e risultanti dalle rispettive visure UIBM.

§ 7

CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle metodologie applicate, tenuto conto della natura e portata del lavoro come in precedenza illustrati, in ottemperanza al mandato ricevuto, che prevede la stima del valore economico dei marchi pignorati "K3" e "Arquo"

premesse che

- le analisi, le opinioni e le conclusioni alle quali è pervenuto sono state raggiunte nel meglio della propria conoscenza;
- le analisi, le opinioni e le conclusioni sono limitate esclusivamente dalle assunzioni meglio esplicitate nella relazione, senza alcun conflitto di interesse, ovvero senza alcun pregiudizio sulle parti coinvolte, ed anche senza alcun condizionamento, né nello sviluppo del proprio lavoro, né nelle conclusioni raggiunte;
- oltre ai principi legali imposti dal quesito, è stato fatto riferimento anche ai Principi Italiani di Valutazione (PIV), di volta in volta richiamati nell'ambito della relazione;
- la Valutazione è stata effettuata alla data di riferimento attuale,

conclude che

- il valore economico del marchio registrato "K3", tenuto conto del rischio collegato alla causa, è pari ad euro **6.200,00** (seimiladuecento/00);
- il valore economico del marchio non registrato "Arquo" è pari al valore simbolico di euro **200,00** (duecento/00);
- non esistono vincoli di indisponibilità gravanti sui beni facenti parte del compendio costituito dai marchi "K3" e "Arquo" oltre ai pignoramenti eseguiti dai creditori precedenti in data 23.11.2022 e risultanti dalle rispettive visure UIBM allegate.

Treviso, 30 novembre 2023.

Si allegano:

doc. 1 – Visura UIBM marchio "K3"

doc. 2 – Visura UIBM marchio "Arquo"