

TRIBUNALE DI MILANO

SEZIONE SECONDA CIVILE

Fallimento **UTET GRANDI OPERE S.P.A.**

R.G. Fall. N. **453/2020**

Giudice Delegato: Dott. **Luca Gianì**

Curatore: Dott.ssa **Roberta Zorloni**

RELAZIONE DI STIMA DEL VALORE DEL MARCHIO "FMR"



PRIMA DI STAMPARE QUESTO DOCUMENTO CONSIDERA L'IMPATTO AMBIENTALE E IL RISPETTO PER LA NATURA

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Sommario

1. Natura e finalità dell’incarico	3
2. Documenti analizzati	3
3. Disclaimer	5
4. Breve storia del marchio “FMR”	5
5. Recenti vicende relative al marchio “FMR”	7
6. La recente valutazione del marchio “FMR”	11
7. Descrizione del marchio “FMR”	14
8. Titolarità giuridica del marchio “FMR”	17
9. Il mercato dell’editoria.....	21
10. Inquadramento generale del processo valutativo dei marchi	23
11. Criticità alla base della valutazione e impostazione metodologica	25
12. Scelta del criterio di valutazione e relativi limiti	28
13. Descrizione del criterio di valutazione adottato	30
14. Valutazione.....	32
15. Conclusione	36
16. Allegati:.....	37

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

1. Natura e finalità dell’incarico

Il sottoscritto, Dott. Danilo Cannella, nato a Palermo (PA), il 16 settembre 1969, di professione Dottore Commercialista, iscritto all’Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 5473 e al registro dei Revisori Legali al n. 128459, ha ricevuto dalla Dott.ssa Roberta Zorloni, curatore del Fallimento **UTET GRANDI OPERE S.P.A.** [di seguito anche la “**Società**”], dichiarato dal Tribunale di Milano, R.G. Fall. N. **453/2020**, l’incarico di stimare il valore economico dei **marchio** “FMR” e dei diritti allo stesso correlati (dominio internet, social media, etc.), al fine di consentire agli organi della Procedura di svolgere una **procedura competitiva**, secondo le previsioni degli artt. 107 e 108-ter L.F., per la vendita unitaria dei marchio “FMR”, dei domini internet “FMR” e dei social media “FMR”, presenti nel patrimonio della Società, alla data di fallimento.

2. Documenti analizzati

Il processo valutativo si è basato su dati, notizie, file e documenti messi a disposizione dal curatore. In particolare, sono stati esaminati i seguenti documenti e file:

- A. Bilanci d’esercizio di ARCA (precedente titolare del marchio) relativi agli esercizi dal 2013 al 2016 (**All. 1-4**)
- B. Bilanci d’esercizio di UTET GRANDI OPERE relativi agli esercizi dal 2013 al 2019 (**All. 5-11**)
- C. Atto di vendita d’azienda del 25 febbraio 2015, a rogito notaio Elena Tradii,

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

- Notaio in Bologna, N. 11794 Rep./8891 Rac., con il quale LANZONE TRE SRL (Assuntore del concordato FMR ART'E' SPA) ha ceduto a ARCA SRL la proprietà dell'azienda organizzata per l'esercizio dell'attività editoriale corrente in S. Lazzaro di Savena, comprensiva di testate editoriali, domini e marchi, individuati, rispettivamente, negli allegati “B” e “C” (**All. 12**)
- D. Atto di vendita marchio “FRANCO MARIA RICCI” del 13 maggio 2015, a rogito notaio Federico Spotti, Notaio in Colorno, N. 163 Rep./103 Rac., con il quale ARCA SRL ha ceduto a MASONE SRL la proprietà del marchio patronimico “FRANCO MARIA RICCI”, depositato il 15/09/1998, registrato il 24/01/2000, come marchio comunitario con il N. 930941 (**All. 13**)
- E. Atto di vendita d'azienda del 9 giugno 2016 a rogito notaio Edoardo Rinaldi, Notaio in Milano, N. 5265 Rep./2858 Rac., con il quale ARCA SRL ha ceduto a UTET GRANDI OPERE SPA la proprietà dell'azienda organizzata per l'esercizio dell'attività editoriale corrente in S. Lazzaro di Savena, comprensiva di testate editoriali, domini e marchi, individuati, rispettivamente, negli allegati “F”, “G” e “H” (**All. 14**)
- F. Proposta irrevocabile d'acquisto del marchio “FMR” e diritti correlati, datata 21 ottobre 2020, pervenuta alla curatela del Fallimento, avente ad oggetto l'acquisto di tutti i marchi, registrati e/o di fatto, italiani, comunitari e internazionali, contenenti la sigla “FMR” e/o comunque riferibili alla Casa editrice FMR e suoi danti causa, a qualunque titolo posseduti e/o di proprietà della Fallita, con relativi diritti correlati (domini internet, canali social, etc.),

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

dietro pagamento di un corrispettivo di Euro 100.000

- G. Elenco dei marchi, dei domini e dei canali social riferibili al marchio “FMR, oggetto della proposta irrevocabile d’acquisto (**All. 15**)
- H. Relazione di stima contenente un aggiornamento alla data del 31 dicembre 2018 del valore economico attribuibile al marchio “FMR” (**All. 16**)

3. Disclaimer

La presente relazione di stima del valore del marchio “FMR” si fonda sulle informazioni, i dati e le notizie ricavabili dalla documentazione esaminata. Lo scrivente ha fatto affidamento sul fatto che le informazioni, i dati e le notizie ricavabili dalla documentazione esaminata fossero veritieri, accurati e completi.

Lo scrivente non ha condotto autonome verifiche volte ad accertarne la veridicità, la completezza, l’attendibilità o l’esattezza delle informazioni e dei dati acquisiti, assunti a base della valutazione. Lo scrivente, dunque, non assume alcuna responsabilità sulla veridicità dei dati e delle informazioni acquisiti, sui quali ha fondato la presente valutazione.

Gli allegati alla presente stima costituiscono parte integrante della stessa e vanno considerati per la corretta individuazione della famiglia dei marchi “FMR” oggetto di valutazione.

4. Breve storia del marchio “FMR”

Franco Maria Ricci è l’ideatore del marchio “FMR” e il fondatore della storica e

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

omonima rivista dedicata all’arte.

Il marchio “FMR” è, dunque, associato al nome della rivista d’arte, pubblicata dal 1982 al 2004, sotto la direzione di Franco Maria Ricci.

Il *brand* è formato dalle iniziali del nome del suo ideatore che, pronunciato in francese, suona “*éphémère*”, così nelle intenzioni del suo ideatore.

La rivista FMR, alla quale nel tempo hanno collaborato artisti famosi, ha avuto un grande successo: Federico Fellini l’ha definita «*la perla nera dell’editoria*», per via della sua copertina con sfondo nero lucido, mentre Jacqueline Kennedy la considerò la rivista d’arte più bella del mondo. Uno degli editori d’arte più noto al mondo, Benedikt Taschen, ha affermato di considerare “FMR” il suo modello ispiratore¹.

Negli anni ’80 e ’90 e fino ai primi anni del 2000, la rivista FMR ha rappresentato per l’editoria italiana dell’arte, ciò che il *brand* “*Made in Italy*” ha rappresentato per il mondo della moda italiana, ponendosi come una via di mezzo tra un libro e una rivista divulgativa: pochi articoli, un ricco apparato iconografico con immagini a tutta pagina e ingrandimenti di dettagli e testi scritti da nomi illustri (come André Chastel, Francesco Arcangeli, Yves Bonnefoy, Raffaello Causa, Giovanni Testori, Rossana Bossaglia, Sylvia Ferino-Pagden, Alberto Arbasino, Umberto Eco, Jorge Luis Borges) e penne di giovani emergenti (fin dagl’inizî, ad esempio, con FMR collaborò un trentenne e allora sconosciuto Vittorio Sgarbi)².

¹ Tratto da <<Da “FMR” al Labirinto della Masone: un ricordo di Franco Maria Ricci>> di [art a part of culture](#) del 29/10/2020, di Luciano Romano

² Tratto da <<La rosa di Franco Maria Ricci. L’irripetibile esistenza di un umanista contemporaneo>> di Finestre sull’Arte del 11/09/2020, di Federico Giannini

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Il marchio “FMR” è stato, poi, utilizzato per identificare anche libri di pregio e libri “opera d’arte”.

Per un approfondimento della storia di Franco Maria Ricci e della sua rivista FMR si rimanda a <https://www.rocaille.it/franco-maria-ricci-lover-of-ephemera/>

5. Recenti vicende relative al marchio “FMR”

Il marchio “FMR” giunge a UTET GRANDI OPERE SPA nel 2016 in forza del ricordato atto di cessione d’azienda del 09/06/2016, cedente ARCA SRL (cfr. All. 14).

Di seguito una breve sintesi delle vicende che hanno interessato il marchio “FMR”.

Nel 2002, Franco Maria Ricci cede la Casa editrice FMR a FMR ART’E’ SPA di Marilena Ferrari.

Nel 2013, FMR ART’E’ SPA avvia una procedura di concordato preventivo con cessione dei beni a creditori e concede ad ARCA SRL, società che diviene emanazione del management di FMR ART’E’ SPA, il godimento in affitto del ramo d’azienda relativo all’editoria, comprensivo del marchio “FMR”, nonché l’usufrutto sull’80% delle azioni della UTET GRANDI OPERE SPA.

Il contratto di affitto di ramo d’azienda relativo al business editoriale, tra FMR ART’E’ SPA, in qualità di concedente, e ARCA SRL, in qualità di affittuaria, viene perfezionato con atto del 23/10/2013, con efficacia dal 01/11/2013. ARCA SRL assume l’impegno, al verificarsi di determinate condizioni, di acquistare il compendio aziendale condotto in affitto.

ARCA SRL esercitava l’attività di Agenzia Generale per UTET GRANDI OPERE SPA,

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

promuovendo la vendita di grandi opere, opere d’arte e libri di pregio sul territorio nazionale.

L’esercizio al 31/12/2013 rappresenta il primo esercizio nel quale ARCA SRL esercita accanto all’attività di Agente Generale, anche quella editoriale con il marchio “FMR”.

Nel bilancio relativo a questo esercizio, ARCA SRL iscrive per la prima volta rimanenze finali per 140k (nell’esercizio precedente non risultavano iscritte rimanenze finali), che derivano dall’avvio dell’attività editoriale³.

I Ricavi riferibili all’attività editoriale conseguiti in questo esercizio sono pari a 528k a fronte di un Costo del venduto di 236k, con un Margine Commerciale di 292k.

Nel 2014, ARCA SRL si focalizza sempre di più sull’attività editoriale, che diventa l’attività principale e si estrinseca nella ideazione, creazione e realizzazione di opere d’arte in forma di libro e, in genere, nella edizione di libri di pregio, pubblicati anche con il marchio “FMR”⁴, in continuità rispetto alla precedente attività svolta, prima da Franco Maria Ricci e, successivamente, da FMR ART’E’ SPA.

La commercializzazione delle opere a marchio “FMR” avviene attraverso la rete commerciale di UTET GRANDI OPERE SPA, di cui ARCA SRL possiede, come detto, un diritto di usufrutto sull’80% del capitale (la nuda proprietaria della partecipazione era di FMR ART’E’ SPA in concordato preventivo).

L’attività di Agenzia Generale di UTET GRANDI OPERE SPA, svolta utilizzando la Rete di Agenti che faceva capo a FMR ART’E’ SPA, viene esercitata sino ad agosto 2014.

³ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2013 di ARCA, pag. 4

⁴ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2014 di ARCA, pag. 8

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Il 25/02/2015, ARCA SRL acquista il ramo d’azienda e la partecipazione in UTET GRANDI OPERE SPA da LANZONE TRE SRL, assuntore nel concordato preventivo di FMR ART’E’ SPA, nel cui godimento risultava già immessa in forza dei precedenti accordi sottoscritti con FMR ART’E’ SPA (cfr. All. 12).

Per effetto dell’acquisto del ramo d’azienda, ARCA SRL iscrive nelle immobilizzazioni immateriali un avviamento di 553k, prevedendone l’ammortamento in 10 anni, sulla base della presenza di marchi⁵.

Nel 2015, ARCA SRL prosegue la commercializzazione delle opere e dei libri FMR, avvalendosi della rete commerciale di UTET GRANDI OPERE SPA, società che controlla con una partecipazione pari all’80% e sulla quale esercita attività di direzione e coordinamento⁶.

Il *core business* di ARCA SRL diventa l’attività editoriale.

Il 13/05/2015, ARCA SRL cede a MASONE SRL il marchio patronimico “FRANCO MARIA RICCI” per 100k⁷ (Cfr. All. 13).

Nel 2015 ARCA SRL registra una flessione dei Ricavi che, in gran parte, derivano dai rapporti con la controllata UTET GRANDI OPERE, con un conseguente incremento delle rimanenze finali al 31/12/2015. Compongono le rimanenze finali, i diritti per immagini e testi per le future campagne editoriali e i volumi acquistati da LANZONE TRE SRL, per circa 400k, destinati al nuovo progetto “Rete ARTE”, il cui sviluppo è

⁵ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2015 di ARCA, pag. 8

⁶ Nel corso del 2015 viene acquistato l’80% del capitale di UTET GRANDI OPERE dall’assuntore del concordato preventivo FMR ART’E’, la LANZONE TRE e successivamente viene incrementata la partecipazione al 99,54% acquistando il 19,54% dal socio Castelluzzo.

⁷ Cfr. *Ibidem*, pag. 22

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

previsto nel 2016⁸.

L’attività editoriale con il marchio “FMR” da parte di ARCA SRL prosegue sino a maggio 2016⁹, avvalendosi della rete commerciale di UTET GRANDI OPERE SPA per collocare le proprie opere sul mercato.

Il 09/06/2016, ARCA SRL cede alla controllata UTET GRANDI OPERE SPA, con efficacia dal 01/06/2016, il ramo d’azienda per l’esercizio dell’attività di editore corrente in S.Lazzaro di Savena, comprensivo di marchi, tra cui il marchio “FMR”, testate editoriali e domini (Cfr. All. 14).

Dalla situazione patrimoniale al 30/04/2016, relativa al ramo d’azienda ceduto a UTET GRANDI OPERE SPA, risultano i seguenti valori dell’attivo¹⁰:

- Avviamento, Euro 50.412
- Immobilizzazioni Nette, Euro 596.541
- Rimanenze, Euro 941.581

Fanno parte delle Immobilizzazioni Nette, le seguenti Immobilizzazioni Immateriali¹¹:

- Concessioni, licenze e marchi, Euro 39.586
- Avviamento ramo azienda FMR, Euro 497.781.

UTET GRANDI OPERE – che adotta i principi contabili internazionali – iscrive il marchio “FMR” nelle Attività Immateriali a vita indefinita per 275k e nelle Altre Attività Immateriali, il database clienti per 200k, che sottopone ad ammortamento in

⁸ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2015 di ARCA, pag. 13

⁹ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2016, pag. 7

¹⁰ Cfr. Allegato C all’atto di cessione di ramo d’azienda del 09/06/2016

¹¹ Cfr. Allegato D *ibidem*.

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

10 anni.

Il valore del marchio “FMR” viene sottoposto a *impairment test* che ne conferma il valore di libro anche negli esercizi successivi, utilizzando il metodo delle royalties (*Relief from Royalty*) sino al 31/12/2018 (Cfr. All. 16).

Nel bilancio d’esercizio al 31/12/2019, <<L’ammontare iscritto in bilancio è stato soggetto ad *impairment test* basandosi sul valore recuperabile dalla vendita del marchio sulla base di offerte irrevocabili ricevute; da tale test il valore iscrivibile secondo la corretta applicazione dei principi contabili di riferimento è determinato in Euro 200 migliaia>>¹², con una svalutazione del marchio “FMR” di Euro 75k

Il valore del database clienti, iscritto nel 2016 per Euro 200k, al 31/12/2019 viene azzerato per Euro 128k.

6. La recente valutazione del marchio “FMR”

Nella Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2018 di UTET GRANDI OPERE SPA viene descritto il test di *impairment*¹³ utilizzato per la stima del valore del marchio “FMR”¹⁴, che ricalca l’aggiornamento di valore contenuto nella perizia allegata *sub* 16.

¹² Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31/12/2019 UTET GRANDI OPERE SPA, pag. 32

¹³ Si tratta di un test di recuperabilità del valore contabile che viene confrontato con il maggiore tra il *fair value* al netto dei costi di vendita e il valore d’uso del bene. Il *fair value* riflette l’ammontare che una entità può ottenere, alla data di riferimento del bilancio, dalla dismissione dell’attività in una libera transazione tra parti indipendenti. Il valore d’uso di una attività è ottenuto attualizzando i flussi di cassa attesi dall’uso dell’attività per la residua vita utile.

¹⁴ Cfr. Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2018 di UTET, pag. 37

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

I flussi di *royalties* sono calcolati applicando il tasso di *royalty* (2,7%) alla media aritmetica semplice dei ricavi relativi al periodo 2015/2018, come mostrato di seguito:

Descrizione Attributo Provvigi	2015	2016	2017	2018	
FMR Editoria	5.065.437	2.955.768	1.754.444	1.087.558	
FMR Opera con foto	550.400	69.051	-	-	
Totale Marchio FMR	5.615.837	3.024.819	1.754.444	1.087.558	Media 2015-2018
					2.870.664

Per il calcolo del valore attuale del flusso di royalties sono stati utilizzati i seguenti dati:

- un tasso di royalty pari al 2,7%¹⁵.
- un tasso di attualizzazione (pari al WACC) pari al 4,81%¹⁶.
- un costo del capitale (WACC) calcolato utilizzando un tasso *risk free* dello 0,974%, un beta *unlevered* dello 0,89%, un premio per il rischio di mercato del 7,5%, una struttura finanziaria obiettivo Debt/Equity di 0,508 e un costo lordo del debito del 2,7%
- una vita economica pari a 5 anni.

¹⁵ Nella perizia di Dott. Lazzaro è contenuto un refuso: nel § 6.2, lett. A. Determinazione del tasso di royalty viene indicato il 3%, mentre nel § Determinazione del valore economico, viene indicato un **royalty rate pari al 2,7%**. Errore che si rinviene anche nella Nota integrativa al bilancio d’esercizio al 31.12.2018.

¹⁶ Nella perizia di Dott. Lazzaro è contenuto un altro refuso: nel § 6.2, lett. B. Determinazione del tasso di attualizzazione viene indicato il 7,65%, che in realtà è il cost of shareholders equity, mentre nel § nel § Determinazione del valore economico, viene indicato il tasso del **4,81%** che è il WACC, ancorché nella tabella viene utilizzata l’etichetta di “Pre-tax cost of debt”.

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Il calcolo del costo del capitale impiegato per l’attualizzazione dei flussi di *royalties* adoperato dal perito incarico di svolgere l’*impairment test* è mostrato di seguito:

CALCOLO DEL WACC		elaborazione 20/05/19	
Costo medio ponderato del capitale			
WACC			
a	Pre-tax cost of debt	2,70%	Riferimento mutuo BPM 2016
t	Tax rate	24,0%	Rif IRES 2017
Kd	Post-tax cost of debt	2,1%	=a*(1-t)
rf	Risk free rate	0,974%	Bund 30 anni https://it.investing.com/rates-bonds/germany-30-year-bond-yield
rm	Risk premium	7,5%	Tabelle Damodaran e Fenebris.com Frankfurt
b	Beta titolo	0,89	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu
Ke	Cost of shareholder's equity	7,65%	=rf+(rm*b)
h	Mk. Capit./Capital Requirements	0,492	$\frac{E}{E+D}$
i	Debt/Capital Requirements	0,508	$\frac{D}{E+D}$
	WACC	4,81%	=(Ke*h)+(Kd*i)

La valutazione del marchio “FMR” è avvenuta attualizzando i flussi di *royalties*, pari a 77,5k, stimati sulla base di un valore medio dei ricavi storici del periodo 2015-2018, pari a 2.870k (ipotizzando, dunque, una crescita dei ricavi nel periodo pari a zero), moltiplicato per il *royalty rate*, pari al 2,70%, come mostrato di seguito:

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”
VALUTAZIONE F.M.R. - Testata + Marchio + Domini

fatturato	2.870,7
royalty rate	2,70%
CASH FLOW ROYALTIES	77,5
WACC	4,81%
tasso di crescita	0,0%
Numero anni perpetuity	5
Valore attuale flussi di royalties	337,4
Valore di bilancio	(275,0)
Plusvalenza	62,4

Nel 2019, UTET GRANDI OPERE SPA ha svalutato il marchio “FMR” di 75k, iscrivendolo per 200k basandosi su un valore recuperabile dalla vendita del marchio “FMR” stimato “*sulla base delle offerte irrevocabili ricevute*”¹⁷.

Lo scrivente non ha visibilità su queste offerte; l’unica proposta d’acquisto esaminata è quella pervenuta al curatore che per la famiglia dei marchi “FMR”, domini internet e social media, ha offerto la somma di 100k.

7. Descrizione del marchio “FMR”

Con l’espressione marchio “FMR” si fa riferimento ad un insieme di marchi, descrittivi, figurativi e misti accomunati dal riportare al loro interno la sigla “FMR” variamente stilizzata, da sola o combinata con figure, marchi che hanno contraddistinto negli anni sia l’omonima rivista (testata), sia opere letterarie importanti e di pregio, spesso

¹⁷ Cfr. Nota integrativa la bilancio d’esercizio al 31.12.2019 di UTET, pag. 32

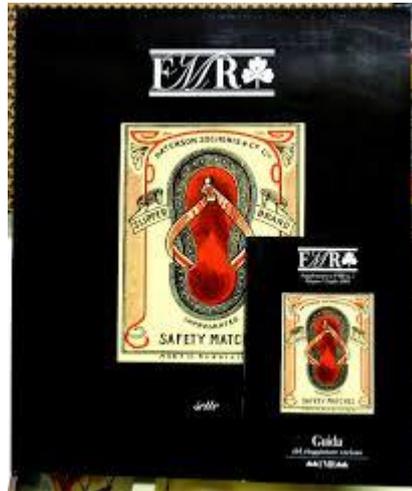
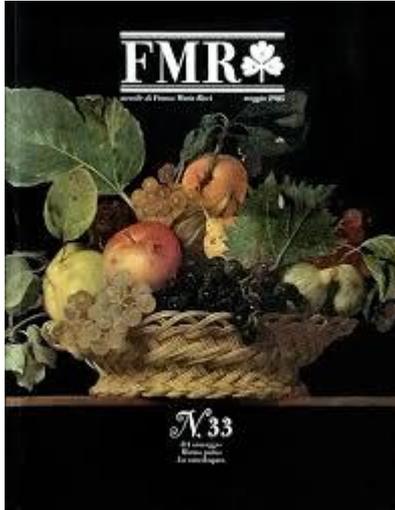
PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

anche in edizione limitata o prodotti in funzione di particolari eventi, anche di respiro internazionale.

Nella presente perizia, dunque, il riferimento “al” marchio “FMR” deve essere inteso più in generale alla famiglia di marchi “FMR” che, alla data di fallimento, sono nella titolarità giuridica e nella disponibilità economica del fallimento UTET GRANDI OPERE SPA, così come alla stessa pervenuti.

Qui di seguito, senza pretesa di esaustività, vengono riportati alcuni esempi del marchio “FMR”, tratti dalla omonima rivista:

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO "FMR"



PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

8. Titolarità giuridica del marchio “FMR”

Il marchio “FMR” è pervenuto alla UTET GRANDI OPERE SPA (ora in fallimento) in forza in forza dell’atto di cessione d’azienda del 09/06/2016, dante causa ARCA SRL (Cfr. All. 14).

ARCA SRL ha acquistato il marchio “FMR”, insieme con la Casa editrice, da LANZONE TRE SRL, assuntore del concordato preventivo di FMR ART’E’ SPA, con l’atto di cessione d’azienda del 25/02/2015 (Cfr. All.12).

Il 13/05/2015, ARCA SRL ha ceduto a MASONE SRL il marchio patronimico “FRANCO MARIA RICCI”, depositato il 15/09/1998 e registrato il 24/01/2000, come marchio comunitario con il n. 930941 (Cfr. All. 13).

Questo atto di cessione ha posto alcune limitazioni all’utilizzo di alcuni marchi rimasti in capo ad ARCA SRL e trasferiti a UTET GRANDI OPERE SPA, di cui è bene dare conto in questa sede ai fini della individuazione dei marchi “FMR” di cui il fallimento può disporre.

Innanzitutto, l’atto di cessione del marchio “FRANCO MARIA RICCI” del 13/05/2015, non ha riguardato la cessione dei diritti editoriali. Pertanto, in capo ad ARCA SRL è rimasto il diritto di edizione e pubblicazione di opere, in precedenza contraddistinte con il marchio “FRANCO MARIA RICCI”, purché senza l’utilizzo di questo marchio¹⁸.

ARCA SRL, in qualità di cedente, ha assunto l’impegno verso MASONE SRL, in qualità di cessionaria, di non utilizzare, né registrare in alcun Paese il marchio “FRANCO MARIA RICCI” o altro segno distintivo, inclusi i nomi di dominio, avente ad oggetto il

¹⁸ Cfr. art. 1 Atto di cessione marchio a Masone del 13/05/2015

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

nome esteso “Franco Maria Ricci”, indipendentemente dallo stile, dal modo, dalla forma o dal colore, per nessuna classe merceologica¹⁹.

Questo divieto è stato esteso anche ai marchi rimasti nella titolarità giuridica di ARCA SRL e non ricompresi nella cessione *de qua*, comprendenti il nome esteso “Franco Maria Ricci”.

Tali marchi sono stati individuati nell’allegato “C”, anche se il divieto d’uso deve estendersi anche a quelli ivi non indicati che, tuttavia, utilizzano accanto al nome “FMR” anche quello di “FRANCO MARIA RICCI”, qualunque sia lo stile, il modo, la forma o il colore, e per qualunque classe merceologica.

Pertanto, ARCA SRL ha assunto l’obbligo di non rinnovare alla scadenza, di non cedere a terzi, né di concederli in uso tale tipologia di marchi²⁰. Tale divieto è esteso evidentemente anche ai marchi di fatto o non registrati.

Questi marchi, che combinano il nome “FMR” **con** il nome “Franco Maria Ricci”, indipendentemente dallo stile, il modo, la forma o il colore, indipendentemente dal fatto che sia o meno registrati, ancorché presenti nel patrimonio di UTET GRANDI OPERE SPA, non sono oggetto della presente stima, in quanto inalienabili.

Rimane invece libero l’utilizzo e la cedibilità di tutti i marchi “FMR”, qualunque sia lo stile, il modo, la forma o il colore, anche non registrati, purché **non** contengano al loro interno il nome “Franco Maria Ricci” o il marchio “FRANCO MARIA RICCI”, ceduto a MASONE SRL.

¹⁹ Cfr. art. 3 *ibidem*

²⁰ Cfr. art. 4 *ibidem*

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Tali marchi sono stati considerati dalle parti, in ogni caso, marchi non confondibili.

Inoltre, le parti hanno pattuito che i marchi “FMR”, ancorché ideati da Franco Maria Ricci, di proprietà di ARCA SRL, possono essere utilizzati dalla stessa e da suoi aventi causa, anche facendo riferimento alla persona del dott. Franco Maria Ricci, ma non all’interno del marchio “FMR”, ma esclusivamente per finalità storico-informative e purché adeguatamente contestualizzate, senza lasciare intendere in alcun modo un coinvolgimento del dott. Franco Maria Ricci, né di società allo stesso riconducibili. In ogni caso, è vietato un utilizzo distorto del nome del dott. Franco Maria Ricci, laddove sia idoneo ad ingannare il pubblico, traducendosi in un utilizzo abusivo del marchio “FRANCO MARIA RICCI” o del nome del dott. Franco Maria Ricci²¹.

A fronte degli impegni assunti da ARCA SRL, MASONE SRL ha assunto l’impegno per la durata di cinque anni (termine che scade il 09/06/2021), di non trasferire il marchio “FRANCO MARIA RICCI” a terzi.

L’elenco, la descrizione, le classi merceologiche e i Paesi di copertura dei singoli patent che fanno capo a UTET GRANDI OPERE, riferibili al marchio “FMR”, oggetto della presente valutazione, sono contenuti nell’allegato 15, cui si rimanda, avvertendo che in tale elenco sono presenti anche marchi non oggetto della presente stima, in quanto non riportano al loro interno il nome “FMR”, nonché tre ulteriori marchi che pur riportando il nome “FMR” non sono oggetto di stima perché al loro interno riportano anche il nome “Franco Maria Ricci”. Si tratta dei patent N. 1501086, 481863 e 518769, che non sono alienabili in forza dei ricordati accordi con MASONE SRL.

²¹ Cfr. art. 5 *ibidem*

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO "FMR"

Alcuni patent nella disponibilità giuridica di UTET GRANDI OPERE SPA, alla stessa pervenuti in forza dei ricordati atti di trasferimento, risultano ancora a nome del precedente dante causa, FRM ART'E' SPA e ARCA SRL.

Qui di seguito si fornisce un elenco ricavato dal documento sub allegato 15:

MARCHI "FMR" CEDIBILI CHE RISULTANO DALL'ELENCO DI BARZANO' & ZANARDO DEL 19/11/2020										
Geo	Denom	Tipo	classi	dep	scad	concess	n conc	intestazione		
1 ITA	101% ITALIA FMR	verbale	16,18,20,21,24,25	05/11/2010	05/11/2020	09/03/2011	1431574	ARCA		
2 COM	FIGURA DI UNA SERIE DI FOGLIE (FMR)	figurativo	14,16,18,20,24,35,41,42	16/04/2018	18/10/2027	18/10/2017	6375067	FMR ART'E'		
3 ITA	FIGURA DI UNA SERIE DI FOGLIE (FMR)	figurativo	14,16,18,20,24,35,41,42	27/04/2018	16/10/2027	16/10/2017	362018000025083	FMR ART'E'		
4 COM	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	12/02/2018	13/02/2028	13/02/2018	6666465	FMR ART'E'		
5 INT	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	06/06/2018	11/06/2028	11/06/2018	999043	FMR ART'E'		
6 ITA	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	30/07/2018	11/02/2028	11/02/2018	362018000042613	FMR ART'E'		
7 ITA	FMR	verbale	21	24/02/2011	24/02/2021	10/05/2011	1448360	ARCA		
8 ITA	FMR	verbale	3,9,14,16,18,20,24,25,35,38	05/04/2012	28/05/2022	28/05/2012	1485960	ARCA		
9 INT	FMR COLLECTION CON FIGURA	misto	16	15/06/2017	18/11/2027	18/11/2017	518236	UTET		
10 ITA	FMR E FIGURA DI UN TRIFOGLIO	misto	16,35,41,42	30/07/2018	11/02/2028	11/02/2018	362018000042620	ARCA		
11 COM	FMR E TRIFOGLI	misto	16,35,41,42	26/01/2017	26/01/2027	26/01/2017	5643622	UTET		
12 INT	FMR E TRIFOGLI	misto	16,35,41,42	06/04/2017	06/04/2027	06/04/2017	948243	UTET		
13 ITA	FMR E TRIFOGLI	misto	16,35,41,42	02/03/2017	25/01/2027	14/03/2018	362017000023711	UTET		
14 COM	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 1	misto	16	03/09/2018	15/09/2028	15/09/2018	930966	ARCA		
15 CAN	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 2	misto	16	09/10/2018			1924096	UTET		
16 UK	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 2	misto	16	04/10/2018	04/10/2028	04/10/2018	3343288	UTET		
17 ITA	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 2	misto	16,35,41	18/10/2019	18/10/2029	15/07/2020	302019000076604	UTET		
18 UE	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 2	misto	16,35,41	18/10/2019	18/10/2029	13/03/2020	18140261	UTET		
19 INT	FMR FIGURA TRIFOGLIO VERSIONE 2	misto	16,35,41	05/11/2019	05/11/2029	05/11/2019	1514654	UTET		
20 ITA	FMR JACQUELINE	verbale	3,9,14,16,18,20,21,24,25,35,38	07/04/2011	07/04/2021	21/07/2011	1452136	FMR ART'E'		
21 COM	FMR SYMPOSIUM	verbale	16,35,41,42	03/09/2018	05/09/2028	05/09/2018	7214034	FMR ART'E'		
22 INT	FMR SYMPOSIUM	verbale	16,35,41,42	23/09/2008	21/10/2018	21/10/2008	1004957	FMR ART'E'		
23 COM	FMR SYMPOSIUM E FIGURA	misto	16,35,41,42	03/09/2018	05/09/2028	05/09/2018	7213275	ARCA		
24 INT	FMR SYMPOSIUM E FIGURA	misto	16,35,41,42	23/09/2008	21/10/2018	21/10/2008	1004958	FMR ART'E'		
25 ITA	FMR SYMPOSIUM E FIGURA	misto	16,35,41,42	30/07/2018	04/09/2028	04/09/2018	362018000042630	ARCA		
26 COM	FMR TRIFOGLIO FIGURA	misto	16,35,41,42	12/02/2018	13/02/2028	13/02/2018	6665913	ARCA		
27 INT	FMR TRIFOGLIO FIGURA	misto	16,35,41,42	24/04/2018	29/04/2028	29/04/2018	976089	UTET		
28 COM	LA RIVISTA BIANCA FMR	verbale	16,35,41,42	16/05/2017	08/11/2027	08/11/2017	6417075	UTET		
29 ITA	LA RIVISTA BIANCA FMR	verbale	16,35,41,42	01/06/2017	09/11/2027	02/09/2018	362017000060511	UTET		

Di questi patent, quelli intestati a FMR ART'E' che per comodità vengono estrapolati qui di seguito:

MARCHI "FMR" CEDIBILI CHE RISULTANO DALL'ELENCO DI BARZANO' & ZANARDO DEL 19/11/2020										
Geo	Denom	Tipo	classi	dep	scad	concess	n conc	intestazione		
2 COM	FIGURA DI UNA SERIE DI FOGLIE (FMR)	figurativo	14,16,18,20,24,35,41,42	16/04/2018	18/10/2027	18/10/2017	6375067	FMR ART'E'		
3 ITA	FIGURA DI UNA SERIE DI FOGLIE (FMR)	figurativo	14,16,18,20,24,35,41,42	27/04/2018	16/10/2027	16/10/2017	362018000025083	FMR ART'E'		
4 COM	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	12/02/2018	13/02/2028	13/02/2018	6666465	FMR ART'E'		
5 INT	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	06/06/2018	11/06/2028	11/06/2018	999043	FMR ART'E'		
6 ITA	FIGURE DI TRIFOGLI CON FOGLIA (FMR)	figurativo	6,14,16,18,20,22,24,35,39,41,42	30/07/2018	11/02/2028	11/02/2018	362018000042613	FMR ART'E'		
20 ITA	FMR JACQUELINE	verbale	3,9,14,16,18,20,21,24,25,35,38	07/04/2011	07/04/2021	21/07/2011	1452136	FMR ART'E'		
21 COM	FMR SYMPOSIUM	verbale	16,35,41,42	03/09/2018	05/09/2028	05/09/2018	7214034	FMR ART'E'		
22 INT	FMR SYMPOSIUM	verbale	16,35,41,42	23/09/2008	21/10/2018	21/10/2008	1004957	FMR ART'E'		
24 INT	FMR SYMPOSIUM E FIGURA	misto	16,35,41,42	23/09/2008	21/10/2018	21/10/2008	1004958	FMR ART'E'		

Non risultano inseriti nell'atto di cessione d'azienda da ARCA SRL a UTET GRANDI

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

OPERE SPA; pertanto, sarà necessaria la stipulazione di un atto ricognitivo per perfezionare il trasferimento anche di questi marchi.

§

Oggetto della presente stima è la famiglia dei marchi “FMR”, con le esclusioni sopra segnalate.

Non fanno parte del coacervo dei beni oggetto della presente stima, né diritti editoriali che fanno capo a UTET GRANDI OPERE SPA, anche se direttamente o indirettamente afferenti al marchio “FMR”, né le rimanenze di libri e volumi facenti parte dell’attivo fallimentare, che saranno oggetto di vendita separata.

I domini internet che ricomprendono il nome “FMR” e i social media, in quanto strettamente connessi al marchio “FMR” saranno ceduti con lo stesso in unico Lotto. Rappresentando mezzi di diffusione e di circolazione del marchio “FMR” questi beni non sono stati oggetto di una autonoma valutazione, dovendosi ricomprendere nel valore complessivo attribuito al marchio “FMR”.

9. Il mercato dell’editoria

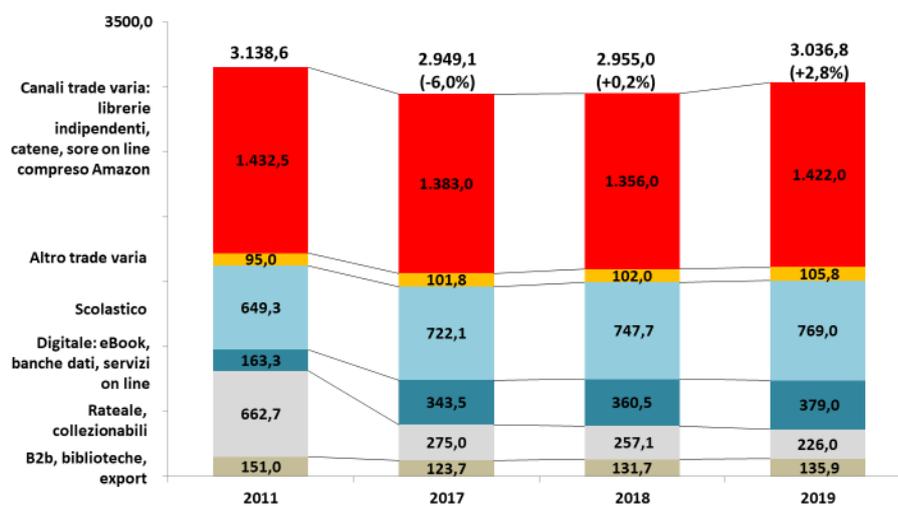
Si ritiene opportuno un breve cenno l’andamento del mercato dell’editoria in generale, che in parte consentiranno di fondare le ipotesi di lavoro relative alla previsione di futuri ricavi di vendita.

Nel 2019, il mercato del libro ha avuto un fatturato di 3,037 miliardi di euro, con una crescita del +2,8% rispetto all’anno precedente. Il comparto è sempre più proiettato verso l’estero: nel 2019 si conferma la crescita nella vendita di diritti, con un +8,7%

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

rispetto al 2018²².

Il seguente grafico fornisce l’andamento del mercato del libro in Italia, in milioni di euro e in %:



Nonostante la crisi economica in atto, l’Ufficio studi dell’Associazione Italiana Editori (AIE) ha annotato un recupero della perdita di fatturato registrata nei primi mesi del 2020 a causa del lockdown, nel periodo successivo di aprile-luglio 2020.

Le previsioni indicano un incremento dell’acquisto di libri per effetto delle limitazioni imposte dall’emergenza sanitaria a causa delle limitazioni alla fruizione di beni e servizi legati alla cultura e all’intrattenimento (ad esempio, musei, teatri, cinema, mostre, etc.).

Per il periodo 2020-2024, la crescita dei ricavi sarà limitata e vedrà un peso sempre

²² Cfr. <<Rapporto sullo stato dell’editoria in Italia 2020>> a cura di Associazione Italiana Editori

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

maggiore nella vendita di libri on-line. In particolare, si prevede una crescita percentuale media dell'1,4% nel settore del Global Consumer Book²³.

Nel modello valutativo, la previsione di ricavi attesi dall'utilizzo del marchio FMR non potrà non tenere conto della situazione congiunturale e delle previsioni di crescita media del settore.

10. Inquadramento generale del processo valutativo dei marchi

Dal punto di vista economico, il marchio è un bene immateriale ad utilità pluriennale, che rientra nella categoria dei cosiddetti “*intangible assets*”, il cui uso esclusivo è assicurato da una tutela giuridica derivante dalla registrazione del diritto.

Il marchio consente a un prodotto e/o ad una impresa di essere riconoscibile sul mercato. Un marchio noto e diffuso, giuridicamente protetto, consente all'impresa che ne dispone di godere di un vantaggio competitivo, rispetto alla concorrenza che non dispone di un *brand* altrettanto forte e riconoscibile.

Il marchio, come ogni bene appartenente alla categoria degli *intangible assets*, deve essere suscettibile di una valutazione autonoma, che discende dall'essere un bene separabile e cedibile autonomamente rispetto all'azienda nella quale viene utilizzato.

Il suo valore economico dipende, non solo dalla sua capacità attuale di generare maggiori ricavi rispetto ai *competitors* che ne sono sprovvisti, ma anche dalla sua capacità reddituale prospettica.

²³ <https://www.primaonline.it/2020/09/02/311716/dati-pwc-settore-entertainment-e-media-202024/#:~:text=In%20un%20contesto%20di%20vendite,64%2C7%20miliardi%20di%20dollari.>

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Quest’ultima è funzione della forza e della rinomanza del marchio. Pertanto, anche un marchio che ha avuto una storia di successo conserva un valore economico, anche nel caso in cui per molto tempo sia rimasto non utilizzato.

Naturalmente, la riaffermazione di un marchio storico sarà tanto più veloce quanto più tale marchio ha conservato presso il pubblico la propria forza e la propria rinomanza.

Il marchio appartiene alla categoria delle *Intellectual Property*, nel cui ambito rientrano in generale patents, trade secrets, trademarks, designs and copyright²⁴.

Le caratteristiche economiche delle *Intellectual Property*., significativamente diverse dagli *intangible assets*, sono:

- il suo valore non diminuisce con l’uso
- può essere usato contemporaneamente anche da più soggetti
- il valore aumenta con il crescere degli utilizzatori
- manca una relazione lineare tra costi di creazione e valore
- gli investimenti presentano una elevata rischiosità, controbilanciata da un elevato rendimento in caso di successo
- il valore può dipendere ad altri assets
- può essere concesso in licenza oppure ceduto da solo o come parte di una business combination
- sono disponibili *market-based royalty rates*, mentre è più difficile individuare

²⁴ Cfr. << International Licensing and Technology Transfer: Practice and the Law, cap. 4, Determination of Royalty Rates>> novembre 2018, di T.Heberden, partner Deloitte.

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

delle *sales transactions* comparabili

- il mercato non è efficiente e può comportare la vendita sul mercato di una *Intellectual Property* ad un prezzo inferiore rispetto al suo valore intrinseco

11. Criticità alla base della valutazione e impostazione metodologica

La prima domanda alla quale deve rispondere colui che è chiamato a valutare un marchio è relativa alla scelta del metodo di valutazione da applicare.

La risposta dipende da molteplici fattori, tra i quali l'esistenza o meno di un mercato di negoziazione, spesso di non semplice individuazione, trattandosi di beni caratterizzati da un elevato grado di unicità, oppure il particolare momento nel quale si procede alla sua valutazione.

Sotto quest'ultimo aspetto, è evidente che una azienda in esercizio, per la quale non è venuta meno la continuità e per la quale si dispone di piani industriali, consente un più agevole ricorso a criteri di valutazione che prediligono la logica prospettica e si fondano sulla attualizzazione dei flussi reddituali o finanziari attesi, che è possibile prevedere con un certo livello di approssimazione, tenuto conto anche dell'andamento storico delle *performance* aziendali.

Più complicata e connotata da maggiori incertezze, invece, si presenta la valutazione di una azienda in crisi o addirittura in stato di insolvenza, anche se oggetto di esercizio provvisorio o affitto d'azienda.

In quest'ultimo caso, infatti, la prosecuzione dell'attività non è finalizzata alla ristrutturazione dell'azienda, ma al mantenimento dei valori di avviamento e ad

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

evitare che l’interruzione dell’attività determini una disgregazione dei valori a danno della massa dei creditori.

In questa situazione, mancano piani industriali di risanamento e non si dispone di previsioni attendibili circa le attese reddituali e finanziarie che possono essere impiegate nel processo valutativo.

Inoltre, in siffatta situazione manca anche la possibilità di poter fare serio affidamento, ai fini valutativi, alla serie storica dei redditi conseguiti in passato dalla società, in quanto di norma la recente storia aziendale evidenzia andamenti fortemente negativi che hanno condotto, alla fine, allo stato di insolvenza.

Inoltre, può anche capitare di imbattersi in risultati storici che sono inficiati da politiche di bilancio *ad hoc* adottate dall’imprenditore nel tentativo di ritardare la manifestazione esteriore della crisi, con la conseguenza che i risultati economici passati sono spesso “inquinati” da valori che non hanno la loro genesi nell’andamento della gestione operativa.

Nel nostro caso, il marchio FMR ha certamente conservato un valore economico, ancorché l’analisi storica dei ricavi evidenzia, nell’orizzonte temporale osservato, una drastica riduzione, sino all’interruzione delle vendite nell’ultimo anno (2019), come mostrato di seguito:

Ricavi	2014	2015	2016	2017	2018
FMR Editoria	7.410.009	5.065.437	2.955.768	1.754.444	1.087.558
FMR Opera con foto	392.800	550.400	69.051	0	0
Totale Marchio FMR	7.802.809	5.615.837	3.024.819	1.754.444	1.087.558
Δ		(-2.186.972)	(-2.591.018)	(-1.270.375)	(-666.886)
Δ%		-28,0%	-46,1%	-42,0%	-38,0%

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

In questa situazione, non appare utile porsi in una logica retrospettiva, stante l’andamento negativo della gestione passata.

Non appare possibile, neppure, porsi in una logica prospettica, stante la mancanza di attendibili piani di risanamento.

Dinnanzi a siffatta situazione, il perito chiamato a valutare un marchio (ma lo stesso discorso può estendersi all’azienda), deve necessariamente porsi nella prospettiva di un potenziale acquirente e rispondere alla domanda: quanto è disposto a pagare il marchio esistente un operatore economico?

L’operatore economico si trova dinnanzi un *trade-off*: sostenere il costo di acquisizione/utilizzo di un marchio già esistente, oppure sostenere nuovi investimenti, in genere in comunicazione e pubblicità, per far assumere al marchio del quale già dispone la medesima forza e notorietà di quello oggetto della decisione d’investimento.

Nel prosieguo, si adotterà un metodo di valutazione del marchio che si pone nella prospettiva di un potenziale acquirente chiamato a decidere se investire nell’acquisto di un marchio, sulla base di un calcolo di convenienza economica che individua nelle royalties che dovrebbe pagare per assicurarsi la disponibilità di questo bene, il limite oltre il quale la scelta di acquisto risulterà non è più conveniente.

Egli si dichiarerà disposto ad acquistare il marchio sintantoché il prezzo si manterrà non superiore al valore attuale, riferito alla data della decisione di investimento, delle royalties che egli dovrebbe pagare per assicurarsi la disponibilità di un marchio con

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

quelle caratteristiche.

12. Scelta del criterio di valutazione e relativi limiti

La scelta del criterio di valutazione ha risentito, da un lato, della mancanza di un ampio spettro di informazioni aziendali di tipo quali-quantitativo (ad esempio, l'ammontare dei costi sostenuti per spese di pubblicità e comunicazione, il margine operativo delle singole linee di prodotto con marchio FMR, etc.) e, dall'altro, della particolare condizione di assenza di piani di investimento per il rilancio del marchio. La mancanza di informazioni su spese sostenute in passato per design, registrazione, pubblicitarie, comunicazione e sviluppo rete commerciale portano ad escludere il ricorso a criterio del costo²⁵.

Analogamente, va escluso il ricorso a criterio dei risultati differenziali, in quanto richiederebbe una comparazione dei prezzi applicati lungo un orizzonte temporale al prodotto contraddistinto dal marchio oggetto di valutazione (nel nostro caso una pluralità di prodotti) e un prodotto comparabile, ma privo del marchio.

La costruzione di una serie storica di prezzi, costi e margini di prodotti comparabili avrebbe richiesto peraltro un tempo di raccolta non compatibile con i tempi offerti per questa valutazione, oltre al fatto che avrebbe scontato il non facile accesso alle informazioni dei *competitors*.

²⁵ Il criterio del costo (metodo costo storico aggiornato, costo storico residuale, costo di riproduzione) misura il complesso dei benefici economici attesi dall'impiego dell'intangibile asset, in funzione degli investimenti necessari per poter disporre dello stesso bene o per poterlo acquistare/riprodurre.

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

Tra i criteri comparativi (tassi di *royalty*, transazioni comparabili, multipli) si è ritenuto di far ricadere la scelta del criterio di valutazione su quello noto come “*Relief from royalty*”, corroborati in questa scelta dall’esigenza di ricercare una omogeneità con il medesimo criterio applicato da UTET GRANDI OPERE per la valutazione di questo asset in bilancio, secondo i principi contabili internazionali.

Questo criterio si basa sul concetto di *royalty* ovvero il prezzo che un operatore economico è disposto a riconoscere al proprietario dell’*intangible* per poterne godere e impiagarlo nella propria attività.

I vantaggi che presenta questo criterio di valutazione sono:

- a) riduce la soggettività indotta dalla stima dei costi, sostenuti e da sostenere, che caratterizza i criteri di costo e dei differenziali di reddito attribuibili ad un intangible
- b) utilizza tassi di *royalty* medi recuperabili agevolmente dall’evidenza empirica

I limiti sono essenzialmente due e sono tali da incrementare il livello di soggettività della stima.

- il primo è legato alla scelta del tasso di *royalty* medio di settore non potrebbe non essere in grado di riflettere adeguatamente le specifiche caratteristiche del marchio oggetto di valutazione
- il secondo è la proiezione dei ricavi futuri, in mancanza di attendibili previsioni, generabili dall’utilizzo del marchio.

Il criterio di valutazione prescelto ruota intorno alla definizione di *royalty* che è espressione di una percentuale (tasso di *royalty*) applicata ai ricavi derivanti dalla

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

vendita del prodotto contraddistinto con un dato marchio, integrando un meccanismo di ripartizione del valore aggiunto tra il licenziante e il licenziatario.

13. Descrizione del criterio di valutazione adottato

Per la valutazione del marchio FMR, come detto, si è deciso di utilizzare il criterio di valutazione noto con il nome “*Relief from Royalty Method*”.

Questo criterio, come anticipato, consente di valutare un marchio sulla base di ipotetici pagamenti di *royalties* che si risparmierebbero se l’asset fosse acquistato, anziché utilizzato in forza di un contratto di *licensing*.

La logica sottostante il metodo in questione è che attraverso la titolarità del diritto sull’*intangible asset* l’utilizzatore risparmia il pagamento delle *royalties*, che altrimenti dovrebbe sostenere per utilizzare questo asset.

Per la determinazione del valore del marchio si applica una formula di calcolo, i cui “*key inputs*” sono:

1. tasso di royalty (r)
2. ricavi attesi associati al marchio (R)
3. vita utile del marchio (n)
4. tasso di attualizzazione (i)

Le criticità maggiori nel processo valutativo sono, come abbiamo detto, la previsione dei ricavi attesi (R), difficoltà acuita dalla particolare condizione di *default* del titolare del marchio, per le ragioni già illustrate in precedenza (andamento decrescente dei risultati storici recenti, se non addirittura alterati da logiche di bilancio, mancanza di

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

attendibili piani di investimento) e la scelta del tasso di *royalty* (r), in quanto il dato medio che si ricava dall’evidenza empirica potrebbe essere non appropriato alla particolare situazione del marchio oggetto di valutazione.

Per limitare al massimo il grado di soggettività insito nella scelta degli *inputs* della formula di calcolo, l’unica linea-guida che deve indirizzare l’opera del perito è quella della prudenza, anche perché la procedura competitiva di vendita, preceduta da un’ampia pubblicità, dovrebbe consentire la formazione del giusto prezzo.

La formula di calcolo del marchio, si esprime in termini di valore attuale di un flusso di redditi:

$$V = \frac{\sum(R * r)}{(1 + i)^n}$$

dove:

- “V” è il valore del marchio
- “R” è il flusso dei ricavi attesi
- “r” è il tasso di royalty
- “i” è il tasso di attualizzazione
- “n” è il numero di periodi da attualizzare.

Il tasso di attualizzazione “i” viene assunto pari al costo del capitale - *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), formato dal costo del debito e dal costo dell’equity.

Il costo del debito viene assunto dal mercato per finanziamenti che hanno una durata

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

omogenea rispetto a quella dell’investimento di cui devono coprire il fabbisogno finanziario.

Il costo dell’equity viene calcolato con la formula del *Capital Asset Pricing Model* (C.A.P.M.):

$$i = r_f + \beta_i + (r_m - r_i)$$

Dove:

- r_f è il tasso “free-risk”;
- β_i è un fattore di correlazione che indica il grado di sensibilità dei rendimenti del settore di riferimento rispetto a movimenti di mercato;
- r_m è il tasso di rendimento medio del mercato italiano del debito;

14. Valutazione

Il primo passaggio consiste nella scelta del tasso di *royalty* da applicare.

Di regola, il **tasso di royalty** viene desunto dal mercato. Nella scelta del tasso di *royalty* si deve tenere conto della forza del *brand*: maggiore è la forza di un marchio, più elevata sarà la % di *royalty* che il licenziatario sarà disposto a pagare, in quanto minori saranno gli investimenti da sostenere, e viceversa.

Un’indagine indica che nel 2020, su un campione di oltre 21mila accordi di *licencing*,

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

il “*Median salse-based royalty rate*” si è attestato nell’intorno del 5%²⁶, percentuale confermata anche da T.Heberden <<*A study of 2,279 licenses in fifteen industries suggests that the median royalty in most industries is close to 5%*>>²⁷.

Si tratta, naturalmente, di un tasso di royalty medio che non tiene conto della specificità del settore di appartenenza del marchio oggetto di valutazione, né della particolare crisi del settore della editoria, né, infine, della crisi di FMR.

Si ritiene ragionevole, pertanto, adottare un correttivo al tasso di royalty medio per tenere conto di questi aspetti, assumendo un tasso di royalty inferiore, pari al 3,5%.

Vanno, poi, stimati i ricavi prospettivi e le spese per la pubblicità e la comunicazione.

La previsione non può che rispondere, anche in questo caso, al canone della prudenza, tenuto conto anche del particolare contesto valutativo, rappresentato da una situazione di default dell’impresa proprietaria dell’asset che, da un lato, presenta un andamento discendente dei ricavi nel periodo che ha preceduto la manifestazione esteriore della crisi e, dall’altro, non può fare affidamento su validi piani aziendali di rilancio del business.

Sul fronte dei ricavi sono state adottate le seguenti *assumption* in relazione alla previsione dei ricavi nel successivo quinquennio:

²⁶ Cfr. <https://www.royaltystat.com/>

²⁷

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO "FMR"

	Projected Fiscal Years Ending December 31				
	2021	2022	2023	2024	2025
Projected Net Revenue Attributed to the Trademark	1.200.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000	3.000.000
% revenues growth assumption		25%	33%	25%	20%

Nel quinquennio si ipotizza che i ricavi possano arrivare a 3 milioni, valore che la Società aveva traguardato nel 2016.

Sono state previste spese di comunicazione nel quinquennio per 100k, con una concentrazione delle spese nel primo biennio, necessarie per dare visibilità al marchio, dopo un periodo di oblio, come mostrato di seguito:

	Projected Fiscal Years Ending December 31				
	2021	2022	2023	2024	2025
Projected Net Revenue Attributed to the Trademark	1.200.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000	3.000.000
Less: Maintenance Expenses	(-30.000)	(-25.000)	(-15.000)	(-15.000)	(-15.000)
% Maintenance Expenses / Revenues	2,5%	1,7%	0,8%	0,6%	0,5%

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Il costo del capitale del debito è stato assunto pari al costo di un finanziamento chirografario di euro 500.000 della durata di 5 anni concesso da un istituto bancario italiano.

Per il calcolo del costo del capitale di rischio, invece, si è fatto ricorso al *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. A tal fine si è impiegato come tasso "free-risk" il rendimento dei BTP a 10 anni pari a 0,616%²⁸. Il *risk premium* è stato posto pari al 4,97%, mentre

²⁸ <https://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazioni.php?QUOTE=GBITL10J.MTS>; ma vedi anche Application of Valuation Parameters in Practice, <http://www.market-risk-premia.com/it.html>

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO "FMR"

il fattore β , è stato posto pari a 0,81²⁹, ricavando tali informazioni da Aswath Damodaran.

Infine, si è assunta una struttura finanziaria equilibrata tra indebitamento e mezzi propri, per rendere questa variabile neutra non conoscendo la struttura finanziaria dell'investitore.

Applicando la formula del WACC, "i" risulta pari a **4,03%** come mostrato di seguito:

CALCOLO DEL WACC		elaborazione 16/11/20
Costo medio ponderato del capitale		
WACC		
a	Pre-tax cost of debt	4,510%
t	Tax rate	24,0%
Kd	Post-tax cost of debt	3,4% = $a*(1-t)$
rf	Risk free rate	0,616%
rm	Risk premium	4,97%
b	Beta titolo	0,81
Ke	Cost of shareholder's equity	4,64% = $rf+(rm*b)$
h	Mk. Capit./Capital Requirements	0,500
i	Debt/Capital Requirements	0,500
	WACC	4,03% = $(Ke*h)+(Kd*i)$

A questo punto si dispone di tutti gli elementi per calcolare il valore del marchio.

²⁹ Aswath Damodaran, sito internet <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

	2021	2022	2023	2024	2025
Projected Net Revenue Attributed to the Trademark	1.200.000	1.500.000	2.000.000	2.500.000	3.000.000
% revenues growth assumption		25%	33%	25%	20%
Market-Derived Trademark License Royalty Rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Pretax Avoided Trademark License Royalty Expense	42.000	52.500	70.000	87.500	105.000
Less: Maintenance Expenses	(-30.000)	(-25.000)	(-15.000)	(-15.000)	(-15.000)
% Maintenance Expenses / Revenues	2,5%	1,7%	0,8%	0,6%	0,5%
Less: Income Tax (at 28%)	(-3.360)	(-7.700)	(-15.400)	(-20.300)	(-25.200)
After-Tax Avoided Trademark License Royalty Expense	8.640	19.800	39.600	52.200	64.800
Capitalized Residual Value (CF/ (k-g))					
Partial Period Factor	1	1	1	1	1
Year Convention-Discount Period	1	2	3	4	5
Discount rate=WACC	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%
Present Value Factor=Discount Factor	0,9613	0,9240	0,8882	0,8538	0,8207
PV of After-Tax Avoided Trademark License Royalty Expense	8.305	18.296	35.174	44.569	53.184
Present Value	159.528				
Plus: Tax Amortization Benefit (TAB)					
Indicated Fair Value of Trademark	159.528				

15. Conclusione

Alla luce dell’analisi che precede, ribaditi i limiti della presente valutazione che, ancorché fondata su *assumptions* ragionevoli, sconta un elevato grado di incertezza derivante, dal un lato, dall’impossibilità di poter fare affidamento su serie storiche e proiezioni prospettiche di ricavi attendibili da porre a base nella stima dei ricavi conseguibili attraverso l’utilizzo del marchio “FMR” e, dall’altro, dalla indisponibilità di informazioni relative al tasso di royalty applicato a contratti di licencing aventi ad oggetto marchi comparabili con quello oggetto di valutazione, si può concludere con l’assegnare al marchio “FMR” un **valore economico**, calcolato utilizzando il criterio del “*Relief from Royalty*” e assumendo un royalty rate del **3,5%**, pari a Euro **159.528**, che si arrotonda per difetto a:

EURO 150.000

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

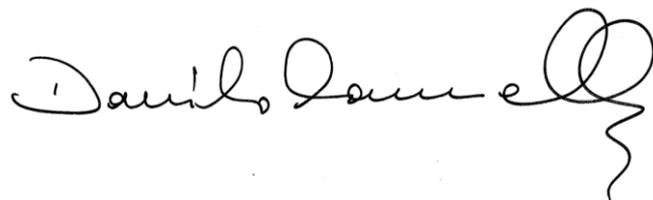
Nel caso in cui si mantenessero, *ceteris paribus*, tutte le variabili sopra stimate, variando esclusivamente il tasso di royalty, assumendolo pari a **5%**, in linea con il valore medio riscontrato dall’evidenza empirica, il valore attribuibile al marchio si attesterebbe a Euro 255.756, arrotondabile a Euro **250.000**.

In definitiva, il prezzo di vendita del marchio “FMR” dovrebbe collocarsi ragionevolmente tra un valore minimo di Euro 150.000 e un valore massimo di Euro 250.000.

Milano, 19 novembre 2020

In fede

Dott. Danilo Cannella



16. Allegati:

1. Bilancio ARCA 2013
2. Bilancio ARCA 2014
3. Bilancio ARCA 2015
4. Bilancio ARCA 2016
5. Bilancio UTET 2013
6. Bilancio UTET 2014

PERIZIA DI STIMA DEL MARCHIO “FMR”

7. Bilancio UTET 2016
8. Bilancio UTET 2017
9. Bilancio UTET 2018
10. Bilancio UTET 2019
11. Bilancio UTET 2019 relazione sulla gestione
12. Atto di cessione ramo d’azienda 25.2.2015
13. Atto di cessione marchio a Masone 13.5.2015
14. Atto di cessione ramo d’azienda 9.6.2016
15. Elenco marchi 19.11.2020
16. Impairment test 31.12.2018