



PERIZIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO

DEL RAMO D'AZIENDA

DI

REJOINT S.R.L.

con sede in BOLOGNA (BO)

Via Emilio Zago, n. 2 – 40128

codice fiscale 03468131200

Registro Imprese Bologna N. 03468131200

REA BO- 521513

.....

Perito:

Dott. FRANCESCO NESCI

Cod.fisc. NSC FNC 76E15 L452Q

Bologna, 28 novembre 2025

I. INDICE

1.	INCARICO E QUESITO	1
2.	OGGETTO E PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE.....	1
2.1.	BREVE PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA REJOINT S.R.L.	1
2.2.	IL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA REJOINT	2
2.3.	DATA DI RIFERIMENTO.....	9
3.	DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO – BASE INFORMATIVA.....	9
4.	DICHIARAZIONI E LIMITAZIONI.....	10
5.	PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE	11
5.1.	PORTATA DELLA VALUTAZIONE NELLA TASSONOMIA PIV	12
5.2.	DISCLAIMER	13
5.3.	CONFIGURAZIONI DI VALORE	14
5.4.	METODICHE DI VALUTAZIONE.....	16
5.4.1.	METODO PATRIMONIALE	16
5.4.1.1.	METODO DEI TASSI DI ROYALTIES.....	19
5.4.1.2.	METODI DEI MOLTIPLICATORI.....	20
5.4.1.3.	METODO DEL COSTO	21
5.4.2.	METODO DEI MULTIPLI	22
5.5.	SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE.....	23
6.	VALUTAZIONE DELL'AZIENDA	25
6.1.	METODO DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA: PATRIMONIALE COMPLESSO	25
6.1.1.	VALUTAZIONE DEI MARCHI.....	26
6.1.2.	VALUTAZIONE DEI BREVETTI.....	28
6.1.3.	VALUTAZIONE DELLE SPESE DI RICERCA E SVILUPPO	36
6.1.4.	VALUTAZIONE MAGAZZINO E DISPOSITIVI ELETTRONICI DEL RAMO D'AZIENDA	39
6.1.5.	VALORE DEL RAMO D'AZIENDA REJOINT	40
7.	CONCLUSIONI.....	41

1. INCARICO E QUESITO

Il sottoscritto Francesco Nesci, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Bologna (al N. 2070-A), con studio in Bologna, via San Vitale n. 40/3A, PEC: francesco.nesci@legalmail.it, è stato incaricato dal Curatore della Liquidazione Giudiziale di REJOINT S.r.l., società a carico della quale è stata aperta una procedura di liquidazione giudiziale dal Tribunale di Bologna in data 14 luglio 2025 (di seguito, "Rejoint" o la "Società"), n.° 100/2025, Dottoressa Carolina Rago (giusta autorizzazione Giudice Delegato dott.ssa Alessandra Mirabelli del 15/10/2025), di redigere la valutazione del ramo d'azienda della società costituito prevalentemente da beni immateriali e/o alla stima atomistica dei soli brevetti, facenti parte del compendio della liquidazione giudiziale.

Il sottoscritto, in assolvimento dell'incarico ricevuto, presenta la seguente Perizia di stima.

2. OGGETTO E PERIMETRO DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è stata effettuata con riferimento al ramo d'azienda della società Rejoint Srl costituito prevalentemente da beni immateriali, e segnatamente da brevetti, certificazioni e studi clinici inerenti la produzione di protesi al ginocchio personalizzate, nonché da un residuo di magazzino composto da semilavorati e prodotti finiti. La stessa curatrice ha precisato che, in alternativa, potrà procedersi alla stima atomistica dei soli brevetti.

La prima parte della perizia presenta una cronistoria delle vicende della società, successivamente vengono esposti i principi Italiani di valutazione adottati e, infine, viene esposto il risultato della stima ottenuta.

2.1. BREVE PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA REJOINT S.R.L.

Rejoint S.r.l. è una startup bolognese, costituita nel 2015, operante nel settore medtech-ortopedico, specializzata nello sviluppo di protesi di ginocchio personalizzate attraverso l'impiego integrato di tecnologie avanzate di Intelligenza Artificiale, stampa 3D e Internet of Things.

L'azienda ha come missione quella di migliorare i risultati clinici e la soddisfazione del paziente, offrendo un percorso di cura completamente personalizzato che accompagna il paziente dalla diagnosi fino alla riabilitazione post-operatoria. Il processo, denominato "Il Tuo Percorso", si articola in tre fasi: la pianificazione pre-operatoria (YourKnee), in cui la protesi viene progettata a partire da un modello 3D ottenuto da una TAC del ginocchio e ottimizzata da algoritmi di intelligenza artificiale; l'intervento chirurgico (YourSurgery), realizzato con l'utilizzo di protesi e strumenti 3D personalizzati che consentono una chirurgia più precisa, veloce e sicura; e infine il monitoraggio post-operatorio (YourProgress), che grazie a tecnologie IoT e dispositivi indossabili permette di seguire a distanza l'andamento della riabilitazione e di adattare in tempo reale il percorso di recupero.

Rejoint è considerata, dai suoi Fondatori, un esempio di "sartoria digitale" applicata alla medicina ortopedica, dove ogni impianto è un dispositivo unico, progettato e prodotto su misura per l'anatomia del singolo paziente. L'azienda, dalla data di costituzione, ha investito costantemente in ricerca e innovazione, collaborando con centri di eccellenza italiani e internazionali per sviluppare nuove soluzioni, tra cui protesi parziali di ginocchio e sistemi robotici chirurgici connessi in 5G, con l'obiettivo di rendere la chirurgia ortopedica sempre più personalizzata, connessa e predittiva.

Nel periodo 2019-2021 Rejoint ha inoltre ottenuto importanti contributi pubblici, tra cui €1,6M da Horizon 2020, €1,2M da Smart&Start e €3,8M dal programma Fabbrica Intelligente del MiSE, a testimonianza dell'elevato tasso di innovazione tecnologica.

L'azienda ha mantenuto attive le certificazioni CE (sospese ma non revocate) e ha completato audit e analisi di conformità alla nuova normativa MDR, conservando quindi il proprio patrimonio di conoscenze, brevetti e validazioni cliniche in vista di possibili scenari di rilancio o acquisizione da parte di operatori industriali del settore.

2.2. IL PERIMETRO DEL RAMO D'AZIENDA REJOINT

Il ramo d'azienda oggetto della presente stima è costituito da un complesso organico di beni immateriali e materiali che erano funzionalmente destinati allo svolgimento dell'attività caratteristica della

società. In particolare, il ramo d'azienda oggetto di valutazione è composto da: (i) un articolato patrimonio di beni immateriali registrati e tutelati, tra cui marchi, licenze e brevetti; (ii) costi di ricerca e sviluppo capitalizzati relativi ai progetti tecnologici e biomedici portati avanti dalla società che costituiscono il know-how tecnico e industriale e software correlati; (iii) certificazioni di sistema qualità rilasciate da ente terzo; e (iv) un residuo di rimanenze di magazzino riferite a semilavorati e prodotti finiti, nonché da una serie di dispositivi elettronici e inscindibilmente connessi al ramo d'azienda, in quanto potenzialmente contenenti dati e informazioni industriali riservate. Tali cespiti, dettagliatamente descritti nelle sezioni che seguono e suddivisi per famiglie omogenee, rappresentano l'insieme degli elementi patrimoniali rilevanti ai fini della presente valutazione del ramo d'azienda.

Beni immateriali, licenze e brevetti

I beni così detti “*intangibles*” facenti parte del ramo d'azienda sono i seguenti, divisi per famiglie di appartenenza:

A. Marchi d'impresa

Fanno parte di questa categoria i marchi Rejoint e YourKnee, denominativi e figurativi, nelle varie configurazioni e classi merceologiche, che sono stati registrati in Italia e all'estero (doc. 1).

Il marchio denominativo “Rejoint” risulta registrato in Italia, Australia, Giappone, Regno Unito, Svizzera, USA, a livello comunitario e internazionale.

Il marchio YourKnee in Italia e a livello comunitario.

Di seguito si riportano i principali marchi oggetto di stima:





Di seguito si riportano le informazioni inerenti alla decorrenza della protezione dei marchi oggetto di stima e la data di scadenza:

MARCHIO	LUOGO CONCESSIONE	DECORRENZA PROTEZIONE	SCADENZA	ANNI
REJOINT	ITALIA	14/02/2018	14/02/2028	10
	INTERNAZIONALE	04/03/2020	04/03/2030	10
	AUSTRALIA	04/03/2020	04/03/2030	10
	COMUNITARIO	12/02/2018	12/02/2028	10
	GIAPPONE	04/03/2020	04/03/2030	10
	REGNO UNITO	12/02/2018	12/02/2028	10
	SVIZZERA	04/03/2020	04/03/2030	10
	U.S.A	11/08/2020	11/08/2030	10
YOURKNEE con grafia a colori	ITALIA	08/02/2019	08/02/2029	10
	COMUNITARIO	08/02/2019	10/05/2029	10

B. Brevetti

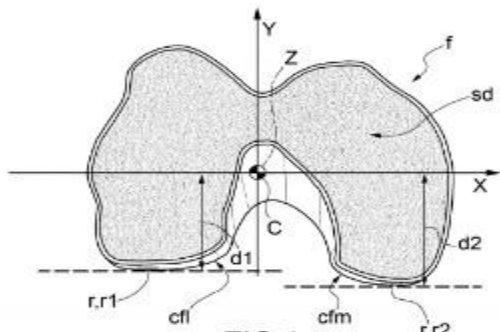
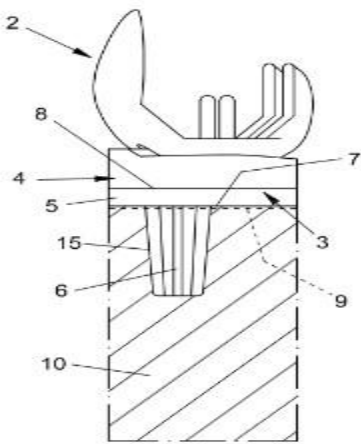
Fanno parte di questa categoria i seguenti brevetti (doc. 2):

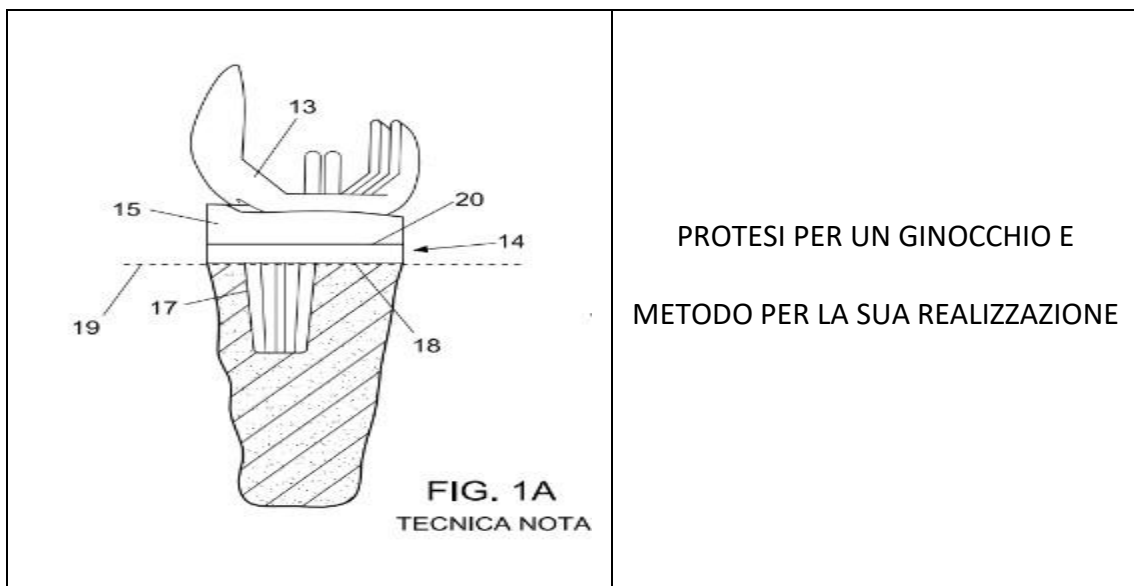
- 1) maschera di taglio 4-in-1 per rifinitura femorale;
- 2) protesi per un ginocchio e metodo per la sua realizzazione;
- 3) e piatto tibiale di prova per la preparazione dell'alloggiamento endocanalare della chiglia del componente tibiale di una protesi per un ginocchio.

Il brevetto relativo alla maschera di taglio 4-in-1 per rifinitura femorale risulta registrato e concesso, dunque protetto, in U.S.A. e a livello unitario, ossia in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea che hanno aderito e ratificato l'Accordo sul Tribunale Unificato dei Brevetti.

I brevetti relativi a “protesi per un ginocchio e metodo per la sua realizzazione” e “piatto tibiale di prova per la preparazione dell'alloggiamento endocanalare della chiglia del componente tibiale di una protesi per un ginocchio” risultano registrati e concessi, dunque protetti, in Italia.

Di seguito si riportano le immagini rappresentative dei principali brevetti oggetto di stima:

 FIG. 1	MASCHERA DI TAGLIO 4-IN-1 PER RIFINITURA FEMORALE
 FIG. 1	PIATTO TIBIALE DI PROVA PER LA PREPARAZIONE DELL'ALLOGGIAMENTO ENDOCANALARE DELLA CHIGLIA DEL COMPONENTE TIBIALE DI UNA PROTESI PER UN GINOCCHIO

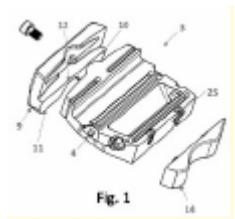


Di seguito si riportano le informazioni inerenti alla decorrenza della protezione dei marchi oggetto di stima e la data di scadenza:

BREVETTI	LUOGO CONCESSIONE	DECORRENZA PROTEZIONE	SCADENZA	ANNI
MASCHERA DI TAGLIO 4-IN-1 PER RIFINITURA FEMORALE	U.S.A	30/04/2019	13/10/2036	17 1/2
PIATTO TIBIALE DI PROVA PER LA PREPARAZIONE DELL'ALLACCIAMENTO ENDOCANALARE DELLA CHIGLIA DEL COMPONENTE TIBIALE DI UN A PROTESI PER UN GINOCCHIO	ITALIA	03/09/2021	06/09/2039	18
	UNITARIO	21/06/2023	14/10/2036	13 1/3
PROTESI PER UN GINOCCHIO E METODO PER LA SUA REALIZZAZIONE	ITALIA	04/11/2019	07/08/2037	17 7/9

In relazione alla domanda di brevetto europeo denominata “Maschera di taglio 4-in-1 per rifinitura femorale”, in data 20 novembre 2025, l’Ufficio Europeo dei Brevetti ha emesso il documento denominato “Decision to Grant” ai sensi dell’art. 97(1) EPC, con il quale comunica alla Curatrice che la concessione del suddetto brevetto decorrerà dal 17 dicembre 2025.

BREVETTI	LUOGO CONCESSIONE	DECORRENZA PROTEZIONE	SCADENZA
----------	-------------------	-----------------------	----------

	MASCHERA DI TAGLIO 4-IN-1 PER RIFINITURA FEMORALE	DIVERSI STATI EUROPEI¹	17/12/2025	19/11/2040
---	--	--	-------------------	-------------------

C. Spese di Ricerca & Sviluppo

Nel ramo aziendale oggetto della presente perizia si rileva un ammontare significativo di costi di Ricerca e Sviluppo (R&S) capitalizzati, allocati parte nella voce "Costi di ricerca e sviluppo" e parte tra le "Immobilizzazioni in corso". Tali costi hanno rappresentato il core dell'attività della società per un lungo periodo, in quanto la stessa operava con lo status di start-up innovativa.

Le immobilizzazioni immateriali in esame accolgono gli oneri sostenuti in relazione allo specifico progetto tecnologico perseguito dalla società nel settore delle biotecnologie, avente ad oggetto lo sviluppo di una innovativa protesi di ginocchio ad elevato contenuto tecnologico. L'attività di R&S ha comportato investimenti particolarmente intensi e continuativi, finalizzati alla generazione di un patrimonio di conoscenze tecniche, metodologie, processi industriali e competenze specialistiche, che connotano in modo distintivo il know-how dell'impresa. Rientra, inoltre, nella categorie delle attività di ricerca e sviluppo il software proprietario concepito ed elaborato dalla società per la gestione e l'elaborazione dei modelli tridimensionali funzionali alla progettazione personalizzata dei dispositivi protesici. Tale software costituisce parte integrante del know-how sviluppato ed è stato determinante per l'implementazione dei processi innovativi di design, simulazione e produzione additiva dei componenti.

Si riepilogano di seguito le spese di ricerca e sviluppo capitalizzate per anno, rinvenibili dalla contabilità della società:

¹ Nello specifico: Austria, Belgio, Bulgaria, Germania, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Romania, Slovenia e Svezia. Con la possibilità, a partire dal 17 gennaio 2026 di richiedere l'effetto unitario del Brevetto Europeo.

ANNO R&S	COSTI CAPITALIZZATI
2016	50.000 €
2017	186.432 €
2018	238.577 €
2019	598.731 €
2020	1.672.809 €
2021	1.840.559 €
2022	1.402.975 €
2023	- €
TOTALE	5.990.083 €

Come evidenziato dalla tabella, i costi complessivamente sostenuti ammontano a € 5.990.083, distribuiti nel periodo 2016-2023. Come verrà dettagliatamente descritto nei paragrafi successivi della presente perizia, il sottoscritto perito ha proceduto all'individuazione e alla classificazione di tutti i costi che compongono il know-how di prodotto e di processo sviluppato dalla società. Tale patrimonio intangibile, derivante dall'attività di ricerca e sviluppo pluriennale, presenta le caratteristiche di autonoma identificabilità e valutabilità, costituendo pertanto un asset suscettibile di autonoma valutazione nell'ambito del presente incarico peritale.

D. Certificazioni

Nel perimetro del ramo d'azienda oggetto di valutazione sono ricomprese anche le certificazioni del sistema di gestione per la qualità rilasciate da Italcert S.r.l., relative alle attività di progettazione, gestione della fabbricazione e immissione in commercio, a proprio nome, di un sistema protesico di ginocchio e dei relativi strumenti. Alla data della presente perizia, tali certificazioni risultano sospese e, pertanto, non producono alcun effetto né valore economico. Le stesse, tuttavia, risultano liberamente cedibili unitamente all'azienda o ai relativi rami d'azienda, ferma restando la necessità per l'avente causa di procedere a un nuovo iter di valutazione e riattivazione presso l'ente certificatore.

Nello specifico:

NUMERO CERTIFICATO	EMESSO DA	DATA EMISSIONE
--------------------	-----------	----------------

722DM00	ODC ITALCERT	17/02/2020
722DM01	ODC ITALCERT	17/01/2023
722DM02	ODC ITALCERT	20/02/2023

Rimanenze

Nel ramo d'azienda oggetto di valutazione è presente un residuo di giacenze di magazzino relative a semilavorati e prodotti finiti nonché una serie di dispositivi elettronici (computer portatili, telefoni cellulari, tablet e altra strumentazione informatica).

2.3. DATA DI RIFERIMENTO

La Data di Riferimento della Perizia estimativa è assunta al 31/10/2025 e considera, descrive e valuta alla predetta data, tutti gli elementi patrimoniali ed extra-patrimoniali emergenti dalla documentazione fornitami, dalle verifiche e dai riscontri effettuati dal sottoscritto, indicando i criteri di valutazione adottati e la giustificazione della loro scelta per ciascuno di essi.

3. DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO – BASE INFORMATIVA.

Ai fini della determinazione del valore del ramo d'azienda Rejoint, il sottoscritto consulente ha utilizzato la seguente documentazione:

- bilanci civilistici della Società per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022;
- bilanci di verifica degli esercizi 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 e 2023;
- Certificazioni credito d'imposta R&D esercizi 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020;
- Relazione illustrativa redatta dal precedente amministratore in merito allo sviluppo della società e alle cause che hanno generato la crisi;
- Relazioni di valutazioni tecnico scientifiche realizzate da soggetti terzi sull'utilizzabilità della documentazione tecnica della società;

- Elenco analitico Marchi e Brevetti di proprietà della società aggiornato al 30/07/2025 e successiva documentazione integrativa presentata entro la data di redazione della presente perizia;
- Valorizzazione delle giacenze di magazzino sulla base della Perizia dell'Ing. Luca Ravaioli, giusta nomina da parte della dott.ssa Carolina Rago (in allegato perizia);
- Banche dati Damodaran online;
- altri dati e informazioni da stampa a database specializzati e altre informazioni disponibili al pubblico;

Come verrà meglio precisato in quel che segue, nonostante taluni limiti – con riflessi di carattere prettamente *metodologico* sulla presente perizia – la base informativa utilizzata dallo scrivente ha condotto ad una valutazione che si ritiene ragionevolmente obbiettiva, permettendo l'esecuzione della presente stima di valore.

4. DICHIARAZIONI E LIMITAZIONI

La presente relazione di stima presuppone e tiene conto delle dichiarazioni, della documentazione e delle limitazioni di seguito riportate e direttamente connesse con quanto fornito allo scrivente che, pur avendo adottato le necessarie precauzioni nella valutazione dei documenti, delle informazioni e dei dati ricevuti e ritenendo di aver svolto l'incarico con la massima diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio possibili, non risponde della completezza, correttezza, accuratezza, veridicità, attendibilità e rappresentatività di tali documenti, informazioni e dati trasmessi dalla Società.

In particolare, con riferimento a tutte le informazioni che sono state recepite dal sottoscritto, si è partito dal presupposto della relativa veridicità e non discutibilità. Ciò in virtù della diversa competenza ripartita tra chi fornisce determinate informazioni ed il soggetto chiamato ad effettuare una valutazione d'azienda a partire da tali dati.

Resta pertanto ferma la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente documenti, dati ed informazioni che sono stati forniti e per qualsiasi errore e/o omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego, avvenuto a seguito di un mero apprezzamento di massima e ad una valutazione in termini di plausibilità e di ragionevolezza.

Si segnala pertanto che l'incarico ricevuto non ha previsto, con riferimento ai dati contabili ricevuti, lo svolgimento di controlli contabili integrativi o di revisione.

I dati di bilancio presi in considerazione sono esclusivamente quelli che, secondo chi scrive, possono avere una diretta incidenza per la determinazione del valore dell'azienda. Si sottolinea che la stima di seguito elaborata determina unicamente un “*valore teorico*” che potrebbe anche differire in modo significativo dal “*prezzo*” che un futuro potenziale acquirente potrebbe essere disposto a corrispondere sulla base di considerazioni legate a fattori soggettivi o strettamente negoziali qui non considerati e comunque al momento non disponibili.

5. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

Il sottoscritto perito, con riferimento al presente incarico di valutazione, configurabile come *parere valutativo*², dichiara di aderire volontariamente ai Principi Italiani di Valutazione³ (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), così come vigenti alla data della valutazione.

Dichiara altresì, concordemente a quanto richiesto dai medesimi PIV:

- di aderire al *Code of Ethical Principles for Professional Valuers*, emanato dall'International Valuation Standard Council (IVSC),
- di essere in possesso delle competenze necessarie in relazione all'oggetto ed allo scopo del presente incarico.

Sono stati pertanto seguiti i principi e le regole definite dall'OIV cui attenersi per effettuare le valutazioni di aziende o parti di esse, in modo da ovviare ai problemi che storicamente si ponevano a causa della eterogeneità delle formule e dei modelli di valutazione forniti dalla dottrina e dalla prassi professionale e che, pur in mancanza di un set di principi specificamente codificati, riscontravano generale accettazione presso gli operatori.

² I Principi Italiani di Valutazione identificano cinque tipologie di incarico: valutazione, **parere valutativo**, parere di congruità, calcolo valutativo e revisione del lavoro di altro esperto. Il parere valutativo viene utilizzato quando il processo di valutazione non risulta effettuato nella sua completezza da parte del valutatore.

³ Come richiesto dai medesimi – **Introduzione**, punto II *Scopo dei Principi Italiani di Valutazione*.

I Principi Italiani di Valutazione dettano infatti criteri che si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppur corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili delle formule sottostanti.

Si riporta inoltre di come, vista la contingenza storico-gestionale in cui la Società versa alla data della valutazione (azienda in crisi), si è tenuto in considerazione di quanto riportato nel documento "Valutazioni aziende in crisi: Criticità e spunti di riflessione", elaborato di concerto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC), dal documento "La valutazione delle aziende crisi – Discussion paper n.1/25" redatto dall'Organismo italiano di valutazione (OIV) e il libro specializzato "La valutazione delle aziende in crisi – Dalla sottoperformance alla liquidazione" di Mauro Bini.

In particolare, a seguito della presa di conoscenza da parte del sottoscritto Perito della realtà oggetto di valutazione, si è individuato il metodo di valutazione considerato più idoneo a garantire una rappresentazione congrua e il più possibile veritiera del valore del ramo d'azienda.

Ciò in quanto, sulla base di quello che viene riportato dai Principi Italiani di Valutazione, le metodiche di valutazione devono essere opportunamente scelte con specifico riferimento ed in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare la metodica e la configurazione di valore che si è scelto di adottare nel caso in questione, si ritiene opportuno indicare brevemente i criteri fondamentali proposti dai Principi Italiani di Valutazione.

5.1. PORTATA DELLA VALUTAZIONE NELLA TASSONOMIA PIV

In linea con gli standard di valutazione enucleati dai PIV - Principi Italiani di Valutazione⁴, si ritiene indispensabile qualificare l'attività che il valuer è tenuto ad effettuare in questa sede. A tal

⁴ I "PIV" sono i Principi Italiani di Valutazione varati dall'Organismo Italiano Valutazione (OIV), organismo di diritto privato. Tali Principi, emanati dal 1° gennaio 2016, pur non avendo carattere vincolante, forniscono quelle che, secondo dottrina prevalente, costituiscono a tutti gli effetti delle vere e proprie "linee guida" per tutta una parte rilevante dell'attività professionale consistente nelle valutazioni, perizie, pareri valutativi ed attività simili, volte anche ad offrire quindi dei criteri e degli "standard" allineati alle best practices internazionali.

fine è opportuno richiamare la tassonomia che l'organismo italiano di valutazione ha formulato (par. I.4.2 PIV 2015) per descrivere le diverse tipologie di incarichi che possono essere teoricamente affidati ad un valutatore professionale.

A tali fini si precisa che la perizia che segue assume veste di “valutazione” in senso tecnico, secondo la tassonomia ivi utilizzata, per la quale si configura come tale quel “documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo” (PIV par. I.4.3). Il processo valutativo si sviluppa pertanto in varie fasi seguendo un rigoroso e completo iter logico ed operativo, che si sostanzia dapprima nella formazione poi nell'apprezzamento della base informativa della quale egli dispone, fornita dal mandante o reperita in autonomia, che è a sua volta fondamentale per condurre una corretta analisi, attraverso la quale potere riconoscere sia i principali value drivers sia i principali fattori di rischio aziendali che caratterizzano l'impresa oggetto di valutazione. Una volta espletato tale processo, che presuppone un continuo interagire tra il professionista e la direzione della realtà imprenditoriale oggetto di stima, sarà possibile scegliere il più coerente metodo di valutazione, per poi addivenire alla “costruzione di una razionale sintesi valutativa” (cfr. PIV, par. I.4.3). Tutto ciò premesso, lo scrivente, considerate la natura e l'ampiezza delle fonti informative a propria disposizione, ritiene di potere svolgere con diligenza e professionalità un'adeguata “Valutazione” o “Perizia di stima”.

5.2. DISCLAIMER

Come esposto in premessa, esclusiva finalità della perizia è quella di valutare il valore del ramo d'azienda relativo ai beni immateriali offrendo anche una valutazione atomistica degli stessi detenuti dalla Società “Rejoint Srl”.

Ciò premesso, valutata e considerata la specifica finalità della perizia in oggetto, il sottoscritto perito declina ogni responsabilità verso la società, verso i soci, verso gli organi amministrativi e verso terzi, in relazione all'utilizzo delle risultanze qui contenute per scopi diversi dalla mera valutazione del patrimonio del ramo d'azienda, effettuata nell'ambito del procedimento di liquidazione giudiziale, nonché dalla determinazione del relativo valore in vista dell'eventuale futura procedura competitiva di vendita, alla quale la perizia è in via esclusiva e tassativa preordinata.

Si declina ogni specifica responsabilità per un utilizzo della presente perizia di stima per finalità diverse da quelle sopra descritte.

Si precisa inoltre che la perizia di stima è redatta su base essenzialmente documentale. Nella formazione della presente perizia di stima, pertanto, si prescinde da ogni specifica attività di revisione legale propriamente intesa delle poste dell'attivo e del passivo patrimoniale; salvo la effettuazione delle verifiche di rito e revisioni contabili opportune in ordine agli elementi valutativi che concernono l'attivo ed il passivo patrimoniale oggetto di stima, secondo corrente prassi valutativa, in conformità ai principi di valutazione esposti dai PIV – principi italiani di valutazione. A tali fini si espone che la documentazione utile ai fini valutativi, con specifico riferimento alla situazione contabile economica e patrimoniale aggiornata alla 'data di riferimento' e relativa documentazione di supporto, è stata fornita da parte committente. Data tale premessa, il sottoscritto perito declina ogni specifica responsabilità che derivi dalla incompletezza e/o inattendibilità dei dati contabili, o extra contabili, messi a disposizione del sottoscritto perito.

5.3. CONFIGURAZIONI DI VALORE

Secondo quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione, le valutazioni si differenziano, tra gli altri motivi, in funzione dell'oggetto della stima (aziende, partecipazioni, intangibili, strumenti finanziari eccetera), nonché della finalità della stessa (acquisizione, cessione, fusione, scissione, conferimento, recesso, bilancio ecc.).

La scelta della configurazione di valore rappresenta uno dei passaggi chiave del processo valutativo. A questo proposito i PIV identificano cinque configurazioni di valore comuni a tutte le attività:

- valore di mercato;
- valore di investimento;
- valore negoziale equitativo;
- valore convenzionale;
- valore di smobilizzo.

Nel caso in cui la valutazione abbia ad oggetto aziende e intangibili è possibile fare riferimento anche al valore intrinseco o fondamentale (questo assunto è applicabile anche per le partecipazioni e gli strumenti finanziari).

- Il **valore di mercato** rappresenta il prezzo al quale **verosimilmente** un'attività potrebbe essere rinegoziata, alla data di riferimento della stima (dopo un appropriato periodo di commercializzazione), fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato e prudente, senza essere esposti a particolari pressioni.

Esso riflette l'*highest and best use* dell'attività per i partecipanti al mercato (che potrebbe anche essere diverso dall'utilizzo corrente della stessa) nonché le caratteristiche di quest'ultimo alla data della stima.

- Il **valore di investimento** riflette, invece, i benefici offerti da un'attività al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative e a scopo d'investimento. Esso dipende sia dalle caratteristiche dell'attività oggetto della stima che da quelle dell'entità con riferimento alla quale la stessa viene svolta. Si tratta, quindi, di un valore soggettivo.

- Il **valore negoziale equitativo** esprime il prezzo al quale verosimilmente un'attività potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento della stima, tra due o più soggetti specificatamente identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Pertanto, anche in questo caso, si tratta di un valore soggettivo.

- Il **valore convenzionale** è quantificato attraverso l'applicazione di specifici criteri definiti dalla legge, da regolamenti, da principi contabili e da contratti. Il *fair value*, il valore recuperabile ed il valore d'uso previsti nei principi contabili sono esempi di valori convenzionali.

- Il **valore di smobilizzo** rappresenta un prezzo realizzabile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore di liquidazione ne è un esempio.

- Da ultimo, il **valore intrinseco** (o fondamentale), rappresenta il valore che, in condizioni di trasparenza informativa, un *soggetto razionale* operante sul mercato senza vincoli, dovrebbe esprimere, alla data di riferimento della stima, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività e dei relativi rischi.

Esso riflette l'utilizzo corrente dell'attività (che potrebbe anche essere diverso dall'*highest and best use* della stessa per i partecipanti al mercato) oltre che l'attuale livello di efficienza operativa.

In altre parole, esprime un valore "*as is*". Stante la sua natura, il valore intrinseco non tiene conto

di premi e sconti. In un mercato razionale (che funziona in modo ordinato e nel quale vi è trasparenza informativa), il valore intrinseco di un'attività dovrebbe essere riflesso nel prezzo e, di conseguenza, nel valore di mercato.

In virtù di quanto testé riferito il sottoscritto Perito ha individuato come *configurazioni di valore*⁵, quale configurazione di valore appropriata per il ramo d'azienda e per i beni che lo compongono, il *valore di smobilizzo*, nella specifica declinazione del valore di liquidazione forzata.

Ciò in considerazione del fatto che la vendita del ramo d'azienda avverrà nell'ambito di una liquidazione giudiziale mediante procedura competitiva, e dunque in un contesto non ordinario, caratterizzato da tempi ristretti, da un limitato livello di informazione per i potenziali acquirenti e dalla conseguente debolezza contrattuale del venditore, come delineato dai Principi Italiani di Valutazione.

5.4. METODICHE DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica più autorevole e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio metodologico di valutazione da applicare alla singola fattispecie aziendale debba essere effettuata tenendo conto, in primo luogo, della finalità della valutazione e, in secondo luogo, del settore di operatività dell'azienda oggetto di stima.

Tale approccio deriva dalla necessità di ricorrere ad un criterio metodologico che possa fornire, contestualmente, il valore analitico delle attività e passività patrimoniali, con particolare riguardo ai beni materiali ed immateriali, e la stima del valore attribuibile alla capacità reddituale della Società da valutare, potendo così giungere alla determinazione del valore complessivo dell'azienda.

Vengono di seguito sinteticamente esposti, nell'ambito delle principali categorie metodologiche, i metodi valutativi di generale accettazione per valutazioni similari all'oggetto della perizia:

5.4.1. METODO PATRIMONIALE

Come esposto al paragrafo n. 2, la presente perizia ha ad oggetto la valutazione di un ramo

⁵ PIV I.6.1.

d'azienda composto prevalentemente da beni immateriali appartenente a una società che, non essendo valutabile in continuità aziendale, richiede l'adozione di un'impostazione metodologica di tipo patrimoniale “complesso”⁶, dove a differenza di quelli “semplici”, prevedono una valutazione analitica dei beni immateriali.

In tale ottica, il metodo patrimoniale consente di determinare il capitale economico dell'azienda tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio.

Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K) espresso a valori correnti, secondo la formula: $W = K$.

Il metodo patrimoniale si caratterizza per una stima oggettiva e verificabile, articolata secondo i criteri della valutazione analitica a valori correnti di sostituzione:

- analitica, in quanto effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, in quanto fondata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, poiché basata sull'ipotesi di riacquisto o riproduzione per gli elementi attivi e di rinegoziazione per quelli passivi.

Il primo problema da affrontare nella valutazione degli “intangibles” riguarda la definizione delle caratteristiche che un bene immateriale deve presentare affinché possa essere oggetto di valutazione. Sulla base della dottrina più accreditata (G. Brugger) tali caratteristiche possono essere così sintetizzate:

- il bene deve essere trasferibile ovvero cedibile a terzi;
- il bene deve essere misurabile;
- il bene deve originare costi ad utilità differita nel tempo.

La stima dei beni immateriali può essere condotta con *criteri analitici*, cioè in base ad una costruzione logica fondata su dati documentati; ovvero con *criteri empirici*, basati su parametri e formule dedotti dal comportamento negoziale degli operatori sul mercato (prezzi fatti). Sulla base

⁶ Cfr. Manuale della valutazione d'azienda – aspetti metodologici e strumenti operativi- M. Fazzini - Eutekne

della dottrina dominante⁷, la stima dei beni immateriali viene effettuata seguendo tre approcci:

- l'approccio del costo: nella versione del costo residuale e del costo di riproduzione;
- l'approccio economico: nella versione dei "risultati differenziali" e del "costo della perdita" (stima del danno ipotetico che l'impresa dovrebbe sopportare se la disponibilità degli intangibles venisse meno, le perdite stimate vanno poi attualizzate).;
- l'approccio di mercato: nella versione del tasso di royalty comparabile e dei multipli di mercato per beni immateriali di categoria omogenea.

I metodi patrimoniali assumono, normalmente, come punto di partenza il capitale netto di bilancio o, comunque, il "netto" espresso dalla situazione patrimoniale contabile.

Dal capitale netto contabile si procede in successione:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- alla riespressione a valori correnti (di mercato o di stima) degli elementi attivi non monetari (immobilizzi tecnici, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.), determinando così una serie di plusvalenze o minusvalenze;
- alla valutazione analitica dei beni immateriali nel caso del metodo "patrimoniale complesso";
- eventualmente, alla attualizzazione del valore di crediti e debiti differiti senza interessi o, comunque, con interessi non in linea con il mercato.

Nell'ambito della valutazione dei beni immateriali, il marchio assume un ruolo prioritario in quanto in grado di incidere in misura significativa sul processo di mantenimento e crescita del valore aziendale. Il suo valore (*brand value*) si concentra sul potenziale generativo della marca, a sua volta formato da⁸:

- potenziale di differenziazione
- potenziale di relazione
- potenziale di estensione
- potenziale di apprendimento

⁷ Guatri - Bini in "Nuovo trattato sulla valutazione d'azienda" Egea 2005, Milano; Prof. Salvatore Vicari in "Brand Equity: il potenziale generativo della fiducia" 1995 EGEA.

⁸ Zara "La valutazione della marca" 1997.

Una valutazione autonoma del marchio come entità distinguibile dal complesso del patrimonio presuppone una serie di caratteristiche, collegate tra loro e imprescindibili, quali:

- identificabilità;
- separabilità dagli altri beni aziendali;
- durata temporale, intesa come periodo nel quale si presume che il marchio darà un contributo positivo alla produttività aziendale⁹.

La letteratura e la prassi professionale propongono tre metodologie di analisi per la valutazione del “brand value”, che possono essere così sintetizzati:

- metodi tradizionali fondati sui costi (approccio del costo);
- metodi reddituali e finanziari (approccio economico) secondo cui il valore della risorsa è funzione del flusso atteso dei risultati ad essa riferibili;
- metodi empirici (approccio di mercato) secondo cui il valore viene attribuito sulla base del giudizio prevalente del mercato espresso in termini di prezzo di beni simili e comparabili oggetto di negoziazioni.

Quest’ultima metodologia valutativa secondo la dottrina più accreditata¹⁰, individua due criteri applicativi:

- Metodo dei tassi di royalties
- Metodo dei moltiplicatori.

5.4.1.1. METODO DEI TASSI DI ROYALTIES

Tale metodo, tipicamente applicato alla stima dei marchi e brevetti, si basa sull’assunzione che il valore corrisponde alle royalties, ovvero quei proventi propri dei beni immateriali identificabili e suscettibili di autonoma negoziazione, derivanti dalla cessione in uso a terzi di tali beni immateriali, che un terzo è disposto a riconoscere al proprietario del bene intangibile a fronte del diritto di utilizzazione esclusiva del bene stesso.

Il valore dei marchi, pertanto, è determinato facendo riferimento a specifici parametri, quali il

⁹ Gava G., Mallardo R., “La stima dei beni immateriali. La valutazione del marchio”, in “Il diritto industriale”, n°2/1994.

¹⁰ Prof. Luigi Guatri in “La Marca industriale: fattori di crisi e nuovi sentieri di sviluppo”, Prof. B. Busacca in “Le risorse di fiducia. Soddisfazione del cliente, creazione del valore, strategie di accrescimento”.

fatturato connesso alla vendita di prodotti o all'erogazione di servizi contraddistinti dal segno oggetto di valutazione, ai quali si applica il tasso di royalty determinato sulla base dell'analisi di casi analoghi ed omogenei o, qualora vi siano, sulla base di contratti di licenza in essere e relativi ai marchi oggetto di perizia.

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

Un metodo per determinare il corretto tasso di royalties, qualora non siano in essere contratti significativi di licenza, fa riferimento ai tassi medi di mercato che si riscontrano nelle transazioni relative alle concessioni in licenza di marchi; tale metodo è attendibile solo a certe condizioni:

- che esista un numero significativo di transazioni;
- che vi sia un buon grado di trasparenza sulle condizioni contrattuali;
- che le parti siano indipendenti tra di loro e non vincolate da condizionamenti legislativi;
- che i beni siano merceologicamente simili e aventi una durata residua simile a quelli oggetto di stima.

Essendo i flussi attivi (royalties) relativi alla gestione del bene immateriale distribuiti su un arco temporale di medio/lungo termine si dovrà procedere alla loro attualizzazione.

Sulla base di quanto sopra riportato la valutazione potrà essere effettuata sulla base della seguente formula:

$$BI = \sum (r * Si) * Vi$$

BI = bene immateriale

r = tasso di royalty;

Si = vendite attese su un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua dell'immateriale;

Vi = coefficiente di attualizzazione in base al tasso *i*.

5.4.1.2. METODI DEI MOLTIPLICATORI

Anche nel caso della valutazione degli intangibles è possibile ricorrere all'applicazione di moltiplicatori (dedotti dal mercato).

5.4.1.3. METODO DEL COSTO

La metodica del costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal costo di sostituzione (o di rimpiazzo) dell'attività con un'altra in grado di garantire la medesima utilità. Il *cost approach* viene utilizzato quale unica metodica di valutazione nei casi in cui non risultino disponibili informazioni che consentano l'utilizzo degli approcci alternativi ovvero qualora non sia significativo ricondurre flussi di risultati ad attività specifiche.

Nella pratica valutativa si possono individuare tre principali metodologie basate sul costo:

- Costo storico rivalutato;
- costo di riproduzione o ricostruzione (*reproduction cost*);
- costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*).

Metodo dei costi storici rivalutati

Tale metodo consiste nell'attualizzazione degli oneri effettivamente sostenuti in passato per la creazione del bene (o per la sua acquisizione).

I costi da rivalutare in merito a marchi o brevetti sono i seguenti:

- costi di R&D
- costi di deposito, di registrazione e di mantenimento del marchio o del brevetto

Un metodo come quello dei costi storici rivalutati evidenzia quanto realmente l'azienda abbia speso per arrivare al marchio o al brevetto, non è però correlato con i potenziali benefici economico/finanziari futuri.

Metodo dei costi di riproduzione

Il costo di riproduzione viene adottato quando la duplicazione dell'attività rappresenta il modo

più economico e tecnicamente adeguato per rimpiazzarla.

La valutazione consiste nella stima dei costi necessari, alla data attuale, per ricostruire una copia esatta del bene (materiale o immateriale).

Al fine di valorizzare la dimensione brevettuale sulla base dei costi di riproduzione vengono considerate tre principali componenti di costi:

- costi di invenzione: oneri legati alle attività di ricerca di base ed applicata, di progettazione, di prototipazione e di sviluppo di prodotti e processi innovativi;
- costi di formalizzazione: rientrano tutti gli oneri che, in vista della presentazione di una domanda di brevettazione, sono da sostenersi per il trasferimento di informazioni
- costi procedurali: oneri imputabili al consulente brevettuale, soprattutto per l'estensione della tutela giuridica all'estero, e per il mantenimento in vita del brevetto, includendo eventuali oneri di difesa legale da azioni illecite dei concorrenti.

Metodo dei costi di sostituzione

Il costo di sostituzione rappresenta l'onere necessario per realizzare un bene in grado di fornire utilità equivalente a quella del bene oggetto di valutazione, impiegando però tecnologie, materiali e standard produttivi attuali.

A differenza del costo di riproduzione, tale metodo considera la possibilità di migliorare il bene rispetto all'originale, adottare processi più efficienti e utilizzare materiali e soluzioni tecnologiche evolute.

5.4.2. METODO DEI MULTIPLI

Nella valutazione di aziende industriali di medie dimensioni, negli ultimi anni, si è registrata una crescente diffusione dei metodi dei multipli di mercato (o moltiplicatori)¹¹. I moltiplicatori esprimono il rapporto tra il prezzo o capitalizzazione borsistica e una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo.

¹¹ Eugenio Morpurgo in "La valutazione delle aziende", marzo 2004.

Le tipiche performance, maggiormente utilizzate nella prassi sono:

- V (vendite);
- *EBITDA* (utile prima di interessi passivi, imposte, svalutazioni e ammortamenti);
- *EBIT* (utile prima di interessi passivi e imposte).

L'approccio utilizzato è quello delle c.d. *società comparabili*, che sul piano del metodo può essere diviso nelle seguenti fasi:

- scelta delle società/settori comparabili;
- scelta dei moltiplicatori;
- calcolo della grandezza significativa per ogni moltiplicatore utilizzato;
- scelte finali.

La scelta delle *società comparabili*

Dal momento che due società non sono mai identiche, l'omogeneità deve essere necessariamente stabilita con una certa approssimazione, avendo ben chiaro che, più stringenti sono le regole di omogeneità imposte, meno ampio è il campione che si può ottenere.

La scelta dei *moltiplicatori*

Autorevole dottrina ha più volte constatato che “*più in alto*” la misura di performance si colloca nel Conto Economico, meno essa risente delle politiche discrezionali seguite nella formazione del bilancio.

5.5. SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE

Come precedentemente anticipato (§ 5), per la scelta dei criteri e dei metodi di stima del ramo d'azienda Rejoint oggetto della presente perizia, il sottoscritto perito ha impostato il percorso valutativo a partire dall'analisi della Società e del contesto gestionale, giuridico ed economico nel quale essa si trovava ad operare al momento dell'apertura della procedura di liquidazione giudiziale.

Dall'analisi condotta emerge con evidenza che il principale indice di valore del ramo d'azienda Rejoint Srl è riconducibile alle componenti immateriali patrimonializzate, rappresentate essenzialmente da brevetti e know-how tecnico-scientifico sviluppato nel corso dell'attività di ricerca e sviluppo,

marchi registrati, nonché conoscenze tecnologiche e competenze specialistiche sedimentate nel tempo. Tale constatazione trova fondamento nello stato patrimoniale della Società, nel quale risultano capitalizzati significativi investimenti in attività immateriali, a fronte di una struttura di attività materiali relativamente contenuta.

A partire dal quadro fattuale sopra delineato, si è ritenuto metodologicamente imprescindibile procedere tramite l'adozione di un criterio in grado di valorizzare adeguatamente tale dimensione patrimoniale oggettiva. Vista, in particolare, la rilevante presenza di beni immateriali ai quali ricondurre il valore economico del ramo d'azienda, il sottoscritto perito ha ritenuto opportuno adottare il **metodo patrimoniale complesso**, quale metodologia in grado di valorizzare pienamente tutti gli assets afferenti all'entità oggetto di valutazione. La logica economica alla base del criterio valutativo adottato si fonda sul principio per cui nessun operatore economico razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal costo di sostituzione (o di rimpiazzo) dell'attività medesima con un'altra in grado di garantire la medesima utilità economica e funzionale. Il metodo patrimoniale complesso consente pertanto di determinare il valore del ramo d'azienda mediante la sommatoria algebrica del valore economico autonomo delle attività immateriali, determinate con metodologie specifiche appropriate alla natura di ciascun asset.

Occorre preliminarmente precisare che, nonostante le indicazioni dei Principi Italiani di Valutazione in tale senso¹², non sono state utilizzate altre metodiche valutative previste dai PIV, quali ad esempio il *metodo reddituale* o il metodo *DCF* (“discounted cash flow”). Tale scelta metodologica si fonda su ragioni di ordine sia fattuale che tecnico-valutativo. Il ramo d'azienda oggetto di valutazione fa parte di una Società attualmente sottoposta a procedura di liquidazione giudiziale ai sensi del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.Lgs. 14/2019). Tale circostanza determina l'assenza di continuità aziendale prospettica (*going concern*), presupposto fondamentale per l'applicazione di metodi basati sui flussi futuri, l'impossibilità di formulare proiezioni economico-finanziarie attendibili, in quanto l'attività d'impresa non è destinata a proseguire nelle forme attuali, nonché l'assenza di un piano di risanamento o di *turn-around* approvato dalla compagine societaria o dal Tribunale, che

¹² Si veda in particolare quanto riportato da PIV III.1.16, nel quale, con riferimento alla possibilità di selezione ed utilizzo di molteplici metodiche di valutazione viene in linea di principio raccomandato il ricorso – se le condizioni lo permettono – a un *metodo basato sui flussi di risultato*.

consentirebbe di ipotizzare una ripresa dell'attività produttiva. Nel caso di specie, una società in stato di crisi irreversibile sottoposta a liquidazione giudiziale, in assenza di un intervento di risanamento, non potrebbe che generare flussi economico-finanziari negativi o comunque non rappresentativi del valore patrimoniale delle attività, restituendo conseguentemente una valorizzazione negativa o comunque non significativa ai fini della presente stima. L'esclusione dei metodi reddituali e finanziari risulta pertanto pienamente conforme ai principi tecnici di valutazione, i quali richiedono che la metodologia prescelta sia appropriata rispetto alle caratteristiche dell'entità oggetto di stima e al contesto giuridico-economico di riferimento.

In definitiva, al fine dell'esecuzione della presente perizia di stima si è optato per l'utilizzo del **metodo patrimoniale complesso**, valorizzando nello specifico gli elementi immateriali facenti parte del ramo d'azienda con metodologie differenziate in base alla loro natura.

6. VALUTAZIONE DELL'AZIENDA

6.1. METODO DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA: PATRIMONIALE COMPLESSO

Si è già avuto modo di riportare che, in base a quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione¹³, risulta opportuno, per il valutatore, procedere con l'utilizzo di una metodica di stima del valore dell'azienda coerente con:

- le *caratteristiche* dell'azienda;
- la *configurazione* di valore ricercato;
- le *finalità* della stima;
- la *base informativa* eccetera;

scegliendo pertanto un metodo in grado di fornire la migliore rappresentazione valutativa dell'oggetto di analisi.

Ciò premesso, in particolare ragione della non marginale patrimonializzazione del ramo d'azienda oggetto della presente valutazione, lo scrivente ha optato per l'utilizzo di un metodo di valutazione

¹³ PIV III.1.16.

che esplicita in tale dimensione aziendale la creazione di valore, individuato nel *metodo patrimoniale complesso*.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = K$$

dove:

W = valore del capitale economico del ramo d'azienda;

K = valore patrimoniale (valore beni immateriali e magazzino rettificati).

6.1.1. VALUTAZIONE DEI MARCHI

Ai fini della determinazione del valore economico dei marchi detenuti dalla Società, il sottoscritto perito ha ritenuto opportuno adottare il metodo del costo (cost approach), nella sua declinazione del costo storico parametrato alla vita residua di protezione. Tale impostazione risulta coerente sia con le caratteristiche del bene immateriale in esame, sia con la particolare situazione giuridico in cui versa la Società, attualmente sottoposta a procedura di liquidazione giudiziale e priva, in ragione della fase di start-up innovativa non ancora consolidata, di dati di mercato attendibili o comparabili utili alla stima di valori emergenti da transazioni effettive o da redditività prospettica dimostrabile.

In assenza di evidenze economiche affidabili che consentano l'applicazione di metodologie di mercato (market approach) o di modelli basati sulla capacità del marchio di generare reddito (income approach), la valutazione è stata pertanto improntata a criteri di prudenza, verificabilità e tracciabilità documentale, individuando come riferimento il costo effettivamente sostenuto per la registrazione e la tutela del marchio, opportunamente riproporzionato in funzione della durata residua della protezione legale.

La Società detiene due marchi: YourKnee e Rejoint.

- Per il marchio YourKnee, non è stato possibile rilevare costi specifici capitalizzati in

contabilità, né è stato possibile ricostruire, sulla base della documentazione disponibile, importi effettivamente sostenuti e allocabili al marchio in oggetto. Pertanto, in applicazione del principio di prudenza, non è stato attribuito valore economico autonomo.

- Per il marchio Rejoint, i costi risultano capitalizzati solo per alcune giurisdizioni. Nei Paesi in cui non è stato individuato alcun costo storico (Australia, Giappone, Regno Unito, Svizzera), in assenza di evidenze documentali verificabili, non è stato attribuito alcun valore.

Il criterio applicato consiste nelle seguenti fasi:

- Identificazione dei costi storici del marchio

Per ciascuna giurisdizione territoriale in cui il marchio REJOINT risulta registrato e per la quale sono disponibili riscontri contabili, sono stati rilevati i costi direttamente sostenuti dalla Società, con particolare riferimento a Spese di deposito della domanda di registrazione, tasse di registrazione presso gli Uffici competenti e Costi di mantenimento in vigore della registrazione (rinnovi e annualità).

- Definizione della vita residua del marchio

Il periodo residuo è stato calcolato come differenza tra la data di scadenza della protezione e la data di valutazione (31 ottobre 2025), espressa in anni decimali.

- Applicazione del coefficiente di utilizzo residuo

Per ciascuna giurisdizione territoriale, il costo storico sostenuto è stato parametrato mediante l'applicazione del seguente rapporto:

$$\text{Coefficiente Utilizzo} = \text{Anni Residui Protezione} / \text{Durata Totale Di Protezione}$$

considerando che la durata standard di validità della registrazione di un marchio è pari a 10 anni.

- Determinazione del valore finale del marchio per Paese

Valore marchio=Costo storico × Coefficiente Utilizzo

Il valore complessivo del marchio REJOINT è stato quindi determinato come sommatoria algebrica delle singole valorizzazioni territoriali. I risultati della valutazione, ottenuti applicando il metodo sopra descritto, sono riportati nella tabella:

Paese	Anni residui	Costo storico	Valore parametrato
Italia	2,29	€ 2.273,00	€ 520,33
Internazionale	4,34	€ 5.311,09	€ 2.305,06
Comunitario	2,28	€ 4.850,00	€ 1.107,58
U.S.A.	4,78	€ 6.536,40	€ 3.123,23
Totale valore economico del marchio REJOINT			€ 7.056,19

Per le restanti giurisdizioni territoriali (Australia, Giappone, Regno Unito, Svizzera) non sono disponibili costi capitalizzati né documentazione contabile che consenta una stima verificabile. Pertanto, in rigorosa applicazione dei principi di verificabilità e prudenza valutativa, non è stato assegnato alcun valore economico a tali registrazioni.

Il valore economico del marchio REJOINT, determinato secondo il metodo del costo storico parametrato alla vita residua, risulta pari ad **euro 7.056**. Il marchio YourKnee, non essendo supportato da costi capitalizzati documentabili né da evidenze contabili idonee alla stima mediante il criterio prescelto, non è stato oggetto di valorizzazione nell'ambito della presente perizia.

VALUTAZIONE DEI BREVETTI

Come anticipato nel paragrafo 2.2, lettera B, la società detiene tre distinti brevetti, caratterizzati da differenti aree di protezione e diverse scadenze temporali:

BREVETTI	LUOGO CONCESSIONE	SCADENZA	ANNI RESIDUI
MASCHERA DI TAGLIO 4-IN-1 PER RIFINITURA FEMORALE	U.S.A	13/10/2036	11
PIATTO TIBIALE DI PROVA PER LA PREPARAZIONE DELL'ALLACCIAMENTO ENDOCANALARE DELLA CHIGLIA DEL COMPONENTE TIBIALE DI UNA PROTESI PER UN GINOCCHIO	ITALIA	06/09/2039	14
	UNITARIO	14/10/2036	11
PROTESI PER UN GINOCCHIO E METODO PER LA SUA REALIZZAZIONE	ITALIA	07/08/2037	12

Alla data della redazione della presente perizia, i brevetti hanno un orizzonte di protezione esteso, che varia, tra U.S.A, Italia e ambito Unitario, da 11 a 14 anni complessivi.

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

- *identificabilità*;
- *separabilità* dagli altri beni aziendali;
- *durata* temporale, intesa come periodo nel quale si presume che il brevetto darà un contributo positivo alla produttività aziendale¹⁴, costi di sviluppo con rendimenti crescenti, costi medi unitari decrescenti, utilità marginale crescente.

Le prime due caratteristiche sono diretta conseguenza della possibilità di disaggregare il patrimonio aziendale, facendo emergere quei differenziali competitivi, primi fra tutti, almeno per quanto qui interessa, i **brevetti**. Questi ultimi rappresentano oggetti autonomi di diritti e centri di investimento, oltre che origine di benefici economici.

Il metodo dei flussi di royalties stima il valore del bene immateriale (*brevetti*) come valore attuale dei corrispettivi ricevibili da una controparte generica che intenda avvalersi del bene per la sua vita residua, nell'ipotesi di separabilità dal soggetto che lo detiene in proprietà ed in considerazione dell'entità dei ricavi che è ragionevole prevedere al momento nel quale viene effettuata la stima (c.d. *valori in atto*): in tale prospettiva si è ritenuto di valore il bene immateriale presupponendo che venga conferito a terzi la possibilità del suo utilizzo.

¹⁴ Gava G., Mallardo R., "La stima dei beni immateriali. La valutazione del marchio", in "Il diritto industriale", n°2/1994.

Pertanto, in ragione di quanto descritto, il sottoscritto Perito ha ritenuto opportuno procedere con l'impiego del **metodo dei flussi di royalties “figurative”**.

Sulla base delle finalità della valutazione e delle informazioni a disposizione, si è valutato che l'uso del metodo delle royalties ipotetiche risultasse quello più consono per esprimere il valore dei tali elementi patrimoniali. Quanto detto a condizione che il valore dei brevetti può essere correttamente rappresentato dai flussi di royalties che esso è in grado di generare in capo all'azienda che li detiene. Tale metodo ha il vantaggio di consentire la ricerca di un valore che è fortemente correlato con l'andamento aziendale, indicando il teorico contributo dei brevetti alla creazione dei flussi reddituali.

A questo fine, nella cognizione di un possibile apprezzamento di valore, a prescindere dall'avvenuta registrazione del marchio, in virtù del valore aggiunto che la Società ha avuto modo di creare ed accumulare a partire dalla sua venuta ad esistenza, si sono considerati i dati contabili disponibili per i più recenti esercizi amministrativi, ai quali applicare il tasso di royalty ritenuto congruo. Si riporta quindi nuovamente la formula con cui è stato determinato il valore dei brevetti detenuti da Rejoint con la presente metodica:

$$m = \sum [(r * Si) - t] * Vi$$

dove,

m = brevetti oggetto di valutazione;

r = tasso di royalty;

Si = Fatturato medio società su un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua del marchio;

t = il carico fiscale atteso sui proventi delle royalties con l'aliquota del 27,9% (Ires + Irap attualmente in vigore)

Vi = coefficiente di attualizzazione in base al tasso *i*.

Nello specifico, il metodo dei flussi di royalties “figurative” è stato applicato per valutare congiuntamente il valore economico di tutti i brevetti:

➤ *Maschera di taglio 4-in-1 per rifinitura femorale*

- *Piatto tibiale di prova per la preparazione dell'allacciamento endocanalare della chiglia del componente tibiale di un a protesi per un ginocchio*
- *Protesi per un ginocchio e metodo per la sua realizzazione.*

poiché accomunati da un significativo periodo residuo di protezione (11–14 anni), coerente con la logica prospettica del metodo valutativo.

In quel che segue verranno quindi quantificati i diversi elementi sopra individuati, addivenendo di conseguenza alla determinazione del valore della Società.

A. DETERMINAZIONE DELLE GRANDEZZE

- *Periodo di proiezione del fatturato stimato (durata del bene immateriale)*

Preliminarmente alla determinazione delle vendite che si stima possano scaturire dalla gestione della Società, fattore determinante ai fini del richiamato calcolo del valore dei brevetti, è necessario procedere con la valutazione dell'orizzonte temporale entro il quale si possa verosimilmente ritenere esistente un flusso reddituale (*royalties*) in capo ai beni immateriali valutati (brevetti).

A tal fine, si evidenzia che i brevetti in analisi presentano, nel complesso, periodi di protezione residua in Italia e a livello unitario compresi tra 11 e 14 anni. In un'ottica prudenziale — e assumendo come riferimento l'arco temporale più breve tra quelli disponibili — il sottoscritto Perito ha ritenuto appropriato adottare un periodo di proiezione pari a 11 anni, corrispondente agli esercizi 2026–2036. Tale scelta consente di mantenere un approccio conservativo, limitando la stima dei flussi reddituali al periodo minimo di protezione legale dei brevetti.

- *Determinazione delle vendite attese*

I ricavi attesi, posti a base del calcolo delle royalties, devono essere determinati per ciascun esercizio compreso nel periodo di durata stimata dei brevetti oggetto di valutazione. L'andamento dei ricavi può essere ipotizzato come crescente o decrescente in funzione delle caratteristiche del prodotto e delle dinamiche del mercato di riferimento. Tuttavia, in assenza di elementi che facciano ragionevolmente presumere variazioni significative, i metodi pratici di stima tendono a privilegiare l'utilizzo di grandezze economiche consolidate, limitando l'incidenza di assunzioni prospettiche ad elevata variabilità.

In un'ottica di obiettività e neutralità valutativa — evitando sia la sovrastima sia la sottostima della capacità reddituale della Società — nel caso in esame si è ritenuto opportuno assumere quale valore rappresentativo delle vendite attese la media del fatturato a consuntivo, di cui alla voce A1 del conto economico, nonché degli altri ricavi di cui alla voce A5 relativi agli esercizi 2017–2023. La voce A5 è stata inclusa in quanto costituita da contributi in conto esercizio direttamente correlati allo sviluppo dei progetti e dei brevetti oggetto di stima, e pertanto rappresenta una componente economica strutturale e coerente con i flussi generati dai medesimi beni immateriali. Il valore medio così determinato ammonta a euro 342.272.

Su tale ammontare è stato applicato un tasso di crescita pari a zero, in coerenza con l'impostazione prudenziale adottata e con la necessità di mantenere un approccio cautelativo nella quantificazione dei flussi reddituali prospettici attribuibili ai brevetti, tenuto conto della particolare situazione in cui la Società si trova alla data di riferimento della presente perizia.

➤ *Determinazione del tasso di royalty per i brevetti*

Al fine della determinazione delle royalties attese (o “figurative”) per i brevetti oggetto di valutazione, è necessario applicare al fatturato futuro, anch'esso stimato, il corretto tasso di royalty per il settore di riferimento dell'azienda stessa.

Una prassi consolidata nell'ambito delle valutazioni di asset immateriali consiste nell'avvalersi di fonti informative esterne che raccolgono dati relativi a transazioni comparabili e accordi di licensing intervenuti in anni precedenti. In tale ambito, assumono rilievo le banche dati specializzate, quali ad esempio RoyaltySource¹⁵, Royalty Range¹⁶ e RoyaltyStat¹⁷, nonché la letteratura tecnica¹⁸ e i database tematici che riportano ampi repertori di accordi di licenza, consentendo una stima orientata agli intervalli medi di mercato.

¹⁵ <https://www.royaltysource.com/>

¹⁶ <https://www.royaltyrange.com/>

¹⁷ <http://www.royaltystat.com/>

¹⁸ Parr R. L., *Royalty rates for licensing Intellectual Property*, John Wiley & Sons, Inc., 2007

Con riferimento al settore specifico della società, riconducibile all'ambito delle healthcare, l'individuazione di tassi di royalty effettivamente rappresentativi e congrui per il caso in esame risulta tuttavia complesso. Tale criticità è riconducibile a diversi fattori:

- l'elevata eterogeneità dei servizi sanitari e sociosanitari, che rende difficoltosa l'individuazione di un benchmark omogeneo;
- la circostanza che la maggior parte dei benchmark di mercato disponibili per il settore healthcare si riferisce ai segmenti pharma e medical device, nei quali i tassi di royalty risultano sensibilmente più elevati (generalmente compresi tra il 5% e il 12%, con picchi anche superiori), e non possono pertanto essere considerati comparabili per le presenti finalità valutative.

In assenza di comparabili perfetti, la prassi professionale riconosciuta consiste nell'adottare un tasso prudenziale, desunto da intervalli medi osservati in settori affini, da metodologie consolidate (come il "relief from royalty") e da marchi che presentano caratteristiche omogenee in termini di funzione distintiva, notorietà e utilizzo.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte e dei dati reperibili per accordi di licenza relativi a marchi con profili di utilizzo analoghi, si ritiene che un tasso di royalty ragionevole e prudenziale per il settore healthcare – e, nello specifico, per il comparto delle healthcare facilities – possa essere fissato nella misura del 4% dei ricavi prospettici.

➤ *Definizione dei costi*

Definito il fatturato previsionale assunto ai fini della determinazione delle royalties figurative, nell'ipotesi di concessione in licenza dei brevetti, il sottoscritto Perito ritiene come unico onere verosimile le imposte figurative che la Società si troverebbe a sostenere sui corrispettivi percepiti per la concessione del proprio marchio. Considerata la piena rilevanza civilistica e fiscale delle royalties, il carico tributario gravante su tali proventi è stimato pari al 27,9%, corrispondente all'applicazione delle ordinarie aliquote di imposizione diretta a normativa vigente (IRES 24% + IRAP 3,9%).

➤ *Tasso di attualizzazione dei flussi "figurativi" (CAPM)*

Da ultimo, al fine di ricondurre alla data della presente valutazione, mediante attualizzazione, i flussi ipotetici di royalties generabili dalla gestione aziendale, è necessario definire un tasso di

attualizzazione idoneo a ponderare sia il rischio connesso alla loro effettiva manifestazione, in termini di probabilità e intensità diversa rispetto alle stime, sia il fattore temporale relativo alla distribuzione dei medesimi flussi lungo l'orizzonte previsionale.

Dall'analisi dello scenario sottostante alla presente stima, il coefficiente di attualizzazione ritenuto congruo è rappresentato dal costo del capitale proprio (K_e). Ciò in quanto l'eventuale attribuzione in licenza dei brevetti non risulta associata a un livello di indebitamento specifico, la cui incidenza, in termini di costo, richiederebbe, in caso contrario, l'impiego del costo del capitale di debito ai fini della ponderazione finanziaria complessiva.

Considerato, tuttavia, che la Società versa in stato di liquidazione giudiziale, il sottoscritto Perito ha ritenuto non opportuno applicare, secondo tecnica professionale, la metodologia più comunemente utilizzata per la determinazione del costo del capitale proprio, vale a dire il Capital Asset Pricing Model (CAPM), la cui corretta applicazione presuppone un'impresa operativa in continuità e un profilo di rischio sistematico stimabile attraverso parametri di mercato comparabili.

In un'ottica di maggior prudenza e rappresentatività dello scenario aziendale, si è pertanto ritenuto più coerente fare riferimento ai dati forniti dalla banca dati Damodaran¹⁹, assumendo la media del costo del capitale proprio delle società quotate europee appartenenti al settore Healthcare Products e del settore Healthcare information and Technology. Tale parametro, espressione di un indice settoriale consolidato e indipendente dalle specificità critiche della Società, è stato giudicato maggiormente congruo per la determinazione del tasso di attualizzazione da utilizzare nel metodo Relief from Royalties.

Nello specifico, il costo del capitale proprio (cost of equity) rilevato nella banca dati Damodaran per il settore Healthcare Products, cui risultano maggiormente riconducibili le attività e i brevetti oggetto di valutazione, è pari all'11,72%, calcolato su un campione di 172 società quotate.

A fini comparativi, il settore Healthcare Information and Technology presenta un costo del capitale pari al 10,63% (campione di 94 società), con una media aritmetica tra i due valori pari all'11,17%.

¹⁹ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccEurope.xls>

Il valore dell'11,17% è stato ritenuto il parametro più rappresentativo e prudentiale ai fini della determinazione del tasso di attualizzazione da impiegare nell'applicazione del metodo *Relief from Royalties*.

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Beta</i>	<i>Cost of Equity</i>
Healthcare Products	172	1,31	11,72%

B. DETERMINAZIONE DEL VALORE

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore “operativo” del capitale strumentale investito nella Società – pari alla somma del valore attuale dei flussi di royalties Si, figurativamente ricavabili dall’azienda nel periodo triennale di proiezione esplicita, attualizzati ad un tasso pari al costo del capitale proprio Ke – è determinato come risulta dalle tabelle seguenti:

Valutazione brevetti secondo il metodo del "market royalties rate"															
Brevetti del ramo d'azienda - Rejoint Srl															
			2015-2023	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
				2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	
Fatturato medio azienda	REJOINT	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	342.272	
Tasso di royalty	4,0%														
Royalties annue lorde				13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	13.691	
Oneri fiscali latenti				- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	- 3.819,75	
Royalties annue nette				9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	9.871	
Tasso di sconto	11,17%														
Royalties annue nette scontate				8.879	7.986	7.184	6.462	5.812	5.228	4.702	4.230	3.805	3.422	3.078	
Royalties annue nette scontate e cumulate				8.879	16.865	24.049	30.511	36.323	41.551	46.253	50.483	54.288	57.710	60.788	
				VALORE DEI BREVETTI			60.788 €								

Il valore effettivo dei brevetti Rejoint è stato determinato pertanto complessivamente in **euro 60.788**. Tale importo è riferibile ai tre beni immateriali oggetto di stima, aventi ad oggetto rispettivamente:

– *Maschera di taglio 4-in-1 per rifinitura femorale*

- il *“Piatto tibiale di prova per la preparazione dell’allacciamento endocanale della chiglia del componente tibiale di una protesi per un ginocchio”*;
- la *“Protesi per un ginocchio e metodo per la sua realizzazione”*.

In un’ottica di valorizzazione autonoma dei singoli beni immateriali, ed ipotizzandone una potenziale dismissione separata (c.d. vendita atomistica), il sottoscritto Perito ritiene congruo attribuire ai brevetti un valore equo pari ad euro 60.788.

6.1.3. VALUTAZIONE DELLE SPESE DI RICERCA E SVILUPPO

Ai fini della valutazione economica delle spese di ricerca e sviluppo sostenute dalla Società, il sottoscritto perito ha ritenuto necessario effettuare preliminarmente una valutazione qualitativa e selettiva delle componenti di costo capitalizzate, al fine di individuare esclusivamente quegli oneri effettivamente rappresentativi del patrimonio di conoscenze tecniche e know-how.

L’attività di analisi ha comportato l’applicazione di specifici criteri di esclusione, articolati in due distinte fasi operative.

In via preliminare, ai fini della presente perizia, sono state integralmente escluse dall’ammontare complessivo dei costi capitalizzati tutte quelle componenti di costo inerenti a fatture emesse per prestazioni svolte dai soci fondatori nel corso del tempo. Tal esclusione si è resa necessaria in ragione non solo di criteri squisitamente prudenziali ma anche perché trattasi di attività svolte in una fase di start-up dell’azienda ad oggi priva di utilità.

Successivamente alla prima rettifica, il perito ha proceduto all’individuazione analitica e alla classificazione di tutti i costi effettivamente rappresentativi del know-how di prodotto e di processo sviluppato dalla Società, operando un’ulteriore selezione qualitativa.

In particolare, sono stati esclusi dalla valutazione tutti gli investimenti sostenuti in attività che, ancorché originariamente funzionali al processo di sviluppo, risultano ad oggi, sulla base delle evidenze riscontrate:

- dedicate a soluzioni processuali superate, non più utilizzabili o implementabili in ragione dell’evoluzione tecnologica del progetto;
- prive di utilità prospettica, in quanto riferite a consulenze, prototipi, attività certificative o studi tecnici resi obsoleti dal successivo avanzamento della ricerca.

Tali esclusioni si fondano sul principio per cui il valore del know-how deve riflettere esclusivamente le conoscenze tecniche attualmente utilizzabili e incorporabili in un eventuale proseguimento o trasferimento dell’attività di sviluppo.

Si precisa, inoltre, che la curatrice, Dott.ssa Carolina Rago, ha informato il sottoscritto perito che, allo stato, le spese di ricerca e sviluppo sono oggetto di verifica da parte dell'Agenzia delle Entrate.

Il Perito ha quindi proceduto alla selezione critica, all'interno della contabilità aziendale, delle voci effettivamente capitalizzabili quali costi di ricerca e sviluppo, individuando quelle che, per natura intrinseca e finalità documentata, costituiscono gli elementi essenziali e qualificanti del know-how tecnico, progettuale e di processo maturato nel corso del tempo.

L'analisi contabile ha consentito di isolare le componenti di costo direttamente correlate allo sviluppo delle soluzioni tecnologiche innovative oggetto dell'attività della Società, escludendo oneri di natura amministrativa, gestionale o comunque estranei al nucleo tecnico-scientifico del know-how. In considerazione della natura delle voci selezionate, rappresentative del know-how tecnico, progettuale e di processo maturato nel tempo, si è ritenuto opportuno adottare il criterio del costo di sostituzione (replacement cost approach) quale metodo generale di stima.

Tale approccio risulta coerente con la natura delle attività di R&S, poiché consente di determinare quale sarebbe il costo che un operatore terzo dovrebbe sostenere per acquisire, ricostruire o replicare il patrimonio di conoscenze tecniche generato nel tempo dall'impresa.

Le spese di ricerca e sviluppo sono state trattate come componente unitaria del know-how, poiché, sulla base delle certificazioni e della documentazione disponibili, non è stato possibile attribuire con certezza ogni singola voce a uno specifico brevetto. L'elenco analitico è riportato nell'Allegato n. 3.

In particolare la metodologia adottata per la determinazione del valore delle spese di ricerca e sviluppo è la seguente:

- in primo luogo si è proceduto ad aggiornare i costi storici (CS) dei singoli cespiti utilizzando quale coefficiente di aggiornamento l'indice dei prezzi al consumo ISTAT fino alla data di riferimento; è stato così determinato il CSR (costo storico rivalutato) secondo la formula $CSR = CS * (1+i)$; dove "i" costituisce l'indice ISTAT di rivalutazione, calcolato come sopra;
- è stato determinato il coefficiente di deperimento (D%). Il deperimento economico del know-how è stato ricondotto alla durata di tutela dei brevetti cui esso risulta funzionalmente collegato. Il coefficiente è stato definito come: $(D\%) = PPR/PPT$; dove PPR è il periodo di protezione residuo dei brevetti, assunto pari a 11 anni in ottica prudenziale, e PPT è la durata totale di protezione, arrotondata a 17 anni;
- è stato infine calcolato il costo di sostituzione, in base alla seguente formula:
$$\text{costo di sostituzione} = CSR * D\%.$$

Dall'applicazione dei criteri sopra esposti ai costi di R&S sostenuti negli esercizi 2016–2023, emerge quanto segue:

ANNO R&S	TOTALE COSTI	COEFFICIENTE RIV. ISTAT	COSTO RIVALUTATO (CSR)
2016	- €	1,218	- €
2017	119.724,40 €	1,205	144.267,90 €
2018	166.976,20 €	1,192	199.035,63 €
2019	95.520,00 €	1,186	113.286,72 €
2020	471.852,99 €	1,19	561.505,06 €
2021	334.474,00 €	1,168	390.665,63 €
2022	73.601,20 €	1,081	79.562,90 €
2023	- €	1,025	- €
TOTALE	1.262.148,79 €		1.488.323,84 €

Il costo storico complessivo rivalutato risulta pari a euro 1.488.323,84.

Mediante l'applicazione del rapporto di utilizzo funzionale, pari al 64,7%, ossia il risultato del rapporto tra 11 anni di protezione dei brevetti sui 17 di protezione totale, il valore economico attribuibile al know-how è risultato pari a euro 963.033.

I criteri estimativi adottati per la valorizzazione del know-how (Costo di Sostituzione, Rivalutazione ISTAT, Deperimento correlato alla vita brevettuale e Riduzione per oneri di terzi) sono ritenuti metodologicamente coerenti con le prassi valutative consolidate e tecnicamente appropriati per la determinazione del valore di beni immateriali non autonomamente commerciabili. Si specifica, in linea con un approccio prudenziale, che il know-how, sebbene configurabile come un bene immateriale a "vita indefinita condizionata", è stato trattato con una vita utile finita, in coerenza con la durata della protezione brevettuale.

Per garantire la piena utilizzabilità del know-how ai fini della certificazione ai sensi del Regolamento (UE) 2017/745 (MDR), si rende necessaria l'applicazione di un onere di rettifica. Tale onere riflette i costi aggiuntivi che un operatore terzo dovrebbe sostenere per l'attività di ricostruzione documentale, aggiornamento regolatorio e verifica tecnico-clinica. In particolare, come evidenziato nella relazione tecnica di CRONET Sagl²⁰ di agosto 2025, l'utilizzabilità della documentazione esistente per dispositivi legacy è subordinata a specifici aggiornamenti. Le principali categorie di attività richieste sono riconducibili a:

- (i) accesso e trasferimento della documentazione tecnica pregressa;

²⁰ Allegata alla presente perizia all'allegato n°4.

- (ii) redazione di un nuovo Technical File conforme al MDR, comprensivo di PMCF ed Evaluation Clinica;
- (iii) aggiornamento del Risk Management File secondo ISO 14971:2019;
- (iv) aggiornamento della Biological Evaluation ISO 10993-1:2018;
- (v) esecuzione di test integrativi ai fini dell'equivalenza tecnica, biologica e clinica.

Sulla base della prassi valutativa consolidata, e tenendo conto della particolare complessità di sviluppare un calcolo analitico dettagliato e specifico nel settore dei dispositivi medici, si rileva che i costi di adeguamento regolatorio per la transizione da Direttiva 93/42/CEE (MDD) a Regolamento (UE) 2017/745 (MDR), a carico di un soggetto terzo diverso dal fabbricante originario, sono da considerare indicativamente tra il 30% e il 50% del valore della documentazione legacy originaria. L'oscillazione di tale range è in funzione della complessità del dispositivo e della completezza della documentazione preesistente. In via prudenziale, applicando un coefficiente del 30% al valore del know-how (€ 963.033), si perviene a una stima di oneri pari a circa € 288.910, arrotondata prudenzialmente a € 300.000. Tale rettifica non costituisce uno sconto discrezionale, ma riflette una stima analitica dei necessari costi di ricostruzione documentale e adeguamento regolatorio che graverebbero sull'acquirente. Pertanto, il valore economico del know-how determinato secondo il criterio del costo di sostituzione (pari a euro 963.033) deve essere rettificato di tali oneri, pervenendo a un valore netto stimato pari a **euro 663.033**, rappresentativo del beneficio economico effettivamente trasferibile a un soggetto terzo.

6.1.4. VALUTAZIONE MAGAZZINO E DISPOSITIVI ELETTRONICI DEL RAMO D'AZIENDA

Il magazzino della Società è composto da semilavorati conservati in contenitori plastici di colore blu con coperchio, da materie prime confezionate, da prodotti finiti imballati in apposite scatole, nonché da kit operatori custoditi in contenitori metallici. Le suddette rimanenze risultano economicamente valorizzabili al loro valore di mercato esclusivamente nell'ipotesi di trasferimento congiunto del ramo d'azienda, ovvero almeno unitamente ai brevetti detenuti dalla Società, non potendo generare un'utilità autonoma in caso di cessione separata. In tale prospettiva, nell'ipotesi di vendita del ramo d'azienda "in funzionamento", le giacenze sono state stimate, a cura del perito Ing. Luca Ravaioli (cfr. all. 5), in euro 20.000,00. Diversamente, nell'ipotesi di dismissione "atomistica", le medesime rimanenze assumono valore economico nullo, non essendo autonomamente utilizzabili né commercializzabili.

In magazzino risultano inoltre presenti alcuni dispositivi elettronici (computer portatili, telefoni cellulari e tablet). Tali beni, pur avendo un valore materiale, non possono essere autonomamente stimati o alienati, in quanto potenzialmente contenenti dati, software, presentazioni, documenti

tecnici e altre informazioni di natura industriale riconducibili alla proprietà intellettuale di RE-JOINT S.r.l.. Per tale motivo, onde evitare la dispersione o l'indebita divulgazione di informazioni riservate e/o strategiche, i dispositivi elettronici devono essere considerati beni inscindibilmente connessi al ramo d'azienda oggetto di perizia, e pertanto valutabili unicamente nell'ambito del trasferimento unitario del ramo stesso.

Il perito incaricato, Ing. Luca Ravaioli, ha determinato il valore complessivo dei suddetti dispositivi elettronici in euro 2.470,00, come di seguito dettagliato:

n° inv	descrizione	q	valore
5	Impianto per Video Call Logitech composto da elemento da ripiano microfonato, telecamera e tastiera	1	500,00
22	Schermi Asus 16/9	2	100,00
23	Mini pc DELL	1	100,00
31	Schermi Asus 16/9	6	300,00
32	Tastiere PC bluetooth - Vari tipi	4	40,00
33	Scatolone con prodotti	1	50,00
42	Piano di misurazione di precisione con base in roccia dura naturale PLANOLITH matr. 234957-5-2	1	100,00
58	Schermi Asus 16/9	2	100,00
66	Schermi Asus 16/9	2	100,00
67	Mini pc HP	1	100,00
73	Schermi Asus 16/9	3	150,00
74	Mini PC DELL	1	100,00
78	Stampante Brother MFC L377OCOV	1	70,00
79	UPS APC	1	50,00
81	3 Tablet apple Ipad 8 ° gen wifi e dati + 2 Iphone 11 - 128 gb	1	500,00
82	PC Apple mac book AIR - non funzionante	1	10,00
83	Smartphone Huawei	1	20,00
84	Vario materiale elettronico ed elettrico (prese,tastiere, mouse, replicatori porte, pile, elementi per rack, etc)	1	80,00
Totale			2.470,00

6.1.5. VALORE DEL RAMO D'AZIENDA REJOINT

Il procedimento valutativo enucleato nella presente perizia, determina un valore economico **K** del ramo d'azienda di **euro 753.347**, così composto:

- 1) marchi euro 7.056;
- 2) Brevetti euro 60.788;
- 3) Spese di R&D euro 663.033;
- 4) Beni presso il magazzino - Materiali di consumo e semilavorato euro 20.000;
- 5) Beni presso il magazzino – Dispositivi elettronici euro 2.470;

7. CONCLUSIONI

Ad esito del procedimento valutativo enucleato, il sottoscritto perito ritiene di poter quantificare il valore dell'azienda Rejoint in **euro 753.347 (settecentocinquantatremitrecentoquarantasette/00)**, così come risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale complesso.

Ad ogni modo, considerata la situazione di liquidazione giudiziale in cui la società si trova e la necessità, da parte della Curatrice, di procedere alla liquidazione del ramo d'azienda in tempi ristretti tramite vendita forzata mediante procedura competitiva, si ritiene congruo proporre, quale prezzo base d'asta, il valore periziato con un abbattimento del 20%. Pertanto, il valore del ramo d'azienda oggetto di perizia si valuta pari ad **euro 602.677 (seicentoduemilaseicentosettantasette/00) importo che si ritiene opportuno arrotondare ad euro 600.000 (seicentomila/00)**.

§

Così esaurito l'incarico affidatogli il sottoscritto rimette le risultanze che precedono a disposizione dell'istante, ringraziando per la fiducia accordatagli.

In fede

Bologna, lì 09 dicembre 2025.

Firmato digitalmente da: NESCI
FRANCESCO
Data: 09/12/2025 10:34:27

Allegati:

- 1) Elenco marchi
- 2) Elenco Brevetti

- 3) Elenco costi R&S identificati come essenziali per il Know-how di prodotto e processo
- 4) Relazione Cronet Sagl del 01/08/2025
- 5) Stima giacenze e dispositivi elettronici a cura del perito Ing. Luca Ravaioli