

***Relazione di stima del valore del portafoglio  
marchi Olidata nell'ipotesi della liquidazione  
della Società***

**Prof. RICCARDO TISCINI**

ORDINARIO DI ECONOMIA AZIENDALE  
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE

---

VIA G. PAISIELLO N. 24 – 00197 ROMA TEL. 06 80693675 – FAX 06 80687648 e-mail : r.tiscini@studiotiscini.it

## INDICE

<b>PREMESSA E FINALITA' DELLA STIMA .....</b>	<b>3</b>
<b>INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI .....</b>	<b>4</b>
<b>IPOTESI, LIMITI E MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO .....</b>	<b>5</b>
<b>IL CONTESTO VALUTATIVO .....</b>	<b>7</b>
<b>IL PORTAFOGLIO MARCHI OGGETTO DI STIMA .....</b>	<b>9</b>
<b>VALUTAZIONE DEGLI INTANGIBLES. I CRITERI DI VALUTAZIONE DEI MARCHI .....</b>	<b>10</b>
<b>LA SCELTA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>19</b>
<b>IL VALORE DEL PORTAFOGLIO MARCHI OLIDATA. LA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE UTILIZZATA .....</b>	<b>23</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>39</b>

## **1. PREMESSA E FINALITA' DELLA STIMA**

La società Olidata S.p.A. (di seguito anche Olidata o Società) ha conferito al sottoscritto Prof. Riccardo Tiscini, Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Universitas Mercatorum di Roma, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Roma, Rieti, Civitavecchia e Velletri al n. AA 004950, ed iscritto nel Registro dei Revisori Legali con D.M. 25.11.1999, pubblicato sulla G.U. del 17.12.1999 supplemento N. 100 IV serie speciale, al n° 107738 del registro, con studio in Roma, Via G. Paisiello n. 24, l'incarico di redigere la presente relazione di stima del valore di realizzo del portafoglio marchi Olidata nello scenario di liquidazione della Società, funzionale alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso, ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, in occasione della delibera di revoca dello stato di liquidazione.

La relazione è pertanto redatta a fini conoscitivi ed è rivolta alla determinazione del valore di realizzo del portafoglio marchi Olidata.

La data di riferimento della valutazione è il 26 marzo 2018.

## **2. INFORMAZIONI E DOCUMENTI UTILIZZATI**

Al fine della redazione della presente perizia, la Olidata S.p.A. ha provveduto a fornire i seguenti documenti:

- Progetto di bilancio al 31.12.2017;
- Relazione finanziaria annuale al 30.12.2016;
- Relazione finanziaria annuale al 30.12.2015;
- Relazione finanziaria annuale al 30.12.2014;
- Piano di risanamento ex art. 67 l.f. (di seguito anche “il Piano”);
- Lista e descrizione dei prodotti commercializzati con il marchio Olidata;
- Certificati di registrazione dei marchi Olidata.

### **3. IPOTESI, LIMITI E MODALITA' DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO**

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali ipotesi e limitazioni:

- la valutazione è stata effettuata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali); nulla di quanto esposto nella presente relazione può essere interpretato come una garanzia circa il futuro andamento dell'attività delle Società;
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione, relative al marchio, sono state fornite dalla società Olidata S.p.A.;
- i dati contabili desumibili dalle informazioni e dai documenti utilizzati specificati al paragrafo precedente sono stati assunti senza svolgere attività di revisione contabile e riscontro analitico dell'esistenza fisica dei beni e dell'esistenza giuridica dei rapporti contrattuali, approfondendo esclusivamente le problematiche di tipo valutativo;
- l'analisi delle componenti patrimoniali e reddituali, viene effettuata con riferimento alla data del 26 marzo 2018;
- non abbiamo effettuato verifiche sui titoli di proprietà dei beni e sull'esistenza di gravami, basando la valutazione su quanto risultante dalla documentazione a noi comunicata;
- il contenuto della presente relazione, basandosi significativamente su elementi di previsione, non può essere interpretato o assunto come una garanzia sul futuro andamento della Società;
- le conclusioni raggiunte sono basate sul complesso delle informazioni disponibili e delle valutazioni effettuate; pertanto, il documento è da

intendersi unitario e le sue parti non possono essere utilizzate singolarmente;

- l'incarico è stato svolto anche sulla base dei Principi Italiani di valutazione (detti "PIV"), elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione);
- la valutazione è effettuata nell'assunzione della liquidazione aziendale.

Le modalità di svolgimento dell'incarico possono essere sintetizzate nelle seguenti fasi principali:

- analisi dei presupposti metodologici per la valutazione ;
- analisi dei risultati storici dalla Società con riferimento all'orizzonte temporale 2015-2017;
- individuazione dei criteri e delle metodologie valutative;
- definizione dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie di valutazione prescelte;
- sviluppo della valutazione in base alle metodologie individuate;
- conclusioni.

#### 4. IL CONTESTO VALUTATIVO

La stima del valore del portafoglio marchi funzionale alla determinazione del patrimonio netto effettivo ai fini del valore di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso del socio nella delibera di revoca dello stato di liquidazione deve essere determinata tenendo conto della prospettiva della cessazione dell'attività economica (scenario di liquidazione).

Ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile, il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso.

La stima del valore di liquidazione deve riferirsi all'impresa "as is" e non deve riflettere i benefici attesi dalle decisioni che hanno fatto scattare il recesso (PIV IV.6.3). La stima deve pertanto raffigurare la realtà operativa dell'impresa nelle condizioni in cui si trova alla data di riferimento della stima, includendo nella valutazione sia i punti di forza che quelli di debolezza, ma senza considerare gli effetti di circostanze o nuovi investimenti che non siano l'effetto di decisioni già assunte.

Tale valutazione può avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione ("going concern") oppure la liquidazione (PIV III.1.8).

Mentre la prospettiva della continuità della gestione presuppone la continuazione dell'attività in futuro, la valutazione di un'entità in liquidazione presuppone che l'entità aziendale cessi le proprie attività e che i suoi beni vengano ceduti singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione (PIV III.1.9).

In particolare, nella prospettiva della cessazione dell'attività, si avrà il realizzo, in modo atomistico, dei singoli beni che compongono l'attività stessa, e non più la valutazione di un complesso professionalmente organizzato di risorse e processi volto al conseguimento di benefici economici futuri, come invece avviene nell'ipotesi di continuità della gestione.

Nel caso specifico, poiché la decisione che fa scattare il diritto di recesso è la revoca dello stato di liquidazione, e non dovendo la valutazione tenere in considerazione gli effetti di tale decisione, la valutazione deve essere effettuata nello scenario della liquidazione dell'azienda.

Lo scenario dell'attuazione del piano di risanamento e della continuità aziendale sono infatti accessibili proprio per effetto della revoca dello stato di liquidazione, ma non devono caratterizzare la valutazione per il recesso in occasione di tale decisione, poiché il socio recedente ha diritto alla liquidazione sulla base del valore del patrimonio che ha contribuito a formare, ma non degli effetti delle decisioni rispetto alle quali esercita il recesso (cioè del valore del patrimonio che, con la sua uscita, non contribuirà a formare).

La valutazione del marchio nello scenario della liquidazione aziendale può fondarsi sugli stessi principi metodologici delle valutazioni nello scenario della continuità, ma deve basarsi su assunzioni che non tengono conto dei risultati ottenibili dall'azienda in uno scenario di continuità, bensì della capacità economica del marchio singolarmente considerato, in uno scenario di realizzo autonomamente dall'azienda.



## 5. IL PORTAFOGLIO MARCHI OGGETTO DI STIMA

Olidata S.p.A. è un primario fornitore italiano di prodotti e servizi IT, che negli anni recenti ha operato sia nel settore pubblico (P.A., Education, Health) che in quello privato (Corporate, PMI), vantando un parco installato di centinaia di migliaia di sistemi, in larga prevalenza sul mercato italiano. L'offerta commerciale di Olidata comprende:

- la vendita e il supporto di soluzioni IT (prodotti Desktop, Notebook, Server, soluzioni per la virtualizzazione, apparati di sicurezza, infrastrutture di rete, cloud computing);
- la vendita e il supporto di Office Automation (stampanti, sistemi multifunzione e software di gestione documentale).

A seguito dell'entrata nella compagine societaria di Le Fonti Capital Partner Srl, che a luglio 2014 ha rilevato il pacchetto azionario del 29,9% precedentemente detenuto da Acer, e allo scopo di poter meglio competere nel mondo della trasformazione digitale e offrire al mercato soluzioni ad alto valore aggiunto, Olidata ha investito nelle nuove tecnologie dell'Internet of Things.

Per effetto della crisi economica e finanziaria, i piani di ricapitalizzazione e sviluppo della Società sono rimasti parzialmente inattuati e la stessa è stata posta in liquidazione nel marzo del 2016.

Si riportano di seguito gli estremi di registrazione dei marchi Olidata nei vari Paesi:

- n. registrazione 2246415, con rilascio il 1.09.2008. Paese: Argentina;
- n. registrazione 805114, con rilascio il 17.10.2007. Paese: Cile;
- n. registrazione 001285170, con rilascio il 07.09.2009. Marchio comunitario;
- n. registrazione 965910, con rilascio il 30.11.2006. Paese: Messico;
- n. registrazione 39713, con rilascio il 27.08.2007. Paese: Perù;
- n. registrazione , con rilascio il 06.08.2007. Paese: Uruguay;
- n. registrazione 592313, con rilascio il 16.10.1992. Marchio internazionale.

## **6. VALUTAZIONE DEGLI INTANGIBLES. I CRITERI DI VALUTAZIONE DEI MARCHI**

Tra i beni immateriali i marchi (e i loro diritti di sfruttamento) rivestono un ruolo primario, soprattutto per alcune imprese.

Se in via generale un marchio registrato può essere oggetto di un autonomo atto di trasferimento, vi sono tuttavia fattori che in concreto determinano la forza economica autonoma di un marchio e quindi il suo mercato potenziale (sia in uno scenario di continuità che nello scenario di liquidazione).

In primo luogo, perché il marchio abbia un autonomo valore economico (così come la generalità dei beni intangibili), è necessario che questo sia separabile dal contesto aziendale in cui è inserito, ossia sia utilizzabile in un'altra realtà aziendale.

Inoltre, il marchio utilizzato deve essere concretamente in grado di differenziare i prodotti dell'impresa che lo utilizza, attraendo e fidelizzando la clientela.

L'autonoma forza economica del marchio dipende quindi da diversi fattori, tra loro interdipendenti:

- separabilità dagli altri fattori aziendali senza compromettere la propria capacità di creare vantaggi economici;
- autonoma capacità reddituale;
- possibilità tecnica di valutarlo separatamente;
- capacità di generare fedeltà nella clientela;
- capacità di generare nuove relazioni commerciali.

La stima del valore di un marchio d'impresa può avvenire principalmente per una delle seguenti finalità:

- ai fini del trasferimento del marchio a titolo di proprietà insieme al trasferimento d'azienda;

---

<sup>1</sup> Zanda G., Lacchini M., "La valutazione dei marchi d'impresa".

- ai fini del trasferimento del marchio a titolo di proprietà insieme al trasferimento di uno o più rami d'azienda;
- ai fini del trasferimento del marchio a titolo di licenza in caso di franchising (in questo caso il marchio viene utilizzato per contrassegnare prodotti/servizi dello stesso settore merceologico del cedente);
- ai fini del trasferimento del marchio a titolo di licenza in caso di merchandising (in questo caso il marchio viene utilizzato per contrassegnare prodotti/servizi diversi rispetto a quelli del cedente).

In qualunque caso si debba determinare il valore del marchio, la metodologia utilizzata ai fini della valutazione presenta sempre un elevato grado di soggettività.

Non esiste infatti una metodologia corretta in ogni circostanza; inoltre, il valore del marchio può essere influenzato da numerosi fattori che presentano significativi fenomeni di comunanza e sovrapposizione con altre risorse immateriali e fattori produttivi aziendali (la qualità dei prodotti, l'organizzazione commerciale, la rete di vendita ecc.), rendendo sfumato il confine tra valore del marchio e valore dell'avviamento.

Il marchio appare meritevole di stima autonoma allorché soddisfa i requisiti di seguito elencati:

- è oggetto di un significativo flusso di investimenti;
- è all'origine di benefici economici differenziali;
- è trasferibile.

Le più diffuse metodologie di valutazione utilizzate dalla prassi con riferimento ai beni immateriali, e quindi anche ai marchi, sono:

- i metodi basati sul costo;

---

<sup>2</sup> Cfr. Zanda G., "La valutazione delle aziende", Giappichelli Editore, 2005. Sulla base di quanto previsto dallo IAS 38 sulle attività immateriali (paragrafo 21), "un'attività immateriale deve essere rilevata come tale se, e solo se:

- (a) è probabile che i benefici economici futuri attesi attribuibili all'attività affluiranno all'entità;
- (b) il costo dell'attività può essere valutato attendibilmente."

- i metodi economico-reddituali;
- i metodi finanziari;
- i metodi basati sugli indicatori empirici.

**a. I metodi basati sul costo**

I metodi basati sul criterio del costo si fondano sulla possibilità di misurare il complesso dei benefici futuri attesi, determinando l'ammontare complessivo delle risorse monetarie necessarie a sostituire il marchio oggetto di valutazione con uno del tutto identico.

Tali metodi si presentano principalmente in due versioni:

- il criterio del costo storico rivalutato;
- il criterio del costo di sostituzione.

Il criterio del costo storico rivalutato consiste nel riesprimere a valori correnti i costi sostenuti in passato per sviluppare il marchio, anche se non contabilizzati fra le immobilizzazioni dello stato patrimoniale. Tali costi sono tipicamente:

- costi di ideazione del marchio e verifica della sua disponibilità;
- costi di design;
- costi di registrazione;
- costi di promozione, pubblicità, marketing, ossia i costi necessari per lanciare il marchio sul mercato e consolidare la sua immagine.

Mentre i costi delle prime due categorie sono agevolmente determinabili, la terza categoria genera maggiori problemi specialmente nei casi in cui un'azienda possiede più marchi e si caratterizza per la presenza di costi comuni di struttura.

I costi storici vengono di solito rivalutati per tener conto dell'inflazione. Nella prassi professionale accade poi che non tutti i costi sostenuti nella vita del marchio vengano considerati, bensì una parte di essi; in tal senso si ipotizza che una parte del costo sostenuto in passato, avendo un effetto di durata limitata, non incida più sul valore economico attuale del marchio.

Il tasso utilizzato ai fini della riespressione dei costi storici non è un tasso di capitalizzazione legato al rendimento del marchio, bensì un tasso di aggiornamento monetario.

Il criterio del costo di sostituzione consiste invece nella stima dei costi che si dovranno sostenere per poter disporre, alla data di valutazione, di un marchio con caratteristiche del tutto simili, sotto il profilo dell'utilità, a quello oggetto di stima.

In questo caso non vengono pertanto considerati i costi effettivamente sostenuti per lo sviluppo del marchio, ma sulla base del suo posizionamento competitivo si cerca di quantificare l'entità dell'investimento da sostenersi per ottenere ex-novo un marchio avente la medesima notorietà ed il medesimo posizionamento competitivo.

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione può essere, coerentemente con la configurazione di investimento adottata:

- basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio;
- basato sul costo medio ponderato del capitale, in cui è necessario effettuare delle ipotesi sulla composizione della struttura finanziaria.

I metodi basati sui costi possono risultare irrazionali, in quanto la forza di un marchio non è necessariamente correlata ai costi sostenuti per svilupparlo e promuoverlo. La scarsa oculatezza degli investimenti pubblicitari e l'insuccesso tecnico-commerciale del prodotto possono infatti vanificare la forza di un marchio su cui si è investito molto.

#### **b. I metodi economico-reddituali**

I metodi reddituali fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, insieme ai metodi finanziari. Essi quantificano il valore del marchio in funzione dell'apporto che questo fornisce alla redditività globale d'impresa. Pertanto, tali metodi si fondano sull'ipotesi che il valore di un marchio (come quello di un bene in generale) sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

In particolare, il valore di un marchio è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi reddituali futuri ascrivibili al marchio (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Secondo un approccio differenziale, si tratta di attualizzare la differenza tra il reddito del prodotto/merce dotato di marchio e quello che potrebbe ottenersi con un prodotto/merce simile privo di marchio o contrassegnato da un marchio nuovissimo e quindi ignoto.

Nell'applicazione di tale metodo è critica la definizione dei flussi economici da considerare, in quanto è necessario identificare correttamente i ricavi ed i costi di pertinenza del marchio.

Nel caso di proiezione analitica di durata inferiore alla prevista utilità del marchio, occorre fare assunzioni in merito al valore finale del marchio al termine dell'orizzonte di previsione analitica.

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di ricavo e costo è, di norma, basato sul costo medio ponderato del capitale, in quanto oggetto di attualizzazione è una determinata configurazione di redditi operativi al netto delle imposte.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

### **c. I metodi finanziari**

Anche i metodi finanziari fanno parte della categoria dei metodi di attualizzazione dei risultati prospettici, come i metodi reddituali.

In questo caso il valore di un marchio può essere espresso in termini di flussi di cassa scontati. In particolare, il valore di un marchio è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato).

Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa è generalmente il costo medio ponderato del capitale, in quanto il flusso di cassa da scontare è un flusso

operativo disponibile per tutti i finanziatori, sia a titolo di capitale di rischio che a titolo di capitale di credito.

L'utilizzo dei metodi finanziari di valorizzazione del marchio è finalizzata a determinare l'ammontare di risorse finanziarie che il brand genera a favore dell'impresa e tale modello può essere ragionevolmente utilizzato, in via preferenziale rispetto al metodo reddituale, nei casi in cui il marchio possa essere considerato come investimento autonomo rispetto alla gestione complessiva dell'impresa.

La formula generale è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

#### **d. I metodi di mercato**

I metodi empirici trovano il loro fondamento nelle transazioni di mercato.

Il valore del marchio si quantifica in funzione del comportamento degli operatori economici nel mercato di riferimento.

L'applicazione di tali metodi si sostanzia nell'applicazione di una percentuale o di un moltiplicatore ad una grandezza (ad esempio, il reddito operativo, il fatturato). Tali metodi possono essere ragionevolmente applicati quando negoziazioni di marchi simili a quello da valutare possono fornire informazioni utili circa il prezzo fatto e quindi circa il valore da attribuire al marchio oggetto di analisi.

Il limite principale di tali metodi consiste nel fatto che appaiono scarsamente rispondenti al requisito di "razionalità", nei casi in cui i marchi, in ragione della loro forza o dell'area merceologica in cui sono impiegati, non risultino effettivamente comparabili, ragion per cui non è consigliabile il loro utilizzo, in prima istanza, quali unici metodi di valutazione. Il loro utilizzo può essere però giustificato quali metodi di controllo, ovvero qualora gli altri metodi, più razionali, non giungano a risultati convincenti.

I metodi di mercato sono così classificabili:

- il metodo dei tassi di royalties;

- i metodi empirici dei multipli.

Secondo il metodo dei tassi di royalties, il valore del marchio viene determinato sulla base dell'ammontare delle royalties che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso del marchio stesso.

In genere infatti, il marchio viene concesso in licenza a fronte della corresponsione di una royalty in percentuale del fatturato.

La formula generale è la seguente:

$$W_m = R \times a_{n-i}$$

dove

W = valore del marchio;

R = ammontare annuo delle royalties;

n = orizzonte temporale della stima;

i = tasso di attualizzazione.

In questo modo è possibile determinare il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare di royalties che il mercato sarebbe disposto a pagare per acquisire la licenza del marchio.

L'elemento di maggiore importanza di tale metodo risulta essere l'ammontare annuo delle royalties per la cui determinazione sono fondamentali il coefficiente espressivo delle royalties (r) ed il fattore su cui parametrare il coefficiente stesso (S):

$$R = r \times S$$

Il coefficiente moltiplicativo r, qualora esista un numero di transazioni sufficientemente rappresentative, viene desunto dal mercato, altrimenti viene calcolato in via analitica.



I metodi empirici dei multipli di mercato si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (appunto grandezze empiriche, quali il fatturato, il reddito, il numero di unità produttive, etc.).

Tali coefficienti sono tratti dall'osservazione di regolarità statistiche in merito al rapporto tra i prezzi fatti dei marchi e le grandezze empiriche osservate. Un tale metodo acquisisce naturalmente significatività solo laddove sussistano, in un arco di tempo breve, un consistente numero di transazioni aventi ad oggetto marchi simili.

In ragione della difficoltà di individuare un congruo numero di transazioni effettivamente comparabili, l'utilizzo dei metodi empirici non è generalmente considerata dalla dottrina una soluzione razionale del problema di valutazione dei marchi. Perché possa assumere accettabili connotati di razionalità occorre che i risultati di tali metodi empirici siano confrontati con valutazioni di tipo economico, basate sulla capacità di reddito del bene.

La considerazione della componente reddituale appare quindi assolutamente necessaria per attribuire un valore razionale al marchio d'impresa.

#### **e. Metodi di valutazione alternativi**

Negli ultimi anni si sono sviluppati alcuni metodi alternativi di valutazione dei marchi, ad opera di alcune società di consulenza, che spostano l'attenzione sui key drivers, cioè su quei fattori che determinano effettivamente i flussi di risultato.

È necessario sottolineare che, a differenza dei metodi di valutazione tradizionali, il cui utilizzo è senz'altro necessario nell'ambito di una perizia redatta con finalità di garanzie societarie, l'impiego di questi metodi alternativi di valutazione è efficace soprattutto per finalità di analisi strategica dell'impresa.

Tra tali metodologie una delle più note è quella elaborata dalla società di consulenza Interbrand.

Secondo la Interbrand, il valore economico del marchio è pari al prodotto tra il reddito operativo netto medio normalizzato imputabile al marchio ed un certo moltiplicatore detto "indicatore della forza marchio".

Tale moltiplicatore viene costruito attraverso l'analisi qualitativa della forza del brand, in relazione a sette fattori critici:

- leadership
- stabilità
- mercato
- trend
- supporti di marketing
- internazionalità
- protezione legale

Tali fattori critici vengono opportunamente quantificati su una scala da 0 a 100 con riferimento al marchio oggetto di analisi e ponderati anche in funzione del mercato in cui si opera.

La somma dei pesi-valori per i sette fattori esprime l'indicatore della forza del marchio, cioè il coefficiente moltiplicatore da applicare al reddito medio normalizzato.

## 7. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

Preliminarmente, si osserva come il marchio oggetto di stima possieda caratteristiche tali da renderlo concretamente trasferibile, anche autonomamente dall'azienda e in assenza di continuità aziendale, in quanto:

- i prodotti da questo contraddistinguibili sono prodotti e servizi IT, dove il marchio è segno distintivo idoneo a differenziare e rendere riconoscibile il prodotto, ma è idoneo anche a contrassegnare prodotti distinti;
- i clienti potenziali sono imprese, enti o consumatori finali dei beni, le cui decisioni sono influenzate dalle qualità e competenze evocate dal marchio;
- i clienti potenziali hanno una collocazione geografica diffusa in tutto il territorio nazionale ed in parte anche all'estero.

Ad avviso di chi scrive, tuttavia, non tutti i metodi discussi nel paragrafo precedente sono applicabili in maniera efficace al marchio oggetto di analisi.

A tale proposito possono svolgersi le considerazioni che seguono.

I metodi basati sul costo specifico sono generalmente inapplicabili, in quanto la Società non ha sostenuto un costo per l'acquisto del marchio da altre società, avendolo registrato a titolo originario.

Né appare utile ricorrere agli approcci fondati sul costo effettivo di produzione interna o sui costi di sostituzione del marchio (cioè, in sostanza, sugli investimenti pubblicitari necessari a riprodurre un marchio avente la stessa forza economica). Non è infatti possibile individuare separatamente i costi commerciali che hanno consentito la valorizzazione specifica del marchio, avendo tale processo beneficiato degli investimenti commerciali e tecnici realizzati per anni ed anni.

In merito all'utilizzo di metodi alternativi fondati sui "key drivers" ribadiamo le nostre perplessità in merito ad un loro utilizzo come criteri fondamentali per la valutazione. Troppo soggettiva è infatti sia la scelta dei key drivers che la messa a punto dei metodi di scoring che condurrebbero alle valutazioni.

Tali metodi possono al più fornire indicazioni di conforto della valutazione economica, ma solo laddove siano stati compiuti studi ampi, sistematici, ripetuti nel tempo e riferiti al business specifico.

Non ci risultano, per il settore dell'IT, studi aventi tali requisiti.

Anche il metodo dei multipli di mercato è inapplicabile in quanto il numero delle transazioni effettuate è troppo basso per dare piena significatività all'applicazione del metodo delle transazioni comparabili. In astratto, l'osservazione delle transazioni effettuate potrebbe tuttavia essere eventualmente utilizzata per trarre, anche in questo caso, indicazioni di conforto delle valutazioni ottenute con altri metodi.

Si ritiene che al caso specifico non sia opportuno applicare neppure il metodo (senza dubbio caratterizzato da ottima razionalità) di attualizzazione dei flussi economici o finanziari differenziali attesi dallo sfruttamento del marchio stesso, poiché la competizione nel settore richiede comunque che il prodotto sia sostenuto da un marchio riconoscibile, che evochi affidabilità sotto il profilo sia tecnico che commerciale, e pertanto non sono disponibili informazioni su prezzi e costi in assenza di marchio. L'applicazione di un tale metodo, quindi presupporrebbe la simulazione "in laboratorio" di circostanze gestionali difficilmente controllabili e dimostrabili.

In ragione delle considerazioni sopra esposte, riteniamo che la valutazione del marchio Olidata debba essere basata sui metodi empirici fondati sui tassi di royalties.

Tale scelta è da ricondursi al fatto che questo metodo si basa su dati oggettivi (volumi di fatturato) e risponde ad un ragionamento estremamente semplice e facilmente comprensibile, ossia quantificare, in termini proporzionali al fatturato, il costo che è disposto a sostenere un soggetto terzo nell'acquisizione in licenza del marchio.

Esso si basa pertanto sulla determinazione di una royalty "presunta" che il titolare del marchio potrebbe ritrarre in cambio della sua cessione in uso a terzi. In genere infatti, il marchio viene concesso in licenza a fronte della corresponsione di una royalty in percentuale del fatturato.

La criticità di tale metodo risiede nella definizione del tasso percentuale di royalty da applicare. Tuttavia, anche in assenza di un campione rappresentativo di contratti di

licenza di beni analoghi, l'informazione può essere desunta con sufficiente attendibilità dallo studio delle prassi di mercato generalizzate in materia di contratti di licenza dei marchi aziendali, nonché dalle specifiche condizioni di produzione dei beni contrassegnati dal marchio (ed in particolare dalla loro marginalità diretta).

In sintesi, riteniamo che il metodo fondamentale per la valutazione del marchio di una società operante nel settore IT sia il metodo dei tassi di royalties.

Tale metodo presenta tutti i requisiti per giungere ad una valutazione del marchio ragionevole e condivisibile.

Il valore del marchio viene pertanto determinato sulla base dell'ammontare delle royalties che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso del marchio stesso.

La formula generale è la seguente:

$$W_m = R \times a_{n-i}$$

dove

W = valore del marchio;

R = ammontare annuo delle royalties;

n = orizzonte temporale della stima;

i = tasso di attualizzazione.

In questo modo è possibile determinare il valore economico del marchio attualizzando l'ammontare di royalties che il mercato sarebbe disposto a pagare per acquisire la licenza del marchio.

L'elemento di maggiore importanza di tale metodo risulta essere l'ammontare annuo delle royalties per la cui determinazione sono fondamentali il coefficiente espressivo delle royalties (r) ed il fattore su cui parametrare il coefficiente stesso (S):

$$R = r \times S$$

Il coefficiente moltiplicativo  $r$ , qualora esista un numero di transazioni sufficientemente rappresentative, viene desunto dal mercato, altrimenti viene calcolato in via analitica.

Il paragrafo seguente illustra nel dettaglio la metodologia utilizzata per la stima del valore del portafoglio marchi Olidata, nello scenario della liquidazione.

## **8. IL VALORE DEL PORTAFOGLIO MARCHI OLIDATA. LA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE UTILIZZATA**

Nella stima di un marchio, come detto, si ritiene generalmente opportuno utilizzare un metodo che tenga conto della dimensione reddituale del bene immateriale, che costituisce la vera fonte del valore ritraibile dall'utilizzo dello stesso.

La valutazione del portafoglio marchi Olidata è compiuta applicando un metodo di valutazione empirico fondato sui tassi di royalties.

Il valore del marchio viene determinato sulla base dell'ammontare delle royalties che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso del marchio stesso.

Tale metodo si basa dunque su dati oggettivi (volumi di fatturato) e risponde ad un ragionamento estremamente semplice e facilmente comprensibile, ossia quantificare la royalty "presunta" che il titolare del marchio potrebbe ritrarre in cambio della cessione in uso a terzi.

Esso risulta particolarmente indicato nel caso di determinazione di un potenziale valore di scambio del marchio, anche in ipotesi di realizzo liquidatorio, consentendo di evitare il calcolo, spesso difficile ed incerto, dei vantaggi reddituali differenziali prospettici per fondarsi su quello, più facilmente accertabile, del fatturato. Inoltre si può dire che il metodo dei tassi di royalty rappresenta contemporaneamente le posizioni del compratore e del venditore, pur non risentendo degli effetti delle condizioni negoziali soggettive.

La effettiva applicazione della formula valutativa di cui sopra dipende anche dal fatto che i marchi di tal specie, se opportunamente sostenuti, sono beni destinati a durare nel tempo.

Questa durata risulta, però, praticamente impossibile da determinarsi, potendo il marchio, per quanto detto prima, sopravvivere alla stessa azienda, essere cioè separatamente trasferito ed avere una durata ad essa superiore. Per tale ragione si preferisce in genere prevedere un valore residuo del bene alla fine dell'orizzonte

analitico di previsione del fatturato, con ciò implicitamente estendendo indefinitamente l'orizzonte di possibile sfruttamento del marchio.

Va tenuto altresì presente che, oltre un certo numero di anni, la differenza tra il valore attuale della rendita limitata ad n anni e quello della rendita perpetua diventa trascurabile.

Pertanto passando alla fase applicativa della metodologia, è necessario definire le seguenti variabili:

- il fatturato prospettico generabile dal marchio (in via analitica o medio-normale);
- la percentuale di royalty da applicare al fatturato medio, espressiva del contributo apportato dal marchio all'impresa utilizzatrice in termini di volumi di ricavi operativi;
- il tasso di attualizzazione.

Al fine di effettuare una valutazione delle potenzialità reddituali dei marchi oggetto di stima, pertanto, risulta necessario analizzare i fatturati storici recenti maturati dalla Società.

Non sono invece rilevanti le previsioni di ricavi del piano di risanamento ex art. 67, poiché esse si riferiscono allo scenario di continuità dell'azienda Olidata, mentre la valutazione nello scenario di liquidazione deve assumere una opportuna proiezione della capacità di fatturato prospettica basata esclusivamente sulle capacità commerciali del marchio, ma non sugli effetti di un determinato piano aziendale.

Si espongono di seguito i procedimenti adottati per il calcolo dei singoli parametri della valutazione.

#### **f. Le proiezioni dei ricavi**



L'informazione economica fondamentale utilizzata ai fini della valutazione del portafoglio marchi Olidata nello scenario di liquidazione è il fatturato storico derivante dalla vendita di prodotti IT per gli ultimi tre esercizi (2015-2017).

La tabella di seguito riportata mostra l'andamento dei fatturati per gli esercizi sopra menzionati:

<i>euro/mil.</i>	Valori consuntivi		
	2015	2016	2017
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26

Come si può osservare, il sostanziale azzeramento dei ricavi che la Società ha affrontato dal 2016 è dovuta all'interruzione della continuità aziendale e al sostanziale fermo dell'attività produttiva, in seguito alla messa in liquidazione della Società (in data 6 aprile 2016). Di ciò si deve tenere conto, giacché la prolungata interruzione della continuità ha indebolito la forza del marchio e ne ha eroso il valore, rendendo più difficoltosa la sua rivitalizzazione da parte di terzi acquirenti in uno scenario di realizzo.

Sulla base dei fatturati realizzati nel triennio 2015-2017, è possibile stimare il flusso di fatturato medio normale atteso quale media dei flussi relativi agli esercizi 2015-2017. Un tale approccio consente di ponderare adeguatamente sia le potenzialità commerciali del marchio prima dell'interruzione della continuità aziendale, sia gli effetti di quest'ultima negli ultimi due anni. Il fatturato medio-normale atteso è quindi fatto pari a euro 11,66 milioni circa, come mostrato nella tabella sottostante:

<i>euro/mil.</i>	Valori consuntivi			Media
	2015	2016	2017	
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26	11,66

#### g. La scelta del tasso di royalty e le royalties attese

Il metodo utilizzato ai fini della valutazione del portafoglio marchi Olidata è, come detto, quello dei tassi di royalty. Si tratta di un metodo applicato frequentemente per la stima dei valori dei beni immateriali, tra cui il marchio appunto.

Il metodo si fonda sull'attualizzazione dei redditi ritraibili da determinati *Intangibles* in funzione delle royalties ottenibili sul mercato grazie alla cessione in licenza d'uso degli stessi.

La cessione in licenza d'uso di marchi e brevetti rappresenta, come noto, un contratto atipico piuttosto frequente in particolari settori: nella sua forma più generale il contratto prevede la concessione in uso di marchi (o brevetti) dietro il pagamento di royalty commisurate a specifici parametri (generalmente il fatturato) per un numero determinato di anni.

Secondo il criterio in esame il valore del marchio viene determinato sulla base dell'ammontare delle royalty che il mercato sarebbe disposto a pagare per ottenere la cessione in licenza d'uso del marchio stesso (criterio del "Royalty rate"). Si tratta in pratica di quantificare l'ammontare annuo delle royalties che, attualizzate, conducono alla determinazione del valore del bene immateriale oggetto di stima.

Se esiste un numero consistente di transazioni rappresentative e trasparenti, il coefficiente espressivo delle royalty ( $r$ ) può essere desunto dal mercato, in relazione alla tipologia di bene immateriale oggetto di stima e in funzione del settore di riferimento.

Spesso tuttavia il riferimento a grandezze di mercato risulta complicato, poiché la natura strategica dei beni immateriali rende le condizioni pattuite negli accordi contrattuali particolarmente riservate: le informazioni sui tassi di royalty, quando disponibili, risultano non sempre confrontabili e quindi di limitato valore statistico.

Alternativamente si può procedere alla determinazione del tasso di royalty per via analitica, attraverso la stima dei flussi attesi di risultato riferibili al bene immateriale che, rapportati alle vendite, contribuiscono a determinare la marginalità economica nell'ambito della quale è sostenibile un certo tasso di royalty.

Tale metodologia ha presupposti logici analoghi a quelli della determinazione del valore del bene immateriale con il metodo dei differenziali di risultato. Il tasso di royalty, in tal senso, sarà tanto maggiore quanto più il marchio consentirà di ottenere margini elevati e di contenere le spese commerciali (rispetto all'ipotesi di assenza del marchio stesso).

Ai fini della determinazione dei tassi di royalty vi sono alcuni problemi cui prestare particolare attenzione.

In primo luogo, l'individuazione dei tassi di royalty espressi dal mercato cui fare riferimento, che devono presentare alcune caratteristiche in termini di significatività e omogeneità con il bene e la transazione in oggetto.

Inoltre, una volta individuato un range di tassi significativi per il confronto occorre definire un criterio che guidi la scelta dello specifico tasso di royalty da applicare nella valutazione, che è influenzata dai seguenti fattori:

- vendibilità del prodotto grazie alla brand awareness;
- relazione tra il bene oggetto della licenza e il core business;
- tipologia di contratto (in termini soprattutto di oneri di investimento pubblicitario, nel senso che la royalty è più alta se essi sono a carico del proprietario del marchio).

I tassi di royalty, in termini generali, sono mediamente compresi tra il 2,5/3% ed il 10%, con punte del 15/20% nel settore della moda (generalmente comprensive di contributi pubblicitari intorno al 5% circa). La prassi ministeriale dell'Agenzia delle Entrate ha in passato identificato nel 5% il tasso da applicare per stabilire il valore normale dei canoni di licenza dei marchi (C.M. 9/2267 del 1980).

Un metodo empirico molto diffuso nella pratica professionale per il calcolo del tasso di royalty è l'approccio del "25% rule of thumb". Secondo tale "regola", si dovrebbe applicare un tasso di royalty tale da generare un ammontare di royalty pari al 25% dei profitti operativi ante-imposte, derivanti dallo sfruttamento del marchio. Tale approccio trova fondamento nel presupposto che sia giusto destinare una quota maggioritaria dei profitti (75%) al licenziatario, poiché egli è il soggetto su cui grava maggiormente il rischio di insuccesso. Il presupposto logico alla base di tale approccio risiede, quindi, nella volontà di suddividere il valore creato dal contratto di licenza in maniera equa tra licenziante e licenziatario. Tuttavia, a parere di chi scrive, tale "regola"

---

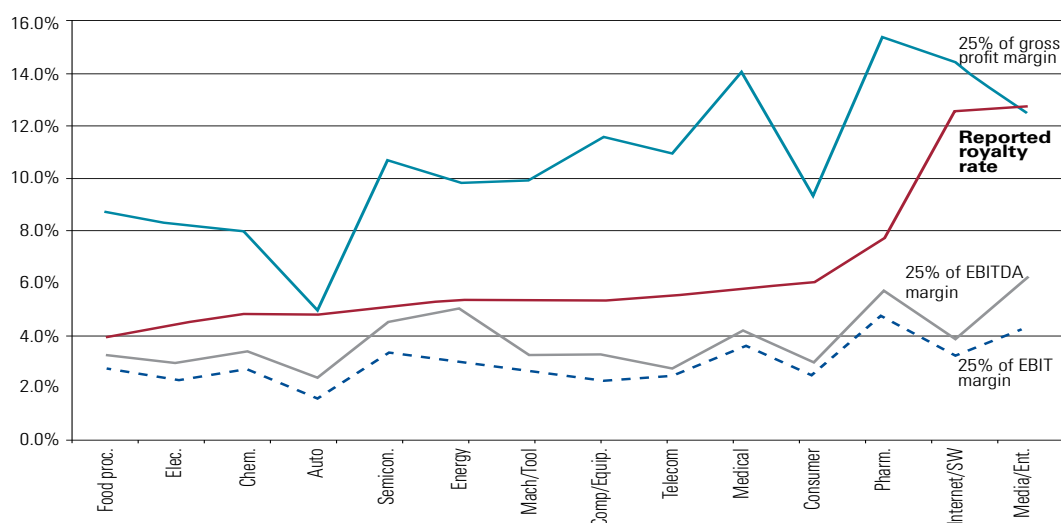
<sup>3</sup> Cole S.R., Davidson S.A. (1999), *Reasonable Royalty Rates*, "CA Magazine", 132(4), pp. 30-32

rappresenta più che altro una linea guida, un punto di partenza per le negoziazioni, ma non un criterio razionale di stima.

Ai fini della presente valutazione, si è fatto riferimento a due studi di settore che indicano il tasso di royalty per il settore informatico pari a valori compresi tra il 3% e il 5%.

Il primo dei due studi esaminati<sup>4</sup>, commissionato nel 2012 alla società KPMG, smentisce l'approccio della "25% rule of thumb", mostrando come in realtà i tassi di royalty effettivamente applicati siano diversi da quelli derivanti dall'applicazione della "regola", come evidenziato nel grafico sottostante:

**CHART 1: REPORTED ROYALTY RATES VS. RATES FROM THE 25 PERCENT RULE**

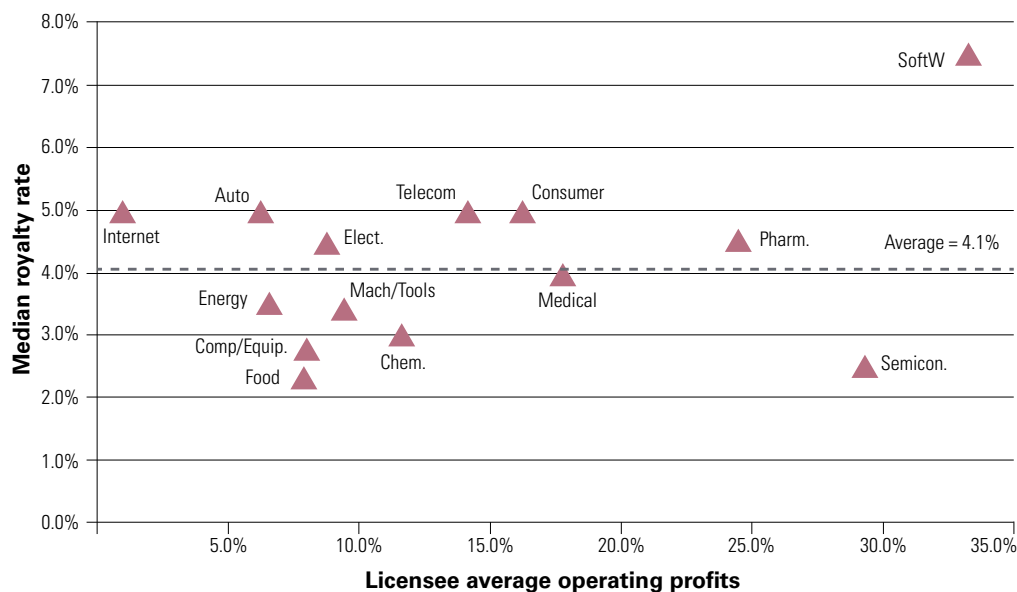


Sources: RoyaltySources, December 2007 and authors' calculation based on CompuStat Research Insight CD-ROM, December, 2007

Sempre secondo lo studio di KPMG, il settore relativo al "computer equipments" riporta tassy di royalty pari a circa il 3%, come mostrato nel grafico sottostante:

<sup>4</sup> Profitability and royalty rates across industries: some preliminari evidence. KPMG international (2012)

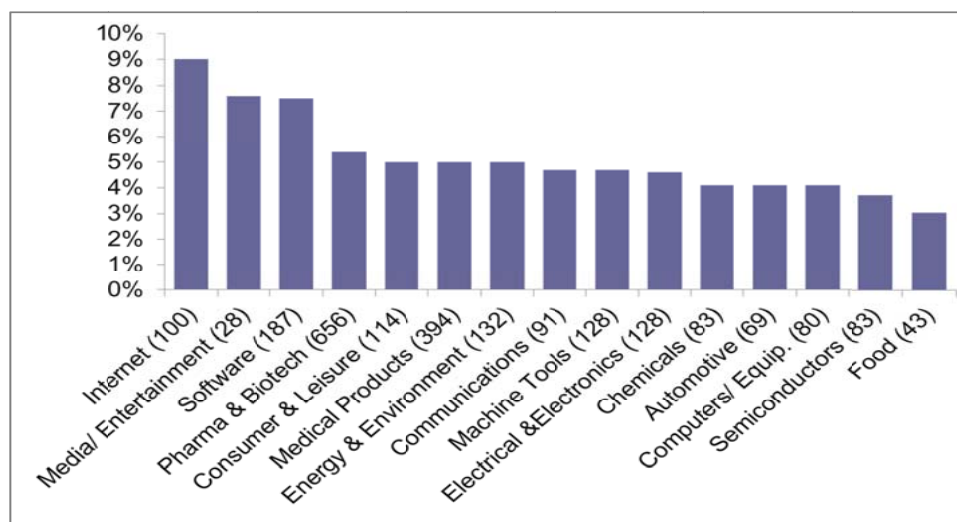
**CHART 3: REPORTED MEDIAN ROYALTY RATES AND AVERAGE OPERATING PROFITS**



Sources: Goldscheider, et al. (2002)

Il secondo studio analizzato ai fini della presente perizia<sup>5</sup> conferma i risultati del primo studio, evidenziando tassi di royalty per il settore informatico compresi in un intorno tra il 3% e il 5%, come mostrato nel grafico sotto riportato:

**Diagram 5: Median Technology Royalty Rates**



Source: Analysis Group, as quoted by Parr, R. in 'Royalty Rates for Licensing IP'

Tali tassi di royalty derivano da accordi di licenza nei quali, in generale, è prevista

<sup>5</sup> Heberden, T. (2011), "Intellectual Property Valuation and Royalty Determination"

una compartecipazione alle spese promo-pubblicitarie da parte del proprietario del marchio (con un'incidenza che a titolo meramente orientativo si può indicare in circa il 30% della royalty lorda, ma l'entità dipende dai costi pubblicitari effettivamente sostenuti dal licenziante nel caso specifico).

Tenendo conto delle finalità della presente stima, che suggerisce particolare prudenza ai fini della valutazione dei benefici futuri e della recuperabilità del valore contabile, nonché della forza relativa del marchio Olidata, che vanta una lunga tradizione e una discreta forza, ma che comunque attualmente non si pone tra i marchi a più alta forza commerciale esistenti nel settore, si ritiene opportuno utilizzare un tasso di Royalty pari al 3%, che si pone nella fascia bassa del range individuato.

<b>Tasso di Royalty</b>	<b>3%</b>
-------------------------	-----------

Applicando tale tasso di Royalty al fatturato medio-normale atteso nello scenario di liquidazione (quale media dei fatturati riferibili al marchio Olidata per gli anni 2015-2017), è possibile stimare il flusso di royalties medio-normale atteso, che è pari a circa euro 0,35 milioni annui, come mostrato nella tabella sottostante:

<i>euro/mil.</i>	<b>Valori consuntivi</b>			<b>Media</b>
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26	11,66
<b>Royalties lorde</b>	0,98	0,06	0,01	0,35

A tale flusso di royalties lorde sarà necessario sottrarre la quota di costi pubblicitari a carico del proprietario, assunta in misura pari all'1% del fatturato (un terzo della royalty lorda, in considerazione anche dell'elevata incidenza, nel settore specifico, dei costi commerciali rispetto ai margini della produzione), come mostrato nella tabella sottostante:

<i>euro/mil.</i>	Valori consuntivi			Media
	2015	2016	2017	
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26	11,66
<b>Royalties lorde</b>	0,98	0,06	0,01	0,35
<b>Costi</b>	0,33	0,02	0,00	0,12
<b>Royalties al netto dei costi</b>	0,65	0,04	0,01	0,23

Al flusso di royalties così ottenuto andranno sottratte le relative imposte, in modo da ottenere un flusso di royalties netto, come di seguito illustrato:

<i>euro/mil.</i>	Valori consuntivi			Media
	2015	2016	2017	
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26	11,66
<b>Royalties lorde</b>	0,98	0,06	0,01	0,35
<b>Costi</b>	0,33	0,02	0,00	0,12
<b>Royalties al netto dei costi</b>	0,65	0,04	0,01	0,23
<b>Imposte</b>	0,18	0,01	0,00	0,07
<b>Royalties nette</b>	0,47	0,03	0,00	0,17

#### **h. La stima del tasso di attualizzazione**

L'applicazione del metodo empirico del tasso di royalty (che genera un flusso di natura operativa), comporta la stima del costo medio ponderato del capitale (wacc), al fine del riporto a valore attuale dei flussi reddituali stimati.

Il costo medio ponderato del capitale è pari al rendimento medio normale atteso dagli investitori in aziende operanti nello stesso settore ed aventi un profilo di rischio specifica (influenzato dal grado di indebitamento, dal grado di leva operativa, dal posizionamento competitivo, dall'intensità delle minacce ecc.) simile all'investimento o all'azienda oggetto di valutazione.

In altre parole, tale tasso è pari al rendimento medio che il capitale avrebbe in investimenti alternativi a parità di rischio (cosiddetto "tasso opportunità").

Poiché il procedimento esprime il valore economico di flussi reddituali di natura operativa, al lordo della remunerazione dei finanziamenti esterni, il costo medio ponderato del capitale dovrà essere necessariamente una media ponderata del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di rischio e del rendimento atteso dagli investitori a titolo di capitale di credito.

La scelta di utilizzare il wacc è giustificabile anche in virtù delle condizioni di base della valutazione, che si riferisce all'asset marchio senza alcuna passività, e quindi degli obiettivi della stessa.

In formula si ha:

$$wacc = i_{PN} \cdot \frac{PN}{AON} + i_{DF} \cdot \frac{DF}{AON}$$

dove:

wacc = costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital);

$i_{PN}$  = tasso equo di redditività del capitale di rischio;

PN/AON = peso del capitale di rischio sul capitale investito;

$i_{DF}$  = costo medio del capitale di credito;

DF/AON = peso dei debiti finanziari sul capitale investito.

La stima del costo medio ponderato del capitale richiede, dunque, la stima di due componenti:

1. il tasso equo di redditività del capitale di rischio;
2. il costo medio dei debiti finanziari.

Le metodologie per la stima del tasso equo di redditività del capitale di rischio possono generalmente essere ricondotte alle seguenti:

- metodo della “costruzione per fattori” (“build up approach”);
- metodi che utilizzano informazioni di mercato, quali il CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Entrambi i metodi interpretano il tasso equo come pari al tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (“tasso puro”, o “r”), maggiorato di un congruo premio al rischio (“s”). Il problema valutativo, come è noto, riguarda soprattutto il premio al rischio, in quanto la componente r è in genere eguagliata al rendimento dei titoli di stato, che è noto.



Il metodo della “costruzione per fattori” consiste nell’individuazione analitica dei fattori di rischio dell’azienda e nella stima di una maggiorazione per ciascuno di essi.

Il CAPM prevede invece la maggiorazione del tasso puro tenendo conto di due fattori:

- il premio al rischio di mercato, rappresentativo dell’eccedenza di rendimento che in media il mercato azionario garantisce rispetto a quello dei titoli di stato;
- il correttivo per il rischio specifico di settore e d’azienda, calcolato in funzione della volatilità, espressa dall’indice  $\beta$ , delle quotazioni delle aziende del settore o della specifica azienda (se quotata).

I due procedimenti differiscono soprattutto per le modalità di stima del premio al rischio specifico, che in un caso è apprezzato intuitivamente dal perito, nell’altro è tratto dai rendimenti di mercato. Il metodo CAPM, pertanto, si adatta maggiormente alla valutazione di aziende quotate o di aziende che, pur non essendolo, possano essere comparate con aziende quotate dello stesso settore, in quanto aventi una struttura del business molto simile.

Gli elementi che compongono il tasso equo di redditività, secondo il “modello CAPM” possono essere così individuati:

- tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (tasso puro);
- premio al rischio di mercato;
- premio al rischio di settore e d’azienda, ottenuto tramite il parametro  $\beta$ .

La formula per la costruzione del tasso è, in sintesi, la seguente:

$$i_{PN} = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

dove:

$r_f$  = tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;

$r_m$  = rendimento medio del mercato azionario;

$\beta$  = indice della volatilità, e quindi della rischiosità, di un titolo o di un portafoglio di titoli dello stesso settore.

Come riferimento per il tasso puro è stato considerato un BTP con scadenza a Novembre 2036, in considerazione dell'orizzonte di lungo periodo della previsione dei flussi. Il rendimento netto dello stesso risulta pari al 2,74% (Fonte: MEF, ISIN IT0005177909). Pur non essendo tale investimento “privo di rischio”, bensì caratterizzato dal rischio sovrano dello Stato italiano, l'assunzione di tale parametro è coerente con il fatto che il premio al rischio di mercato è stimato con riferimento al solo mercato italiano. In tal caso, il “country risk” è incluso nel tasso “risk free” e non nel premio al rischio di mercato.

Il premio al rischio di mercato è stato stimato da numerosi studi sulla base di osservazioni, su periodi molto lunghi (10-30 anni), dei rendimenti azionari eccedenti il rendimento dei titoli di stato. Per la realtà italiana tale premio al rischio è stimato in una misura compresa tra il 5% ed il 6,5%. Valutazioni recenti riguardanti i rischi di mercato associati all'Italia indicano un premio per il rischio di mercato pari a circa il 5,69% (fonte: Damodaran).

Il premio al rischio di settore può essere stimato come media dell'indice  $\beta$  di aziende quotate del settore informatico. Si consideri a tal fine il seguente campione di imprese, e i relativi dati sugli indici  $\beta$  e sui quozienti di indebitamento (Fonte: Bloomberg).

Nome	RAW BETA	D/E
OLIDATA SPA	0,74	14,19
HEWLETT-PACKARD CO	0,82	0,82
APPLE INC	0,69	0,32
TOSHIBA CORP	0,99	0,86
NEC CORP	0,99	0,75
LENOVO GROUP LTD	0,78	0,36
MICRO-STAR INTERNATIONAL CO	0,63	0,05
TSINGHUA TONGFANG CO LTD-A	0,92	1,16
ASUSTEK COMPUTER INC	0,96	0,01
FUJITSU LTD	0,78	0,79

I Beta delle società comparabili sono stati de-leverati considerando la struttura finanziaria delle singole società e successivamente ri-leverati sulla base della struttura finanziaria target di un'azienda tipo, assunta pari al 50% di Patrimonio Netto e al 50% di Debiti Finanziari (corrispondente a una struttura finanziaria sostenibile di lungo periodo), come mostrato nella tabella sottostante:

Nome	BLOOMBERG			
	RAW BETA	D/E	BETA UNLEVERED	BETA RELEVATED
LENOVO GROUP LTD	1,06	1,07	0,60	1,03
AURAS TECHNOLOGY CO LTD	1,01	0,1	0,94	1,62
IEI INTEGRATION CORP	1,04	0	1,04	1,79
MCJ CO LTD	1,27	0,57	0,90	1,55
ASUSTEK COMPUTER INC	0,79	0,02	0,78	1,34
DAWNING INFORMATION	1,51	0,46	1,13	1,95
ADVANTECH CO LTD	1,01	0,41	0,78	1,34
ASETAK A/S	0,49	0,03	0,48	0,83
ADLINK TECHNOLOGY INC	1,03	0,15	0,93	1,60
MITAC HOLDINGS CORP	1,18	0,03	1,15	1,99
MEDIA				1,51

Può quindi assumersi ai fini della stima un Beta levered medio di 1,51, corrispondente a un quoziente di indebitamento finanziario pari 1.

In considerazione inoltre della carenza di liquidabilità del bene oggetto di stima (che è appunto un marchio d'impresa), del posizionamento competitivo e della forza commerciale relativamente ridotta rispetto ai competitor sui quali è basata la media di mercato sopra riportata, e soprattutto dei rischi di attuazione del piano di rivitalizzazione e rilancio del marchio a partire da una situazione di realizzo liquidatorio, si è ritenuto opportuno applicare al tasso come sopra calcolato (che esprime, tramite il beta, la rischiosità media delle società quotate del settore, in regolare continuità) una ulteriore maggiorazione per premio al rischio specifico di azienda e per carenza di negoziabilità pari complessivamente a 9 punti percentuali.

Il tasso equo di redditività così ottenuto risulta pari al 20,31%, come mostrato nella tabella sottostante:

Tasso equo di redditività del capitale di rischio	
Tasso risk free	2,74%
Market risk premium	5,69%
Beta levered	1,51
Premio al rischio	9%
<b>Tasso equo di redditività</b>	<b>20,31%</b>

Determinato così il tasso equo di redditività del capitale di rischio, è possibile calcolare il costo medio ponderato del capitale, sulla base delle seguenti ulteriori assunzioni fondamentali:

- il costo medio effettivo dei debiti finanziari, quale risultante dai bilanci degli esercizi 2014-2016<sup>6</sup>, è pari al 6,88%, a cui è stata prudentemente applicata una maggiorazione di 3 punti percentuali, per tenere conto della maggiore rischiosità di un rilancio a partire da uno scenario liquidatorio. In questo modo, il costo del debito è pari a 10,83%, che diviene 8,23% al netto dell'effetto fiscale. Tale tasso può ritenersi espressivo del costo dell'indebitamento per il finanziamento dell'investimento in un intangibile quale il marchio oggetto di stima, di buona notorietà sul mercato, ma in uno scenario di realizzo liquidatorio, da sfruttare tramite l'ottenimento di royalties, comunque nell'ambito di gruppi industriali;
- poiché la stima è fatta in una prospettiva astratta (di un generico operatore del settore), la struttura finanziaria è assunta in una misura target corrispondente al 50% di Patrimonio Netto e al 50% di debiti finanziari.

Sotto tali ipotesi, il costo medio ponderato del capitale assume un valore pari al 13,77 %, come di seguito illustrato:

<b>Tasso equo di redditività del capitale di rischio</b>	
Tasso risk free	2,74%
Market risk premium	5,69%
Beta levered	1,51
Premio al rischio	9%
<b>Tasso equo di redditività</b>	<b>20,31%</b>
<b>Costo del debito lordo</b> 10,83%	
<b>Costo del debito netto</b> 8,23%	
<b>Wacc</b>	<b>14,27%</b>
<b>g</b>	<b>0,50%</b>
<b>Wacc - g</b>	<b>13,77%</b>

Poiché il flusso di royalties medio-normale atteso è costante in termini reali, ma crescente in termini nominali secondo un tasso di inflazione attesa di lungo periodo (che esprima l'incremento medio inflattivo dei prezzi di vendita), mentre il tasso wacc così determinato è espresso in termini nominali (poiché non è ridotto per l'inflazione attesa),

<sup>6</sup> I dati contabili sono riepilogati anche nel Piano di risanamento ex art. 67 (p. 13).

è necessario applicare la formula di attualizzazione tenendo conto dell'inflazione attesa di lungo periodo, espressa da un tasso "g" pari a circa lo 0,5%, inferiore al target d'inflazione della politica monetaria (che tende al 2%), ma superiore all'inflazione effettiva corrente (costantemente nell'intorno dello zero).

#### **i. La stima del valore del portafoglio marchi Olidata**

L'applicazione del metodo empirico dei tassi di royalties prevede, nella formulazione proposta, l'attualizzazione del fatturato medio-normale atteso, per un periodo illimitato, ad un tasso di attualizzazione nominale pari al costo medio ponderato del capitale (wacc) del 13,77%.

La data di riferimento della valutazione è il 26 marzo 2018.

L'attualizzazione dei flussi di royalties attese conduce ad un valore di euro 1,22 milioni.

Come precedentemente detto, la società Olidata è stata posta in liquidazione nel marzo del 2016, evento che ha comportato il sostanziale fermo delle attività produttive fino alla data odierna. Ciò rende necessario e particolarmente oneroso il rilancio del marchio nell'ambito di una diversa iniziativa imprenditoriale.

Ai fini della valutazione del portafoglio marchi sarà, quindi, necessario tenere conto dei costi di rilancio del marchio da sostenere prima che esso riesca a generare il predetto livello di royalties attese dopo due anni di inattività. Tali costi sono quantificabili in almeno euro 0,60 milioni circa (pari a circa il 5% del fatturato generabile atteso). Il valore finale del portafoglio marchi, stimato al netto di tali costi di rilancio, sarà quindi pari a euro 0,62 milioni, come mostrato nella tabella che segue.

<i>euro/mil.</i>	Valori consuntivi			Media
	2015	2016	2017	
<b>Ricavi core business</b>	32,58	2,14	0,26	11,66
<b>Royalties lorde</b>	0,98	0,06	0,01	0,35
<b>Costi</b>	0,33	0,02	0,00	0,12
<b>Royalties al netto dei costi</b>	0,65	0,04	0,01	0,23
<b>Imposte</b>	0,18	0,01	0,00	0,07
<b>Royalties nette</b>	0,47	0,03	0,00	0,17
<b>Valore lordo portafoglio marchi</b>				1,22
<b>Costi di rilancio</b>				0,60
<b>Valore netto portafoglio marchi</b>				0,62

## **9. CONCLUSIONI**

Oggetto della presente valutazione è la stima del valore del Portafoglio Marchi Olidata, nell'assunzione della liquidazione della Società.

L'applicazione dei criteri di valutazione in precedenza richiamati (metodo dei tassi di royalty), ha condotto all'ottenimento di un valore del portafoglio marchi pari a euro 0,62 milioni.

Con la presente relazione, lo scrivente ritiene di aver assolto l'incarico conferito. Nel ringraziare per la fiducia accordata, resta a disposizione per ogni ulteriore chiarimento.

Roma, 26 marzo 2018

Prof. Riccardo Tiscini