

**RELAZIONE DI STIMA DEI MARCHI
DETENUTI DALLA SOCIETA' FALLITA
TULLIO ABBATE GROUP S.R.L.**

Dott. Sandro Litigio

12 luglio 2021

INDICE

1. I PROFILI GENERALI	3
1.1. <u>L'incarico</u>	3
1.2. <u>La finalità della relazione e la configurazione di valore ricercata</u>	3
1.3. <u>La documentazione esaminata e la data di riferimento della stima</u>	4
2. INQUADRAMENTO DELLA SOCIETÀ.....	6
3. LE CARATTERISTICHE DEI MARCHI OGGETTO DI STIMA	7
4. LA STIMA DEL VALORE DEI MARCHI DETENUTI DA TAG: I PROFILI METODOLOGICI	8
4.1. <u>Le premesse</u>	8
4.2. <u>I metodi di valutazione</u>	9
4.2.1 <u>L'income approach</u>	9
4.2.2 <u>Il market approach</u>	12
4.2.3 <u>Il cost approach</u>	13
4.3. <u>Le circostanze che incidono sulla selezione del metodo di stima del valore dei marchi detenuti da TAG</u>	13
5. LA STIMA DEL VALORE DEI MARCHI DI TAG: IL <i>RELIEF FROM ROYALTY</i> <i>METHOD</i>.....	15
5.1. <u>Le premesse</u>	15
5.2. <u>Le determinanti di valore nello sviluppo del modello valutativo</u>	15
5.2.1 <u>Il flusso di <i>royalty</i> netto di imposta</u>	16
5.2.2 <u>Il costo del capitale azionario e il tasso di crescita a lungo termine</u>	18
5.2.3 <u>La durata della vita economica</u>	20
5.2.3 <u>Il calcolo del TAB</u>	20
5.3. <u>I risultati della stima</u>	20
6. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE IN SEDE DI VALUTAZIONE.....	21
7. LE CONCLUSIONI	22

1. I PROFILI GENERALI

1.1. L'incarico

Il Fallimento “Tullio Abbate Group srl” ha incaricato lo scrivente dr. Sandro Litigio, dottore commercialista e revisore legale, con studio in Como, via Rezzonico n. 61, di determinare il valore dei marchi “Tullio Abbate” e “Tullio Abbate 5” detenuti dalla società Tullio Abbate Group (di seguito anche “Società” o “TAG”), quale riferimento per la cessione a terze economie.

La curatrice fallimentare, dr.ssa Federica Volonterio (“Curatrice”), ha richiesto di considerare, ai fini della stima, due scenari:

1. il primo scenario prevede l’assunzione di un perimetro del *business* riferito alla sola società fallita TAG;
2. il secondo scenario prevede l’assunzione di un perimetro del *business* riferito sia alla società fallita, sia alla società Powerboat International srl.

Al riguardo, lo scrivente precisa di essere stato informato dalla Curatrice che la società Powerboat International srl (“Powerboat”) con sede in Schignano, via del Lavoro n. 2/4, riconducibile al Sig. Tullio Abbate e a suoi familiari, si occupava della commercializzazione di imbarcazioni con *brand* “Tullio Abbate”. Ne segue che è ragionevole assumere che un potenziale acquirente dei marchi detenuti da TAG possa fare affidamento su volumi di vendita attesi corrispondenti a quelli riferibili a entrambe le società.

1.2. La finalità della relazione e la configurazione di valore ricercata

La presente relazione di stima (di seguito anche “Relazione”) ha la finalità di fornire agli organi della procedura fallimentare un’opinione autonoma e indipendente sul valore dei marchi “Tullio Abbate” e “Tullio Abbate 5” detenuti dalla Società (di seguito anche “Marchi”), nella prospettiva della eventuale cessione degli stessi a terze economie.

Non disponendo di informazioni di dettaglio relative alla composizione del fatturato riferibile al *brand* “Tullio Abbate” e al *brand* “Tullio Abbate 5”, lo scrivente ha determinato il valore complessivo dei Marchi, assumendo i ricavi complessivi risultanti dai bilanci come *proxy* della misura dei ricavi riferibili ai Marchi.

In aderenza alla finalità dell’incarico, la configurazione di valore ricercata è quella di “valore di mercato”.

Secondo la definizione fornita dai Principi Italiani di Valutazione (“PIV”) emanati nel 2015 dall’Organismo Italiano di Valutazione *“il valore di mercato di un’attività reale o finanziaria (o di un’entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”*¹.

La Relazione si esprime unicamente riguardo al valore di mercato dei Marchi, sulla base dei dati e delle informazioni identificate nel successivo § 1.3. e non potrà pertanto essere utilizzata per scopi diversi.

1.3. La documentazione esaminata e la data di riferimento della stima

Ai fini dello svolgimento dell’incarico, lo scrivente si è basato sulle seguenti informazioni:

- i bilanci di TAG degli anni 2015, 2016, 2017 e 2018;
- i bilanci di Powerboat degli anni 2015, 2016, 2017 e 2018;
- la relazione sulla titolarità dei marchi redatta dallo studio de Dominicis & Mayer, datata 22 gennaio 2021;

¹ Cfr. PIV, paragrafo I.6.3.

- i dati di mercato pubblicamente disponibili riferiti a società appartenenti al medesimo settore di TAG.

Nello svolgimento del processo valutativo, le informazioni e i documenti aziendali sono stati utilizzati facendo affidamento sulla loro veridicità e correttezza. Nessuna verifica indipendente è stata effettuata sui documenti e sulle informazioni ricevute nei diversi aspetti sopra rappresentati.

La data di riferimento delle valutazioni sviluppate coincide con quella di sottoscrizione della Relazione.

2. INQUADRAMENTO DELLA SOCIETÀ

La Società, con sede in Tremezzina, via del Riale n. 3, ha quale attività prevalente la produzione e la commercializzazione di imbarcazioni.

È stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Como n. 62/2020 del 2 dicembre 2020.

Nella tabella che segue si dà evidenza dei risultati economici realizzati dalla Società nel periodo 2015-2018².

Tab. II.1 - *Conti economici riclassificati 2015 – 2018 (euro)*

	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	987.441	879.148	788.720	873.901
Materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	(366.350)	(497.344)	(368.494)	(338.312)
Variazione rimanenze prodotti in lavor., semilav. e finiti	20.800	10.973	16.853	(148.324)
Variaz. riman. materie prime, sussid., di consumo e merci	(20.170)	(5.905)	0	(3.090)
VALORE AGGIUNTO	621.721	386.872	437.079	384.175
Altri ricavi e proventi	42.391	124.856	82.234	62.705
Costo per servizi	(226.564)	(190.816)	(240.937)	(340.304)
Costo per godimento beni di terzi	(14.124)	(16.169)	(33.953)	(51.440)
Costo per personale	(138.293)	(179.161)	(203.027)	(154.147)
Accantonamenti	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	(273.023)	(229.051)	(229.539)	(172.171)
Svalutazioni	0	(2.440)	(501)	0
MARGINE OPERATIVO LORDO	12.108	(105.909)	(188.644)	(271.182)
Ammortamenti immateriali	(67.703)	(67.703)	(46.203)	(46.201)
Ammortamenti materiali	(4.216)	(4.216)	(3.441)	(4.461)
RISULTATO OPERATIVO	(59.811)	(177.828)	(238.288)	(321.844)
Totale proventi e oneri finanziari	(46.595)	(31.974)	(18.649)	(5.295)
Totale proventi e oneri straordinari	(57.344)	0	0	0
Rivalutazioni / Svalutazioni	0	(72)	(25)	(12)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	(163.750)	(209.874)	(256.962)	(327.151)
Imposte sul reddito dell'esercizio	(11.354)	(6.714)	0	0
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	(175.104)	(216.588)	(256.962)	(327.151)

² I dati relativi al 2019 e al 2020, risultanti da situazioni contabili di periodo e non da bilanci approvati, non sono stati rappresentati nella tabella in quanto non considerati dallo scrivente ai fini delle proprie valutazioni, atteso che in tale periodo (2019-2020) i volumi di vendita hanno registrato una contrazione non fisiologica, in conseguenza della condizione di crisi, ormai conclamata, in cui versava la Società.

Nei quattro anni considerati i ricavi della Società si sono sempre attestati sotto il milione di euro. I ricavi medi del periodo (media aritmetica) risultano pari a circa 880 mila euro.

Nel periodo considerato il risultato operativo si è sempre collocato su valori negativi e in progressivo peggioramento.

3. LE CARATTERISTICHE DEI MARCHI OGGETTO DI STIMA

TAG è titolare dei marchi “Tullio Abbate” e “Tullio Abbate 5”.

1) Tutela legale

Riguardo a tale profilo, lo scrivente rinvia alla relazione sulla titolarità dei marchi redatta dallo studio de Dominicis & Mayer, datata 22 gennaio 2021, precisando di essere stato informato dalla Curatrice che in data 1 marzo 2021 la signora Monica Abbate ha comunicato di avere rinunciato alla registrazione del marchio “Tullio Abbate” e “Tullio Abbate5” dal *European Union Intellectual Property Office*. Si precisa che la documentazione qui richiamata è agli atti del fallimento.

2) Rappresentazione grafica dei marchi

Il marchio figurativo “Tullio Abbate” è il seguente:

The image shows a handwritten signature in blue ink that reads "Tullio Abbate". The signature is written in a cursive, flowing style. The first letter 'T' is large and has a long horizontal stroke that extends to the left. The rest of the name is written in a more compact, connected script.

Il marchio figurativo “Tullio Abbate 5” è il seguente:



3) Posizionamento sul mercato dei Marchi

La notorietà dei Marchi è strettamente correlata alla posizione che occupano nel proprio mercato di riferimento.

La notorietà storica dei Marchi è confermata dal prestigio dei propri clienti, tra cui figurano Schumacher, Piquet, Gilles Villeneuve, Keke Rosberg, Maradona, Matthäus, Prost, Pironi, Ayrton Senna, Vialli, Mancini, Giacomo Agostini, Jacky Ickx, Björn Borg, Bruno Giacomelli, Vittorio Emanuele di Savoia, Stefano Casiraghi e la principessa Carolina di Monaco, Sylvester Stallone, le famiglie Marzotto, De Nora e Versace (fonte: sito web di TAG).

I modesti volumi di vendita registrati nel periodo analizzato dallo scrivente (2015-2019) parrebbero segnalare la diminuzione della notorietà dei marchi detenuti da TAG.

4. LA STIMA DEL VALORE DEI MARCHI DETENUTI DA TAG: I PROFILI METODOLOGICI

4.1. Le premesse

L'ordine della trattazione del presente paragrafo è il seguente:

- in primo luogo, si descrivono i metodi di valutazione comunemente utilizzati nella prassi professionale per stimare il valore di un marchio (cfr. § 4.2.);

- in secondo luogo, si illustrano le scelte metodologiche e l'approccio valutativo seguito a fini della stima del valore dei marchi detenuti da TAG (cfr. § 4.3.).

4.2. I metodi di valutazione

I principi di valutazione a cui si è fatto riferimento per la stima dei marchi detenuti da TAG sono quelli internazionali *IVS* (*International valuation standards*) e quelli italiani *PIV* (Principi italiani di valutazione) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione. Secondo l'IVS 210, la stima del valore di un bene immateriale può essere effettuata seguendo tre differenti approcci: i) *income approach*; ii) *market approach*; iii) *cost approach*.

4.2.1 L'income approach

Secondo l'*income approach*, il valore di un bene immateriale è determinato sulla base dei benefici attesi che esso sarà ragionevolmente in grado di generare in termini di maggiori ricavi ovvero di risparmio di costi. Secondo l'IVS 210, i metodi più comunemente impiegati nell'ambito dell'*income approach* sono:

- a) il "*relief from royalty method*";
- b) il "*premium profits method*".

Secondo il *relief-from-royalty method*, il valore di un bene immateriale è determinato sulla base delle *royalties* che astrattamente potrebbero essere percepite in forza della proprietà del bene, tenendo conto di analoghe transazioni avvenute tra terze parti. La formula di calcolo del valore del bene immateriale è la seguente:

$$\text{Valore del marchio} = \sum_{t=1,n} \frac{\text{Ricavi} * RR * (1 - \text{tax rate})}{(1 + ke)^t} + \text{TAB}$$

dove:

Ricavi = ricavi generati dal bene immateriale;

RR = *royalty rate*;

tax rate = aliquota fiscale;

t = vita utile economica;

k_e = costo del capitale azionario;

TAB = *tax amortization benefit*.

L'applicazione del *relief-from-royalty method* è articolata in più fasi.

In primo luogo, occorre stimare i ricavi derivanti dall'utilizzo dei marchi oggetto di valutazione: è fatto riferimento a questa metrica, dal momento che le royalties sono calcolate sulla base di una percentuale dei ricavi. La proiezione dei ricavi deve tenere conto della vita utile dell'*asset*.

In secondo luogo, occorre determinare il *royalty rate*. Nel caso in cui il bene fosse dato in licenza a terzi, il *royalty rate* potrebbe essere dedotto dal contratto di licenza a terzi³.

In caso contrario, è possibile far riferimento a due distinti criteri:

a) il criterio "*market royalty rates*";

b) il criterio dello "*split of profits*".

Il **primo criterio** è basato sui "*market royalty rates*" riferibili a transazioni similari o a qualche titolo comparabili. L'applicazione di questo criterio presuppone l'esistenza: (a) di *intangible assets* comparabili; (b) che siano oggetto di un contratto di licenza e (c) per i quali siano disponibili i *royalty rates*. L'aspetto più delicato consiste nell'individuare *assets* comparabili, dal momento che una *intellectual*

³ Al riguardo, si precisa che il 29/3/2016 TAG ha concesso in licenza a Powerboat il marchio "Tullio Abate 5". Come già riferito, Powerboat è una società riconducibile al Sig. Tullio Abate e a suoi familiari. Ne segue che la transazione in parola non è significativa nell'ottica di determinare il valore di mercato del brand, in quanto perfezionata tra parti non indipendenti.

property è tutelata proprio per garantire la sua unicità. La comparazione deve, dunque, essere effettuata nella prospettiva di identificare intangibili che presentino una funzionalità analoga e che siano utilizzati nello stesso ambito.

Il **secondo criterio** è basato sullo “*split of profits*” che potrebbe essere ipoteticamente corrisposto in una transazione indipendente (“*arm’s length transaction*”) tra un licenziante e un licenziatario per il diritto ad utilizzare un determinato intangibile. Tale criterio è principalmente utilizzato in assenza di *royalties* di mercato e deve essere considerato residuale rispetto a quello precedente, in quanto basato su stime più soggettive, che possono ridurre la significatività dei risultati.

In terzo luogo, occorre applicare il tasso di *royalty* ai ricavi attesi, derivanti dallo sfruttamento dell'*asset*, al netto degli eventuali costi “di mantenimento” che contrattualmente potrebbero essere imputati al licenziatario e al netto delle imposte.

Infine, occorre attualizzare i flussi di *royalty* netti di imposte attesi sulla base del costo del capitale azionario. Tale parametro merita un breve approfondimento. Il costo del capitale azionario (k_e) riflette la remunerazione normale del capitale investito attesa per impieghi aventi livello di rischio assimilabile a quello del bene considerato. Lo stesso è, di norma, determinato in base all’approccio *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*) applicando la seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_s$$

dove r_f esprime il rendimento di investimenti privi di rischio (cd. “*risk free rate*”); β è il coefficiente che misura il rischio sistematico del bene oggetto di stima; $(r_m - r_f)$ esprime il premio per il rischio tipico di investimenti azionari (cd. “*equity risk premium*”), r_s rappresenta il rischio specifico dell'*asset*.

Il “*premium profit method*” (conosciuto anche come metodo “*with and without*”) individua il valore di un bene immateriale comparando una stima dei flussi di cassa in presenza (“*with scenario*”) e in assenza (“*without scenario*”) del bene immateriale oggetto di stima. La formula è la seguente:

$$\text{Valore marchio} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{Flusso "with"}}{(1 + Ke)^n} - \sum_{t=0}^n \frac{\text{Flusso "without"}}{(1 + Ke)^n} + TAB$$

dove:

Flusso “with” = flussi di cassa in presenza del marchio;

Flusso “without” = flussi di cassa in assenza del marchio;

t = vita utile economica;

k_e = costo del capitale azionario;

TAB = *tax amortization benefit*.

Secondo l’IVS 201, la comparazione tra i due scenari può essere effettuata in due modi: “*calculating the value of the business under each scenario with the difference in the business values being the value of the subject intangible asset*”, oppure “*calculating, for each future period, the difference between the profits in the two scenarios. The present value of those amounts is then used to reach the value of the subject intangible asset*”.

Da un punto di vista teorico, il *premium profit method* appare intuitivo; dal punto di vista applicativo, invece, è complesso individuare i flussi attesi in assenza del bene immateriale (“*without scenario*”) oggetto di stima.

4.2.2 Il market approach

Il *market approach* fornisce un’indicazione di valore comparando l’*asset* oggetto di stima con *asset* che presentano caratteristiche analoghe e per i quali siano disponibili informazioni sul prezzo. Come osservato dall’IVS 210, le transazioni che hanno ad oggetto *intangible assets* spesso includono ulteriori *assets* a questi

collegati e, in generale, sono fortemente condizionate dalle caratteristiche della domanda e dell'offerta. L'IVS 210 conclude osservando che: “*the heterogeneous nature of intangible assets and the fact that intangible assets seldom transact separately from other assets means that it is rarely possible to find market evidence of transactions involving identical assets. If there is market evidence at all, it is usually in respect of assets that are similar, but not identical*”. Ne consegue che la necessità di apportare ai prezzi o ai multipli aggiustamenti volti a rendere confrontabili i valori di mercato con quelli dei bene oggetto di stima, circoscrive l'applicabilità dell'approccio a specifiche circostanze.

4.2.3 Il cost approach

Il **cost approach**, infine, si basa sul principio che un acquirente non è disponibile a riconoscere a un *asset* un valore superiore al costo che potrebbe sostenere per ottenerne uno di analoga utilità attraverso l'acquisto o lo sviluppo interno. Tale approccio è utilizzabile nei casi in cui possono essere stimati con adeguata approssimazione il costo di riproduzione o di rimpiazzo del bene immateriale. Il *cost approach* è difficilmente applicabile ai beni immateriali, in quanto il valore di questi ultimi è raramente correlato ai costi sostenuti per la loro realizzazione, ammesso che siano identificabili. Il *cost approach* non è pertanto utilizzabile quando il bene immateriale è unico nel suo genere, oppure la sua creazione è oramai datata.

4.3. Le circostanze che incidono sulla selezione del metodo di stima del valore dei marchi detenuti da TAG

Il valore dei marchi detenuti da TAG appare strettamente connesso ai benefici economici prospettici che discendono dall'utilizzo degli stessi. Si è, di conseguenza, scelto di determinare il valore dei Marchi ricorrendo ad un approccio reddituale. Più precisamente, lo scrivente ha ritenuto di determinare il valore dei marchi di TAG sviluppando il *relief-from-royalty method*.

In ragione dell'assenza di prezzi relativi a transazioni aventi per oggetto *asset* comparabili con i Marchi non è stato possibile fare ricorso ai metodi basati su dati di mercato.

5. LA STIMA DEL VALORE DEI MARCHI DI TAG: IL *RELIEF FROM ROYALTY METHOD*

5.1. Le premesse

Nel presente paragrafo:

- i) si illustrano le determinanti di valore nello sviluppo del *relief-from-royalty method* e si stimano le relative grandezze (§ 5.2.);
- ii) si riassumono i risultati restituiti dallo sviluppo del modello valutativo (§ 5.3.).

5.2. Le determinanti di valore nello sviluppo del modello valutativo

Il *relief-from-royalty method* stima il valore dei marchi di TAG come valore attuale dei compensi ricevibili da una controparte terza che intende avvalersi dei beni intangibili nel periodo di vita utile economica. Si è già osservato al paragrafo 4.2. che l'algoritmo applicativo che esprime il *relief-from-royalty method* è il seguente:

$$\text{Valore marchio} = \sum_{t=1,n} \frac{\text{Ricavi} * \text{RR} * (1 - \text{tax rate})}{(1 + k_e)^t} + \text{TAB}$$

dove

Ricavi = ricavi generati dal bene immateriale;

RR = *royalty rate*;

tax rate = aliquota fiscale;

t = vita utile economica;

k_e = costo del capitale azionario;

TAB = *tax amortization benefit*.

L'applicazione della formula di calcolo impone la stima dei flussi di *royalty* netti di imposta, del costo del capitale azionario e della durata della vita economica. I criteri di calcolo dei parametri richiamati sono illustrati di seguito.

5.2.1 Il flusso di royalty netto di imposta

Il flusso di *royalty* netto di imposta risulta dall'applicazione della seguente formula di calcolo:

$$\text{Flussi di } \textit{royalty} \text{ netti di imposta} = \text{Fatturato} * \text{RR} * (1 - \textit{tax rate})$$

a) Il fatturato

Tenuto conto dell'assenza di dati previsionali, lo scrivente ha considerato, ai fini della stima, i ricavi medi conseguiti negli esercizi 2015-2018.

In aderenza alle precisazioni fornite dalla Curatrice, i ricavi medi sono stati determinati in due differenti scenari:

- nel primo scenario sono stati considerati i ricavi riferiti alla sola società fallita (“Ricavi *stand alone*”);
- nel secondo scenario sono stati considerati i ricavi consolidati riferiti alla società fallita e alla società Powerboat (“Ricavi consolidati”)⁴.

Nella tabella che segue si riportano i ricavi nei due scenari considerati.

Tab. V.1 – Ricavi nei due scenari considerati (euro/mgl)

	2015	2016	2017	2018	Media 15-18
Ricavi <i>stand alone</i>	987	879	789	874	882
Ricavi consolidati	987	885	881	1.014	942

Come già riferito nel paragrafo 1.2., non disponendo di informazioni di dettaglio relative alla composizione del fatturato, lo scrivente ha considerato i ricavi complessivi risultanti dai bilanci come *proxy* della misura dei ricavi riferibili ai marchi detenuti da TAG.

⁴ Determinati come segue: ricavi di Tullio Abbate Group + ricavi di Powerboat – ricavi di Tullio Abbate Group per vendite a Powerboat.

La stima del valore dei Marchi è stata effettuata sulla base dei ricavi medi, nei due scenari considerati, incrementati per la durata di vita economica attesa (assunta pari a 20 anni) di un tasso di crescita del 2%, corrispondente all'inflazione *target* della BCE.

b) Il tasso di *royalty*

Tenuto conto dell'assenza di specifiche transazioni relative a società comparabili, il tasso di *royalty* è stato definito assumendo, quale riferimento iniziale, la marginalità media (Ebitda *margin*) di un campione di società italiane di piccole e medie dimensioni attive nella produzione di motoscafi e piccole imbarcazioni di lusso. In ragione della notorietà storica dei *brand* detenuti da TAG, si è ritenuto di assumere il dato di mercato relativo al “quartile superiore”, pari al 10% (valore arrotondato).

Muovendo da tale grandezza, il tasso di *royalty* è stato individuato in misura pari al 25% dell'Ebitda *margin* relativo al “quartile superiore” e, quindi, pari al 2,5% (valore arrotondato)⁵.

L'analisi effettuata dallo scrivente per determinare il tasso di *royalty* è illustrata nell'allegato 1.

c) Il *tax rate*

Il *tax rate* è stato assunto pari al 27,90%, aliquota comprensiva di IRES e IRAP in vigore in Italia.

I flussi di *royalty* al netto delle imposte, nei due scenari considerati, sono rappresentati nelle tabelle che seguono.

⁵ In assenza di dati di mercato riferiti a transazioni relative a società comparabili, la prassi professionale stima generalmente il tasso di *royalty* assumendo una percentuale (generalmente compresa nel range 25%-33,33%) di un indicatore di redditività ritenuto significativo in relazione alle caratteristiche del business. Avendo considerato, nel caso in esame, l'Ebitda *margin* lo scrivente ha ritenuto di collocarsi sul valore inferiore dell'intervallo (25%).

TABELLA V.2. – *Flussi di royalty nello scenario “Ricavi stand alone” (euro/mgl)*

Anno	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ricavi	882	900	918	936	955	974	994	1.013	1.034	1.054
Reddito operativo	22	22	23	23	24	24	25	25	26	26
Imposte	-6	-6	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Reddito netto	16	16	17	17	17	18	18	18	19	19

Anno	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Ricavi	1.076	1.097	1.119	1.141	1.164	1.187	1.211	1.235	1.260	1.285
Reddito operativo	27	27	28	29	29	30	30	31	32	32
Imposte	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9
Reddito netto	19	20	20	21	21	21	22	22	23	23

TABELLA V.3. – *Flussi di royalty nello scenario “Ricavi consolidati” (euro/mgl)*

Anno	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ricavi	942	961	980	999	1.019	1.040	1.061	1.082	1.104	1.126
Reddito operativo	24	24	24	25	25	26	27	27	28	28
Imposte	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-8
Reddito netto	17	17	18	18	18	19	19	20	20	20

Anno	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Ricavi	1.148	1.171	1.194	1.218	1.243	1.268	1.293	1.319	1.345	1.372
Reddito operativo	29	29	30	30	31	32	32	33	34	34
Imposte	-8	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-10
Reddito netto	21	21	22	22	22	23	23	24	24	25

5.2.2 Il costo del capitale azionario e il tasso di crescita a lungo termine

Il costo del capitale azionario (k_e) è stato stimato seguendo l’approccio CAPM, applicando la nota relazione $k_e = r_f + \beta (r_m - r_f) + r_s$ ove r_f esprime il tasso di investimenti senza rischio, β il parametro indicatore del rischio sistematico, il differenziale $(r_m - r_f)$ il premio per il rischio di mercato e r_s il rischio specifico degli *asset* oggetto di stima. Nella determinazione delle grandezze si è operato come segue.

Quale **risk free rate** si è assunto il tasso di rendimento dei titoli di stato italiani con scadenza a 10 anni rilevato al 30.04.2021, pari allo 0,90% ⁶.

Il **beta** dipende dal rischio operativo e dal rischio finanziario che varia di società in società in funzione della struttura finanziaria.

In ragione dell'impossibilità di determinare il coefficiente **beta** sulla base di un campione di società quotate comparabili ⁷, lo scrivente ha assunto un valore pari a 1, corrispondente al **beta** di mercato.

Il **premio per il rischio di mercato** è stato considerato nella misura del 6,20% secondo le indicazioni tratte dalla letteratura specialistica ⁸.

Sono stati infine considerati aspetti di **rischio specifico** che si è ritenuto di incorporare nel processo di stima mediante una maggiorazione del costo del capitale azionario pari all'1%.

Sulla base delle scelte commentate, il costo del capitale azionario è risultato pari all'**8,1%** come dettagliato nella successiva tabella.

TAB. V.4 – *Determinazione del costo del capitale azionario*

Tasso risk free (r_f)	0,90%
Beta levered (β_L)	1,00x
Equity risk premium ($r_m - r_f$)	6,20%
Asset risk specific (r_s)	1,00%

⁶ Fonte: Bloomberg.

⁷ Sul mercato italiano vi è un'unica società quotata (San Lorenzo S.p.A.), peraltro di dimensioni sensibilmente superiori rispetto a quelle di Tullio Abbate Group.

⁸ Fernandez P., Apellaniz E. e Acin J. "Market risk premium and risk-free rate used for 81 countries in 2020: a survey" (march 2020).

5.2.3 La durata della vita economica

Tenuto conto della notorietà storica dei *brand* dei marchi detenuti da TAG, la durata della vita economica è stata assunta pari a 20 anni, corrispondente alla vita utile massima prevista per i marchi dal Principio Contabile OIC n. 24.

5.2.3 Il calcolo del TAB

Il *tax amortization benefit* (**TAB**) esprime il beneficio derivante dalla possibilità di dedurre ai fini fiscali l'ammortamento del marchio secondo la normativa in vigore. Il TAB si ottiene moltiplicando il valore dei marchi di TAG, nei due scenari considerati, per il *TAB factor*. Quest'ultimo risulta dallo sviluppo della seguente formula:

$$\text{Tab Factor} = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{\text{Amortization benefit}}{(1+Ke)^t}}{\text{Asset pre-amortization benefit}}$$

I parametri impiegati nel calcolo del *TAB factor* sono stati: a) *tax rate* = 27,90%; b) periodo di ammortamento fiscale dei marchi di TAG = 18 anni (di conseguenza il beneficio fiscale dell'ammortamento è stato calcolato dividendo 100 per 18 anni e moltiplicando il valore ottenuto per 27,90%); c) costo del capitale azionario = 8,1%.

Il *TAB factor* è risultato pari al 16,86%.

5.3. I risultati della stima

Sulla base dei parametri esposti nel paragrafo precedente, è stato sviluppato l'algoritmo valutativo proprio del *relief-from-royalty method* determinando il valore dei marchi di TAG nei due scenari considerati.

Come risulta dalla tabella che segue, sul fondamento di quanto esposto, il valore dei marchi detenuto da TAG è risultato pari a:

- euro 218 mila (valore arrotondato) nel primo scenario, che apprezza i marchi detenuti da TAG sulla base dei ricavi riferiti alla sola società fallita;
- euro 232 mila (valore arrotondato) nel secondo scenario, che apprezza i marchi detenuti da TAG sulla base dei ricavi consolidati riferiti alla società fallita e alla società Powerboat.

TAB. V.5 – *Valore dei marchi di TAG - (euro/mgl)*

	1° scenario	2° scenario
<i>Tasso di attualizzazione</i>	8,1%	8,1%
<i>Vita utile economica</i>	20	20
Valori attuali cumulati dei flussi di <i>royalties</i> (a)	186,23	198,80
<i>Tax amortization benefit</i> (b)	31,40	33,51
Valore dei marchi di TAG (c = a + b)	217,63	232,32

6. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ INCONTRATE IN SEDE DI VALUTAZIONE

L'analisi del valore dei Marchi e le conclusioni dello scrivente devono essere interpretate alla luce delle difficoltà incontrate nello svolgimento del lavoro:

- considerata l'assenza di dati previsionali, il fatturato prospettico riferito ai Marchi è stato stimato sulla base dei ricavi medi conseguiti negli esercizi 2015-2018. I dati prospettici stimati dallo scrivente, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del mercato e dello scenario macroeconomico. L'incertezza delineata risulta aggravata, nella fattispecie, dalle seguenti circostanze: i) le previsioni sono riferite ai ricavi riferibili a marchi detenuti da società inattiva ed in condizioni di crisi conclamata; ii) lo scenario macroeconomico attuale risente degli effetti della emergenza epidemiologica da Covid-19.
- tenuto conto della presenza, nel settore di riferimento di TAG, di un'unica società quotata sul mercato italiano (San Lorenzo S.p.A.), peraltro di

dimensioni sensibilmente superiori rispetto a quelle di TAG, non è stato possibile determinare il coefficiente *beta* (parametro funzionale alla determinazione del costo del capitale proprio nell'ambito del quadro concettuale del *Capital Asset Pricing Model*) sulla base di un campione di società quotate comparabili;

- in ragione dell'assenza di prezzi relativi a transazioni aventi per oggetto *asset* comparabili con i Marchi non è stato possibile fare ricorso ai metodi basati su dati di mercato;
- considerate l'impossibilità di individuare il "*market royalty rates*" sulla base dei dati riferiti a transazioni similari, il tasso di *royalty* è stato definito in misura pari al 25% della marginalità media (*Ebitda margin*) di un campione di società italiane di piccole e medie dimensioni attive nella produzione di motoscafi e piccole imbarcazioni di lusso.

7. LE CONCLUSIONI

Considerate le finalità del presente lavoro illustrate nel § 1.2, tenuto conto della documentazione esaminata riportata nel § 1.3 e dei risultati ai quali ha condotto l'applicazione del metodo adottato, lo scrivente ritiene che il valore di mercato dei marchi detenuti da TAG sia pari a:

- euro 218 mila (valore arrotondato) nel primo scenario, che apprezza i marchi detenuti da TAG sulla base dei ricavi riferiti alla sola società fallita;
- euro 232 mila (valore arrotondato) nel secondo scenario, che apprezza i marchi detenuti da TAG sulla base dei ricavi consolidati riferiti alla società fallita e alla società Powerboat.

Como, 12 luglio 2021

Dott. Sandro Litigio

