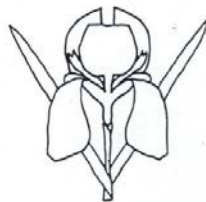


TRIBUNALE CIVILE E PENALE DI FIRENZE
SEZIONE FALLIMENTARE

FALLIMENTO RF 35/2019

VALUTAZIONE DEL MARCHIO
“IL PAPIRO”



IL PAPIRO
FIRENZE

Giudice Delegato

Curatore Fallimentare

/ Stimatore

INDICE

ARGOMENTO	PAG.
PRIMO CAPITOLO	
ITER PROCEDURALE E STORIA DEL MARCHIO	4
1. Iter procedurale	4
2. Storia del marchio “Il Papiro”	5
SECONDO CAPITOLO	
ASPETTI METODOLOGICI DELLA VALUTAZIONE	7
1. Adesione ai Principi Italiani di Valutazione (PIV)	7
2. Incarico e tipologia di valutazione	7
3. Perimetro valutativo	8
4. Base dati e processo di revisione	9
5. Metodi di valutazione applicabili e scelta del metodo	10
TERZO CAPITOLO	
APPLICAZIONE DEL METODO VALUTATIVO	13
1. Data di riferimento della valutazione	13
2. Stima degli elementi necessari all’applicazione del metodo	13
3. Sintesi valutativa	17
QUARTO CAPITOLO	
CONCLUSIONI	19

ELENCO DEI DOCUMENTI ALLEGATI

ALLEGATO	DESCRIZIONE
A	Provvedimento del GD per la nomina di uno stimatore dei marchi e del complesso aziendale
B	Conferma non partecipazione alle operazioni peritali da parte della società Il Giaggiolo Immobiliare srl
C	Visura marchi di proprietà de *****
D	Fogli di calcolo utilizzati per la valutazione del marchio
E	Tassi di royalty estratti dalla banca dati Sectilis
F	Dati per il calcolo del tasso di attualizzazione
G	Analisi di sensibilità della valutazione

PRIMO CAPITOLO

ITER PROCEDURALE E STORIA DEL MARCHIO

1. Iter procedurale – 2. Storia del marchio “Il Papiro”

1. ITER PROCEDURALE

La società ***** (in seguito e per brevità anche Papiro oppure la fallita) C.F. e P.IVA 0108268 048 7, con sede legale in Firenze, Via Cavour 49R, è stata dichiarata fallita dal Tribunale di Firenze con Sentenza n. 39/19 del 26.02.2019, depositata in cancelleria in data 04.03.2019. Nella medesima sentenza, il Collegio Fallimentare delegava alla procedura il Giudice Dott.ssa ***** e nominava Curatore la Dott.ssa ***** (R.F. 35/2019).

Nelle more del proprio incarico, il Curatore ha ravvisato la necessità di effettuare la stima dei marchi e del complesso aziendale. Pertanto, richiedeva la nomina di un perito ai fini della stima di tali asset. Il Giudice Delegato in data 28.03.2019 recepisce la richiesta del Curatore e nominava quale stimatore il sottoscritto Dott. *****, nato a ***** il 08.12.1985, Codice Fiscale *****, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze al n. 2027/A, Revisore Contabile iscritto con DM del 02.12.2011 al n. 164547 pubblicato in G.U. n. 98 del 13.12.2011, Ricercatore a tempo determinato ai sensi dell'art. 24, comma 3, lettera b), L. 240/2010, presso l'Università degli Studi di Firenze, settore scientifico disciplinare SECS-P07 (Economia Aziendale), ******, email ****** ***** Posta Elettronica Certificata (PEC) ****** (copia del provvedimento di nomina è allegata sub “A”).

Preso atto della propria nomina il sottoscritto si è messo in contatto con la Curatela al fine di ottenere tutta la documentazione e le informazioni utili per lo svolgimento del proprio incarico. A tal riguardo, è emerso che la proprietà dei marchi “Il Papiro” ad oggi risulta essere della società Il ******, mentre l'effettivo utilizzo degli stessi viene

effettuato dalla fallita. La Curatela ha ravvisato alcune criticità nel trasferimento della proprietà dei marchi, avvenuto per il tramite di una scissione parziale nella seconda metà del 2005. Pertanto, la Dott.ssa Caramella ha ritenuto opportuno chiedere il parere dell'Avv. ***** , legale della procedura. Quest'ultimo ha ravvisato che sia ragionevolmente sostenibile quanto segue: *i)* il trasferimento dei marchi è avvenuto in violazione dell'art. 2506 bis c.c.; *ii)* esistono i margini per poter ritenere proponibile un'azione di rivendica/restituzione degli stessi.

Successivamente, gli Organi della Procedura hanno instaurato un contraddittorio con l'Avv. ***** , legale della società *****. Da tale confronto, avvenuto in data 13.05.2019, è emersa la volontà delle parti di addivenire ad una soluzione transattiva, previa stima del marchio da farsi da parte del sottoscritto perito della procedura. La società ***** ha inoltre comunicato di non avere interesse a partecipare alle operazioni peritali, rimettendosi alla valutazione del sottoscritto perito della procedura (all. "B").

Visto l'iter di cui sopra, è stato fondamentale il dialogo tra il sottoscritto e la Dott.ssa ***** al fine di comprendere le tempistiche di espletamento dell'incarico. Il sottoscritto, anche con riferimento ai tempi di redazione della presente, rimarca il pieno spirito di collaborazione con gli Organi della Procedura.

2. STORIA DEL MARCHIO "IL PAPIRO"

Come si può notare dall'immagine riprodotta alla pagina successiva, il marchio "Il Papiro" consiste sostanzialmente nelle parole "Il Papiro" associate alla sottostante indicazione "Firenze" ed al disegno di un fiore stilizzato. Al fine di accertare la registrazione del diritto, il sottoscritto ha effettuato apposita visura su European Trade Mark Design and Network (www.tmdn.org) (all. "C")¹. Relativamente al territorio italiano, il marchio in questione

¹ European Trade Mark Design and Network è una rete europea dei marchi, disegni e modelli e costituisce il punto di contatto tra gli uffici nazionali e regionali della proprietà intellettuale, che collaborano per realizzare un autentico sistema dei marchi, disegni e modelli in Europa. A tale network, tra i molteplici organismi nazionali ed internazionali, aderisce anche l'Ufficio Italiano Brevetti e Marchi.

risulta essere stato registrato inizialmente dalla società Il Papiro srl con domanda n. 2003901152440 presentata in data 15.10.2003 (n. registrazione 0001066070) e rinnovato con domanda n. 2013902199995 presentata in data 18.10.2013 dalla società *****
***** (n. registrazione 0001568944). La durata della tutela del marchio è di 10 anni e pertanto la registrazione ha validità fino al 18.10.2023. Dalla visura allegata si evincono anche alcune registrazioni internazionali che, tuttavia, non appaiono essere state oggetto di specifico rinnovo. I prodotti tutelati dal marchio Il Papiro sono quelli identificati ai numeri 16 (articoli di carta e di cartone e rivestiti in carta portagioie in legno), 18 (portadocumenti per uso domestico) e 20 (portagioie in legno rivestiti in carta, cornici in legno rivestite in carta, porta documenti da tavolo in legno più carta).



Con riferimento alla proprietà del marchio il sottoscritto rileva che con atto di scissione parziale del 24.11.2005 ai rogiti Notaio ***** (rep. 26527 e racc. 12999) la società *****si è scissa ed è stata costituita la società *****

Alla neo costituita veniva trasferita anche la titolarità dei marchi di proprietà della società scissa. Proprio la liceità di tale trasferimento è oggetto di controversia tra la fallita Il Papiro srl e la società ***** *****.

Infine si segnala che la società fallita ***** ***** ha continuato ad utilizzare il marchio anche successivamente all'atto di scissione parziale e che per tale utilizzo non risulta essere mai stato stipulato alcun contratto scritto.

SECONDO CAPITOLO

ASPETTI METODOLOGICI DELLA VALUTAZIONE

1. *Adesione ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) – 2. Incarico e tipologia di valutazione –*
3. *Perimetro valutativo – 4. Base dati e processo di revisione –*
5. *Metodi di valutazione applicabili e scelta del metodo*

1. ADESIONE AI PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE (PIV)

Il sottoscritto per lo svolgimento del presente incarico si è uniformato ai principi adottati dalla prassi professionale affidandosi nello specifico ai “Principi Italiani di Valutazione” (PIV)² emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV). Per conseguenza, il sottoscritto aderisce al Code of Ethical Principles for Professional Valuers emanato da International Valuation Standard Committee (IVSC), dichiarando la propria competenza relativamente all’oggetto ed allo scopo della valutazione in esame.

Secondo OIV, l’adesione ai PIV è utile a “[...] *garantire gli utilizzatori finali delle valutazioni [...] della affidabilità delle valutazioni stesse [...]*”³. Inoltre, OIV ritiene che l’adesione ai Principi possa “[...] *costituire un punto di riferimento anche per le Autorità di Vigilanza e per il legislatore [...]*”⁴. A tale obiettivo si giunge appunto attraverso il rispetto del dettato dei PIV, l’adesione al codice etico di IVSC e la dichiarazione di competenza professionale.

2. INCARICO E TIPOLOGIA DI VALUTAZIONE

Secondo i PIV “*l’esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto*”⁵, poiché a tipologie di valutazione diverse corrispondono diverse finalità ed obblighi per il valutatore. I Principi di

² Organismo Italiano di Valutazione (OIV). PIV – Principi Italiani di Valutazione. Egea, Milano, 2015.

³ Ibid, p. XII.

⁴ Ibid, p. XIII.

⁵ Ibid, p. 11

Valutazione prevedono cinque tipologie di lavoro: a) valutazione; b) parere valutativo; c) parere di congruità; d) calcolo valutativo; e) revisione del lavoro di un altro esperto.

Al fine di identificare la tipologia di lavoro affidata dal Giudice Delegato, il sottoscritto riepiloga brevemente la genesi del proprio incarico. In data 28.03.2019, il Giudice Delegato nominava il sottoscritto quale consulente della procedura, dietro istanza della Curatela per “[...] la nomina di un consulente per la valutazione dei marchi e del complesso aziendale [...]”. Visto quanto sopra riportato, l’incarico affidato al sottoscritto è identificabile come valutazione piena. Infatti, i PIV a riguardo prevedono che “[...] una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un’attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo [...]”⁶.

Visto quanto sopra, nel rispetto del dettato dei PIV per gli incarichi di valutazione piena, la presente relazione è organizzata come segue. Dopo aver identificato il perimetro valutativo, il sottoscritto analizzerà la base dati a propria disposizione, fornendone un apprezzamento conclusivo. Successivamente, sarà effettuata una disamina delle tecniche valutative applicabili al caso di specie con l’obiettivo di selezionare motivatamente la metodologia ritenuta più idonea alla valutazione del marchio in oggetto. In seguito, il sottoscritto applicherà il metodo prescelto, cercando di apprezzare i principali fattori di rischio e fornendo un’analisi di sensibilità della valutazione effettuata. La presente relazione si concluderà con una sintesi valutativa.

3. PERIMETRO VALUTATIVO

Il perimetro valutativo della presente perizia è individuato nel marchio “Il Papiro”, senza l’inclusione di altri beni né materiali né immateriali.

⁶ Ibid, p. 11.

4. BASE DATI E PROCESSO DI REVISIONE

Secondo i PIV, “*La valutazione deve esprimere un giudizio informato. L’esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate*”⁷. Per rispettare tale postulato, nel presente paragrafo viene quindi rappresentata l’attività svolta dal sottoscritto in merito alla raccolta delle informazioni, alla loro analisi in termini di adeguatezza e completezza ed alle conclusioni che da esse possono desumersi.

Oltre ai documenti allegati, il sottoscritto ha ottenuto la seguente documentazione utile per la valutazione, che rimane all’interno delle carte di lavoro:

- Bilanci contabili al 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017, 31.12.2018 di *****;
- Bilanci civilistici al 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 di *****;
- Relazione del CdA sul progetto di scissione parziale (scissa Il Papiro, beneficiaria *****);
- Progetto di scissione parziale (scissa Il Papiro, beneficiaria *****);
- Atto di scissione parziale (scissa Il Papiro, beneficiaria *****).

Inoltre, il sottoscritto ha ottenuto dal Curatore una serie di chiarimenti e informazioni sia qualitative che quantitative, tra le quali:

- descrizione qualitativa dell’attività de ***** , con particolare riferimento all’eterogeneità del business suddiviso tra attività produttiva e commercializzazione;
- descrizione delle cause della crisi de *****;
- analisi di bilancio 2015-2018 della società il Papiro srl;
- analisi del ricarico sui beni prodotti internamente da ***** , con relativa suddivisione tra ramo produttivo e commercializzazione.

La documentazione sopra menzionata si riferisce principalmente alla società il***** , attuale utilizzatrice dell’omonimo marchio, ed è tutta quella che era possibile ottenere e risulta adeguata allo svolgimento dell’incarico. Una volta definita la base informativa e le sue eventuali limitazioni, il perito deve svolgere “[...] un’analisi della base informativa a

⁷ Ibid, p. 11.

disposizione con il necessario spirito critico (professional skepticism) [...]”⁸. Tuttavia, i PIV reputano che esulino “[...] dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni (quali la revisione contabile, la due diligence, le indagini patrimoniali, le certificazioni, ecc...), ancorché l’esperto possa doversene talvolta fare carico [...]”⁹.

Pertanto, ulteriore aspetto critico da considerare nell’adozione della base dati è riconducibile alla qualità della stessa. Nel caso di specie, manca una revisione dei dati contabili, aspetto che costituisce una teorica limitazione per lo stimatore. Tuttavia, gli unici dati contabili necessari alla stima in oggetto (cfr. par. 5.2 con riferimento agli elementi che compongono la formula del metodo prescelto) sono il fatturato ed il ricarico dei beni a marchio oggetto di vendita. Il primo dato è difficilmente sottoponibile a politiche contabili, mentre il secondo è stato fornito da parte della Curatela. Pertanto, il sottoscritto ha concluso di poter ritenere affidabili i dati aziendali e di poterli utilizzare quale base informativa su cui poggiare la propria perizia.

5. METODI DI VALUTAZIONE APPLICABILI E SCELTA DEL METODO

Nel presente paragrafo vengono riepilogati i metodi che permettono di stimare il marchio oggetto del presente elaborato. Considerata la base informativa a disposizione, il sottoscritto ritiene poter escludere l’utilizzo di metodi basati sul costo (metodo del costo residuale e metodo del costo di riproduzione). Come indicato precedentemente, il marchio “Il Papiro” è stato oggetto di registrazione nel 2003, fatto che rende sostanzialmente impossibile risalire ai costi sostenuti per la generazione interna. Dal momento che tali documenti non sono a disposizione del valutatore, i metodi basati sul costo divengono automaticamente inapplicabili.

Per conseguenza, il sottoscritto è chiamato a scegliere tra le varie tipologie di metodi basati sui flussi residuali prospettici. Nel presente paragrafo vengono in primis riepilogate le declinazioni di tali metodi ed in secondo luogo viene indicato quale tra questi metodi è

⁸ Ibid, p. 11.

⁹ Ibid, p. 12.

quello scelto dal sottoscritto e che meglio si adatta al presente incarico.

5.1 Metodo relief from royalty

Secondo il metodo relief from royalty, il valore di un marchio può essere espresso con riferimento all'ammontare di royalty che esso può generare nel tempo, qualora concesso in licenza. Questa metodologia fa spesso riferimento non a valori assoluti di royalty, bensì a tassi di royalty da applicarsi a grandezze definite, come ad esempio il fatturato. La formula per il calcolo del valore è la seguente:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{(F_t \times r)(1 - tax)^t}{(1 + i)^t}$$

dove:

- W_M rappresenta il valore del marchio;
- F_t rappresenta la grandezza cui applicare il tasso di royalty al tempo t ;
- r rappresenta il tasso di royalty;
- tax rappresenta l'aliquota fiscale;
- i rappresenta il tasso di attualizzazione;
- n rappresenta l'orizzonte temporale su cui vengono fatte stime analitiche.

La formula di cui sopra può essere ulteriormente integrata con un valore finale, nel caso in cui si ritenga che il bene possa avere un'utilità oltre il periodo di stima analitico.

5.2 Metodo del premium pricing

Il metodo premium pricing prevede che il valore del marchio sia dato dall'attualizzazione dei flussi incrementali che i prodotti a marchio sono in grado di generare rispetto a prodotti *unbranded* della medesima qualità. La formula per il calcolo del valore è la seguente:

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{(\Delta R_t)(1 - tax)^t}{(1 + i)^t}$$

dove (le variabili precedentemente definite non vengono riepilogate):

- ΔR_t rappresenta il valore dei flussi incrementali al tempo t .

Anche la formula di cui sopra può essere ulteriormente integrata con un valore finale, nel caso in cui si ritenga che il bene possa avere un'utilità oltre il periodo di stima analitico.

5.3 Scelta del metodo valutativo

La scelta del metodo di valutazione deve essere una logica conseguenza degli elementi presi in considerazione nei paragrafi precedenti e delle criticità valutative che si possono presentare. La criticità principale per l'applicazione dei metodi sopra indicati attiene la stima del tasso di royalty o dei flussi differenziali.

Nella fattispecie in oggetto, il sottoscritto ha deciso di stimare il marchio utilizzando il metodo relief from royalty. Infatti, si ritiene più semplice ed affidabile stimare un tasso di royalty (peraltro già contenuto in plurimi contratti espressione di un sentimento del mercato), piuttosto che tentare un complesso ed opinabile confronto con beni *unbranded*.

TERZO CAPITOLO

APPLICAZIONE DEL METODO VALUTATIVO

1. *Data di riferimento della valutazione –*
2. *Stima degli elementi necessari all'applicazione del metodo –*
3. *Sintesi valutativa*

1. DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE

Secondo i PIV, “[...] la data di riferimento della valutazione definisce il momento temporale al quale è riferita la stima. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto [...]”¹⁰. A riguardo, il sottoscritto evidenzia che la data di valutazione è sostanzialmente definita dalla base dati a disposizione del valutatore. Infatti, la più recente situazione contabile a disposizione è datata 31.12.2018. Pertanto, essa costituisce anche la data di riferimento del presente elaborato.

2. STIMA DEGLI ELEMENTI NECESSARI ALL'APPLICAZIONE DEL METODO

Nel presente paragrafo viene esplicitata l'attività svolta dal sottoscritto trattando distintamente e nel dettaglio tutti i singoli elementi necessari all'applicazione del metodo prescelto al capitolo precedente. Di seguito si riporta la formula di determinazione del valore attraverso il metodo *relief from royalty*, secondo cui il valore del marchio è dato dal valore attualizzato dei flussi di royalty che lo stesso è in grado di produrre:

¹⁰ Organismo Italiano di Valutazione (OIV). PIV – Principi Italiani di Valutazione. Egea, Milano, 2015, pp. 39-40.

$$W_M = \sum_{t=1}^n \frac{(F_t \times r)(1 - tax)}{(1 + i)^t}$$

dove:

- W_M rappresenta il valore del marchio;
- F_t rappresenta la grandezza cui applicare il tasso di royalty al tempo t ;
- r rappresenta il tasso di royalty;
- tax rappresenta l'aliquota fiscale;
- i rappresenta il tasso di attualizzazione;
- n rappresenta l'orizzonte temporale su cui vengono fatte stime analitiche.

Ai fini della lettura dei paragrafi successivi, il sottoscritto acclude i fogli di calcolo utilizzati per il proprio lavoro (all. "D").

2.1 Grandezza cui applicare il tasso di royalty (F_t)

La grandezza cui applicare il tasso di royalty è stata individuata nel fatturato. Tale scelta risulta sostanzialmente obbligata dal fatto che i tassi di royalty sono solitamente calcolati come percentuale sul fatturato stesso.

Relativamente all'individuazione del valore puntuale di fatturato cui applicare il tasso di royalty, il sottoscritto ha ritenuto opportuno effettuare tre ordini di considerazioni. In primis, si è preso a riferimenti il fatturato della società Il Papiro srl, poiché la stessa è stata l'effettiva utilizzatrice del marchio fin dalla sua ideazione e registrazione. In secundis, non è stato possibile individuare i fatturati prospettici, poiché la documentazione ottenuta non contiene un business plan. Pertanto, si sono presi a riferimento i dati storici sul fatturato al fine di utilizzarli per l'individuazione di un flusso sostenibile nel futuro. Infine, il Curatore ha informato il sottoscritto dell'eterogeneità del business de Il Papiro srl. Una prima attività riguarda il ramo produttivo (in seguito anche *wholesale*), il quale ha come clienti negozi al dettaglio esterni alla società. Una seconda attività, invece, riguarda un ramo misto produttivo-commerciale (in seguito anche misto oppure *wholesale-retail*), il quale partendo dalla materia prima opera la produzione dei beni, al fine di venderli direttamente al pubblico in negozi di proprietà della fallita. Nel caso di specie, l'eterogeneità del business,

con particolare riferimento al ramo *wholesale-retail*, risulta di particolare complessità. Infatti, il metodo *relief from royalty* prevede che il valore del marchio sia dato dal valore attualizzato dei flussi di royalty che lo stesso è in grado di produrre qualora licenziato a terzi, i quali potranno conseguentemente marchiare i propri beni. Tuttavia, nel caso del ramo *wholesale-retail*, il fatturato è espressione di due tipologie diverse di attività ossia la produzione (*wholesale*) e la commercializzazione (*retail*). Ai fini di una corretta applicazione del metodo valutativo, il sottoscritto ha ritenuto fondamentale scorporare e non considerare il valore aggiunto dall'attività *retail*, la quale effettivamente non è espressione di valori veicolati dalla proprietà del marchio.

A livello operativo, il sottoscritto ha fatto affidamento sull'analisi di bilancio predisposta dal Curatore. Tale documento contiene i valori del fatturato del ramo *wholesale* e del ramo *wholesale-retail* per il periodo 2015-2018. I valori di quest'ultimo ramo sono stati ridotti ad un terzo al fine di depurare l'apporto del *retail*. Tale dato è stato fornito dalla Curatela, la quale ha comunicato che il prezzo di vendita al dettaglio dei beni è pari a circa 3 volte il prezzo di vendita degli stessi beni sul canale *wholesale*. Il fatturato preso a riferimento, pertanto, è costituito dalla somma della media dei fatturati per ciascun ramo nel periodo indicato ed è pertanto pari a 1.392.599.

2.2 Orizzonte temporale (n)

L'orizzonte temporale è stato individuato in 10 anni, mentre non si è ritenuto opportuno prevedere un orizzonte temporale sintetico oltre quello analitico. Risulta infatti complicato prevedere quale sarà la vita utile di un bene immateriale su un orizzonte temporale di tempo superiore a dieci anni.

2.3 Tasso di royalty (r)

Relativamente alla selezione del tasso di royalty, il sottoscritto ha utilizzato la banca dati "Sectilis" (all. "E"). Relativamente ai marchi, tale banca dati riporta un valore mediano pari al 6,00% ed un valore medio pari a 8,93%. La differenza tra media e mediana è indice di una distribuzione di valori influenzata dalla presenza di valori *outlier*, in questo caso da individuarsi nei valori massimi. In effetti, gli accordi di marchio sono particolarmente

eterogenei e sicuramente influenzati da accordi relativi ai marchi del lusso, della moda, ecc. Considerato che il marchio “Il Papiro” ha una differente connotazione, si è ritenuto più opportuno utilizzare il valore relativo al primo quartile della distribuzione, in quanto meno influenzato dalla tipologia di accordi sopra evidenziati. Inoltre, tale valore è stato ridotto di un terzo, al fine di considerare nel modello eventuali costi a sostenimento del marchio.

Il procedimento sopra evidenziato ha portato all'individuazione di un tasso di royalty del 5,00%, ridotto a 3,33% per i motivi sopra esposti. Cosciente della discrezionalità insita nella scelta del tasso di royalty, il sottoscritto ha effettuato un'analisi di sensibilità riguardo tale elemento (cfr. par. 3.3) con il fine di informare l'utilizzatore dei potenziali rischi di un'oscillazione del dato.

2.4 Aliquota fiscale (tax)

L'aliquota fiscale è stata individuata nel 27,9%, sommando l'aliquota IRES (24%) e l'aliquota IRAP (3,9%).

2.5 Tasso di attualizzazione (i)

All'interno della presente valutazione si è inteso utilizzare un tasso di attualizzazione non entity-specific, ma relativo al settore nel quale potrebbe essere utilizzato il marchio. Pertanto, si è ritenuto opportuno utilizzare il costo del capitale proprio (cost of equity capital, K_e), stimato attraverso il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹¹:

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

dove:

K_e	rappresenta il costo del capitale proprio;
r_f	rappresenta il tasso privo di rischio (risk free rate);
β	rappresenta il rischio specifico dell'azienda;
$r_m - r_f$	rappresenta il premio per il rischio (risk premium) richiesto per investire nell'azienda da parte degli operatori di mercato.

¹¹ All'interno del presente elaborato vengono tralasciati i molteplici aspetti teorici sottesi al modello CAPM. Per una disamina approfondita è possibile fare riferimento a Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002.

Il costo del capitale proprio, ossia la remunerazione per aver investito in un'azienda "rischiosa", è dato dal tasso privo di rischio e da uno spread individuato dalla rischiosità specifica dell'impresa, moltiplicata per il premio per il rischio richiesto dal mercato per investire in aziende simili. Di seguito si riepilogano le fonti dalle quali sono stati estratti i dati per il calcolo del costo del capitale proprio (all. "F"):

- Tasso privo di rischio, risk free rate, r_f : secondo quanto indicato anche dai PIV e dalla prassi nazionale, il tasso privo di rischio è stato individuato prendendo a riferimento il rendimento a scadenza dei certificati del tesoro zero-coupon (CTZ) pubblicato da Banca d'Italia¹². Il valore così individuato è pari a 0,815%.
- Beta, β : si è fatto affidamento al database open source del Prof. Aswath Damodaran, docente di finanza e valutazione d'azienda presso la New York University¹³. A riguardo, sono stati selezionati il coefficiente di rischio relativo ai paesi Western Europe per il settore Paper. Il valore così individuato è pari a 1,15.
- Premio per il rischio, risk premium, $r_m - r_f$: anche in questo caso si è fatto affidamento al database del Prof. Damodaran sopra citato, selezionando l'equity risk premium corrispondente all'Italia. Il valore così individuato è pari al 9,02%.

Considerati gli elementi di cui sopra ed applicando la formula del modello CAPM si ottiene:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f) = 0,815\% + 1,15 * 9,02\% = 11,188\%$$

Cosciente della discrezionalità e della difficoltà di calcolo del tasso di attualizzazione, il sottoscritto ha effettuato un'analisi di sensibilità riguardo tale elemento (cfr. par. 3.3) con il fine di informare l'utilizzatore dei potenziali rischi di un'oscillazione del dato.

3. SINTESI VALUTATIVA

3.1 Valutazione del marchio

Dopo aver criticamente esaminato nel paragrafo 2 tutti gli elementi che compongono la

¹² È possibile scaricare il dato dal sito infostat.bancaditalia.it, accedendo alla serie di dati Mercato finanziario, Titoli di Stato quotati alla Borsa Italiana (MOT): rendimenti e quantità scambiate, Rendimento a scadenza dei CTZ, serie MFN_QMOT.M.001A.922.0.EUR.9.

¹³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

formula del metodo valutativo prescelto, il sottoscritto è in grado di proporre una sintesi valutativa. Si ricorda che la formula per la stima del marchio attraverso il metodo *relief from royalty* può essere espressa come segue:

$$W_{MM} = \sum_{t=1}^n \frac{(F_t \times r)(1 - t)}{(1 + i)^t}$$

Considerati gli elementi di cui al paragrafo precedente, riepilogati numericamente anche all'interno dell'allegato "D", si ottiene:

$$W_{MM} = \sum_{t=1}^{10} \frac{(1.392.599 \times 3,33\%)(1 - 27,90\%)}{(1 + 11,188\%)^t} = 195.561$$

Il procedimento valutativo sopra descritto ha condotto pertanto alla determinazione di un valore del marchio "Il Papiro" pari ad euro 195.561.

3.2 Analisi di sensibilità

Come anticipato ai paragrafi precedenti, il sottoscritto ha infine ritenuto opportuno effettuare un'analisi di sensibilità del valore individuato (all. "G"). I due valori presi in considerazione per tale attività sono due elementi utilizzati nella valutazione del marchio: *i*) il tasso di royalty; *ii*) il tasso di attualizzazione. Si è ritenuto razionale prendere tali variabili quale riferimento per lo svolgimento della suddetta analisi in quanto trattasi di quelle che maggiormente incidono sulla soggettività insita nella presente valutazione.

L'analisi di sensibilità prevede una tabella a due entrate. Nella presente valutazione, come si sarà notato dal colore evidenziato nell'allegato "G", il sottoscritto ha condotto un processo razionale che lo ha portato a stimare un valore della quota di euro 195.561, ottenuto prevalentemente dalla stima del marchio "Il Papiro" effettuata con un tasso di attualizzazione del 11,188% ed un tasso di royalty pari a 3,33%.

Variando i due dati presi in considerazione, il sottoscritto ritiene opportuno informare l'utilizzatore del presente lavoro che il valore della quota potrebbe oscillare da un minimo di circa euro 52.373 ad un massimo di circa euro 336.867. Si rileva come, in entrambi i casi, i valori estremi ottenuti tramite l'analisi di sensibilità, seppur passibili di verificarsi, abbiano una bassa probabilità di realizzazione.

QUARTO CAPITOLO

CONCLUSIONI

Alla luce della documentazione visionata, dell'attività di apprezzamento della base dati e del percorso razionale seguito, nonché dei risultati ottenuti, il sottoscritto ritiene di poter fornire una valutazione del marchio "Il Papiro". A completamento del proprio incarico, il sottoscritto

V A L U T A







Euro ***** il marchio "Il Papiro".

Considerato tutto quanto sopra esposto, si ritiene di aver adempiuto all'incarico affidato con la diligenza professionale richiesta dalla legge e dai principi della tecnica professionale.

Il sottoscritto rimane a disposizione degli Organi della Procedura per quanto occorrer possa.

Firenze, li 15.05.2019

Lo Stimatore

Riproduzione grafica	Nome del marchio	Ufficio dei marchi	Territorio designato	Numero di domanda	Numero di registrazione	Status del marchio	Tipo di marchio	Nome del richiedente	Classe di Nizza	Data della domanda	Codice di Vienna
	CONSISTENTE SOSTANZIALMENTE NELLE PAROLE FANTASIA IL PAPIRO ASSOCIATE ALLA SOTTOSTANTE INDICAZIONE FIRENZE ED AL DISEGNO DI UN FIORE STILIZZATO SIMMETRICO	IT	IT	2013902199995	0001568944	Registered	Other	IL GIAGGIOLO IMMOBILIARE S.R.L.	16,18,20	18-10-2013	
	IL PAPIRO FIRENZE	US	US	73473697	1387492	Registered	Combined	IL GIAGGIOLO IMMOBILIARE S.R.L.	16,20	04-04-1984	05.05.25
	IL PAPIRO FIRENZE	WO	PT,RU,GR,AU,MC	806582	806582	Registered	Figurative	IL GIAGGIOLO IMMOBILIARE S.R.L.	16,20	08-01-2003	05.05.19,05.05.20
	IL PAPIRO FIRENZE	WO	AT,FR,LU,CH,ES,NL, BE,DE,CN	520994	520994	Registered	Figurative	IL GIAGGIOLO IMMOBILIARE S.R.L.	16,18,20	15-12-1987	05.05.20
	IL PAPIRO FIRENZE	IT	IT	2003901152440	0001066070	Registered	Other	IL PAPIRO S.R.L.	16,18,20	15-10-2003	
	IL PAPIRO FIRENZE (ETIQUETA) SEGUN MODELO ADJUNTO.	CO	CO	9233527016		Ended	Combined	JOSE MARIA LINARES PORTO	16	25-01-1991	

07/03/2019

Nome del marchio: IL

Nome del marchio: PAPIRO

Nome del marchio: FIRENZE

<https://www.tmdn.org/tmview>

VALUTAZIONE MARCHIO "IL PAPIRO"

VOCE	2015	2016	2017	2018
Ricavi wholesale (puro)	621,566	731,843	675,771	6
Ricavi misto wholesale-retail	2,200,245	2,101,889	2,280,480	2,
Ricarico attribuibile al solo retail	3	3	3	
Ricavi wholesale (depurati dal retail)	733,415	700,630	760,160	7
Ricavi wholesale (puro+misto)	1,354,981	1,432,473	1,435,931	1,3

VARIABILE	SIGLA	VALORE
Fatturato annuo	Ft	1,392,599
Tasso di royalty (trademark Q1 Sectilis)		5.00%
Riduzione per costi sostenimento marchio		33.33%
Royalty rate	r	3.33%
Royalty	Ft*r	46,420
Aliquota di tassazione	tax	27.90%
Flusso netto	Ft*r*(1-tax)	33,469
Tasso di attualizzazione	i	11.188%
Periodo	n	10.00
Valore marchio	Wm	195,561

AGREEMENT TYPE

Boxplot, Quartiles,
Trimean?

Agreement Type		Count	Q1	Median	Average	Trimean	Q3
Patent		6738	3.000	5.000	8.109	5.750	10.000
Trademark		5557	5.000	6.000	8.930	6.750	10.000
Know-how		4061	4.000	6.000	9.168	6.500	10.000
Technology		3968	3.000	5.000	8.557	5.750	10.000
Trade Name		3736	5.000	6.000	8.281	6.250	8.000
Franchise		3009	5.000	6.000	6.642	6.000	7.000
Process		2211	3.000	5.000	8.196	5.750	10.000
Copyrights		2133	5.000	7.000	11.995	8.500	15.000
Software		1792	5.000	10.000	17.078	12.500	25.000
Amendment		1510	3.000	5.000	9.390	5.750	10.000
Asset Purchase		1366	3.000	5.000	9.950	5.750	10.000
Research		769	3.500	6.000	8.396	6.438	10.250
Distribution		502	5.000	10.000	18.011	12.500	25.000
Supply		463	5.000	10.000	12.765	10.625	17.500
Sublicense		453	4.000	7.500	10.484	8.250	14.000
Services		419	3.000	5.000	12.087	7.000	15.000
Option		412	3.000	5.000	7.906	5.750	10.000
Mineral Rights		400	3.500	8.000	9.121	8.000	12.500
Proprietary Information		265	2.500	5.000	11.203	5.625	10.000
Liabilities		248	2.000	5.000	6.713	5.000	8.000
Cross-License		246	4.000	7.000	10.555	7.500	12.000
Web content		151	8.000	20.000	27.964	24.500	50.000
Marketing		141	5.000	10.000	20.559	14.000	31.000
Shares		105	3.000	5.000	11.942	5.750	10.000
Consulting		87	1.500	3.000	4.607	3.125	5.000
Joint Venture		63	4.000	6.000	9.795	7.750	15.000

CALCOLO DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

STIMA DEL COSTO DEL CAPITALE PROPRIO (cost of equity K_e)		
VARIABILE	SIGLA	FONTE
Risk free rate	r_f	Banca d'Italia - Rendimento a scadenza dei CTZ
Beta	β	Sito Damodaran - Average levered beta (Western
Risk premium	$r_m - r_f$	Sito Damodaran - Total equity risk premium (Ital
Costo del capitale proprio (cost of equity)	K_e	Modello CAPM $K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$



MFN_BMK.M.001A.922.0.EUR.9

Rendimento lordo CTZ benchmark

SERIE STORICA	Rendimento lordo CTZ benchmark
Data dell'osservazione	Valore
28/02/2019	0,62779
31/01/2019	0,56021
30/11/2018	1,35659
31/10/2018	1,35402
30/09/2018	0,89532
31/08/2018	1,14322
31/07/2018	0,69535
30/06/2018	0,89435
31/05/2018	0,24452
30/04/2018	-0,2103
31/03/2018	-0,20964
28/02/2018	-0,17003
31/01/2018	-0,15014
31/12/2017	-0,24398
30/11/2017	-0,21325
31/10/2017	-0,16186
30/09/2017	-0,13492
31/08/2017	-0,09673

Date updated:	05-gen-19			
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu			
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)			
Home Page:	http://www.damodaran.com			
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html			
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls			
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm			
Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	market
Advertising	87	0.66	0.86	18.58%
Aerospace/Defense	46	1.21	1.28	27.48%
Air Transport	38	0.64	0.93	24.17%
Apparel	122	0.83	0.90	20.21%
Auto & Truck	25	0.64	1.26	31.22%
Auto Parts	55	1.15	1.45	32.47%
Bank (Money Center)	126	0.28	1.16	30.97%
Banks (Regional)	69	0.19	0.57	20.89%
Beverage (Alcoholic)	53	0.47	0.65	22.61%
Beverage (Soft)	16	0.57	0.65	20.27%
Broadcasting	25	0.82	0.96	25.08%
Brokerage & Investment Banking	68	1.69	1.05	20.04%
Building Materials	83	0.84	1.03	26.29%
Business & Consumer Services	206	0.80	0.99	23.35%
Cable TV	8	0.47	1.19	28.60%
Chemical (Basic)	55	0.81	0.98	20.54%
Chemical (Diversified)	7	1.18	1.51	57.26%
Chemical (Specialty)	98	1.04	1.18	27.82%
Coal & Related Energy	15	0.86	0.91	15.51%
Computer Services	217	1.03	1.09	22.97%
Computers/Peripherals	39	1.03	1.14	21.91%
Construction Supplies	102	0.79	1.05	26.35%
Diversified	64	0.92	1.24	35.27%
Drugs (Biotechnology)	194	1.31	1.43	21.27%
Drugs (Pharmaceutical)	112	1.07	1.23	23.90%
Education	10	0.89	1.75	19.46%
Electrical Equipment	127	1.19	1.36	23.23%
Electronics (Consumer & Office)	17	1.46	1.40	23.33%
Electronics (General)	154	1.16	1.26	23.85%
Engineering/Construction	147	0.78	1.13	23.67%
Entertainment	132	1.04	1.14	18.94%
Environmental & Waste Services	48	0.77	0.96	18.58%
Farming/Agriculture	43	0.42	0.74	19.04%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	123	0.23	0.96	24.23%
Food Processing	141	0.63	0.72	19.95%
Food Wholesalers	15	0.14	0.47	14.58%

Date updated:	05-gen-19			
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu			
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)			
Home Page:	http://www.damodaran.com			
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html			
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls			
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm			
Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	market
Furn/Home Furnishings	45	0.74	0.90	23.64%
Green & Renewable Energy	51	0.52	0.88	18.24%
Healthcare Products	170	1.15	1.26	22.51%
Healthcare Support Services	42	0.70	1.01	21.20%
Healthcare Information and Technology	82	0.96	1.05	23.29%
Homebuilding	46	0.98	0.92	21.84%
Hospitals/Healthcare Facilities	33	0.46	0.79	20.56%
Hotel/Gaming	113	0.67	0.88	18.86%
Household Products	73	0.74	0.83	18.25%
Information Services	28	1.03	1.04	25.18%
Insurance (General)	45	0.87	0.92	31.89%
Insurance (Life)	20	0.67	0.99	33.47%
Insurance (Prop/Cas.)	17	0.64	0.74	25.02%
Investments & Asset Management	327	1.10	0.86	21.06%
Machinery	208	1.12	1.18	28.25%
Metals & Mining	96	1.16	1.39	20.70%
Office Equipment & Services	26	0.70	1.04	20.41%
Oil/Gas (Integrated)	14	1.18	1.46	37.18%
Oil/Gas (Production and Exploration)	116	0.92	1.53	18.34%
Oil/Gas Distribution	27	0.67	1.18	26.06%
Oilfield Svcs/Equip.	69	1.12	1.44	24.21%
Packaging & Container	52	0.65	0.89	21.30%
Paper/Forest Products	40	0.97	1.15	27.28%
Power	66	0.64	1.02	25.15%
Precious Metals	47	0.91	1.07	13.68%
Publishing & Newspapers	85	0.71	0.86	17.20%
R.E.I.T.	151	0.36	0.61	20.74%
Real Estate (Development)	58	0.62	0.88	19.82%
Real Estate (General/Diversified)	65	0.48	0.76	19.53%
Real Estate (Operations & Services)	216	0.37	0.59	19.41%
Recreation	54	0.75	0.94	20.56%
Reinsurance	4	0.76	0.81	37.59%
Restaurant/Dining	40	0.55	0.74	18.70%
Retail (Automotive)	26	0.54	0.83	19.26%
Retail (Building Supply)	22	0.46	0.76	19.59%
Retail (Distributors)	113	0.59	0.89	22.04%

Date updated:	05-gen-19			
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu			
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)			
Home Page:	http://www.damodaran.com			
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html			
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls			
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm			
Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	market
Retail (General)	17	0.32	0.73	17.18%
Retail (Grocery and Food)	28	0.51	0.77	20.78%
Retail (Online)	76	1.32	1.25	20.34%
Retail (Special Lines)	72	0.88	1.00	20.82%
Rubber& Tires	8	0.75	0.98	31.75%
Semiconductor	31	1.55	1.65	28.46%
Semiconductor Equip	19	2.07	2.04	34.32%
Shipbuilding & Marine	61	0.78	1.31	20.30%
Shoe	8	1.26	1.41	18.10%
Software (Entertainment)	37	1.02	1.07	20.17%
Software (Internet)	25	0.76	0.81	13.93%
Software (System & Application)	246	1.07	1.10	19.95%
Steel	52	1.03	1.35	24.45%
Telecom (Wireless)	13	0.62	1.03	28.00%
Telecom. Equipment	56	1.35	1.34	20.72%
Telecom. Services	83	0.52	0.88	24.13%
Tobacco	6	0.33	0.50	15.88%
Transportation	40	0.60	0.92	22.63%
Transportation (Railroads)	6	0.43	0.89	34.20%
Trucking	30	0.46	1.00	22.38%
Utility (General)	20	0.45	0.73	21.90%
Utility (Water)	11	0.39	0.78	19.96%
Total Market	6519	0.67	1.04	22.58%
Total Market (without financials)	5724	0.82	1.06	22.38%

Estimating Country Risk Premiums

Enter the current risk premium for a mature equity market

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

5.96%	Updated January 1, 2019
Yes	
1.23	Updated January 1, 2019

Country	Africa	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign C
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.8
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	N
Angola	Africa	B3	7.34%	14.99%	9.03%	5.4
Argentina	Central and South America	B2	6.21%	13.60%	7.64%	7.9
Armenia	Eastern Europe & Russia	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Aruba	Caribbean	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	N
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.1
Austria	Western Europe	Aa1	0.45%	6.51%	0.55%	0.0
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	N
Bahamas	Caribbean	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	N
Bahrain	Middle East	B2	6.21%	13.60%	7.64%	3.4
Bangladesh	Asia	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	N
Barbados	Caribbean	Caa3	11.28%	19.83%	13.87%	N
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Belgium	Western Europe	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	0.1
Belize	Central and South America	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Benin	Africa	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Bermuda	Caribbean	A2	0.96%	7.14%	1.18%	N
Bolivia	Central and South America	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	N
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Botswana	Africa	A2	0.96%	7.14%	1.18%	N
Brazil	Central and South America	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	2.5
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	1.0
Burkina Faso	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Cambodia	Asia	B2	6.21%	13.60%	7.64%	4.3
Cameroon	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	5.7
Canada	North America	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	N
Cape Verde	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	0.7
Chile	Central and South America	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.8
China	Asia	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.8
Colombia	Central and South America	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	2.0
Congo (Democratic Republic of)	Africa	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Congo (Republic of)	Africa	Caa2	10.16%	18.46%	12.50%	N
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Costa Rica	Central and South America	B1	5.08%	12.21%	6.25%	4.1
Côte d'Ivoire	Africa	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	N
Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	1.2
Cuba	Caribbean	Caa2	10.16%	18.46%	12.50%	N

Estimating Country Risk Premiums

Enter the current risk premium for a mature equity market

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

5.96%	Updated January 1, 2019
Yes	
1.23	Updated January 1, 2019

Country	Africa	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign C
Curacao	Caribbean	A3	1.35%	7.63%	1.67%	N
Cyprus	Western Europe	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	1.2
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.4
Denmark	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Dominican Republic	Caribbean	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	N
Ecuador	Central and South America	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Egypt	Africa	B3	7.34%	14.99%	9.03%	4.2
El Salvador	Central and South America	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	5.0
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.5
Ethiopia	Africa	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Fiji	Asia	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	N
Finland	Western Europe	Aa1	0.45%	6.51%	0.55%	0.0
France	Western Europe	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.3
Gabon	Africa	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	N
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.39%	10.13%	4.17%	N
Germany	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Ghana	Africa	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Greece	Western Europe	B3	7.34%	14.99%	9.03%	4.8
Guatemala	Central and South America	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	2.2
Guernsey (States of)	Western Europe	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	N
Honduras	Central and South America	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Hong Kong	Asia	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.3
Hungary	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	1.1
Iceland	Western Europe	A3	1.35%	7.63%	1.67%	0.5
India	Asia	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	1.5
Indonesia	Asia	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	0.0
Iraq	Middle East	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	5.8
Ireland	Western Europe	A2	0.96%	7.14%	1.18%	0.3
Isle of Man	Western Europe	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	N
Israel	Middle East	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.8
Italy	Western Europe	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	2.1
Jamaica	Caribbean	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Japan	Asia	A1	0.79%	6.94%	0.98%	0.1
Jersey (States of)	Western Europe	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	N
Jordan	Middle East	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	1.0
Kenya	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	5.6
Korea	Asia	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.3
Kuwait	Middle East	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.8
Kyrgyzstan	Eastern Europe & Russia	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N

Estimating Country Risk Premiums

Enter the current risk premium for a mature equity market

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

5.96%	Updated January 1, 2019
Yes	
1.23	Updated January 1, 2019

Country	Africa	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign C
Latvia	Eastern Europe & Russia	A3	1.35%	7.63%	1.67%	0.8
Lebanon	Middle East	B3	7.34%	14.99%	9.03%	7.6
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	N
Lithuania	Eastern Europe & Russia	A3	1.35%	7.63%	1.67%	0.8
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	N
Macao	Asia	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	N
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	1.2
Malaysia	Asia	A3	1.35%	7.63%	1.67%	1.4
Maldives	Asia	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Malta	Western Europe	A3	1.35%	7.63%	1.67%	N
Mauritius	Asia	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	N
Mexico	Central and South America	A3	1.35%	7.63%	1.67%	2.0
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Mongolia	Asia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Montenegro	Eastern Europe & Russia	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Montserrat	Caribbean	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	N
Morocco	Africa	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	1.3
Mozambique	Africa	Caa3	11.28%	19.83%	13.87%	N
Namibia	Africa	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	N
Netherlands	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Nicaragua	Central and South America	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Nigeria	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	4.2
Norway	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Oman	Middle East	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	N
Pakistan	Asia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	4.7
Panama	Central and South America	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	1.1
Papua New Guinea	Asia	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Paraguay	Central and South America	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	N
Peru	Central and South America	A3	1.35%	7.63%	1.67%	1.3
Philippines	Asia	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	1.1
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0.96%	7.14%	1.18%	0.7
Portugal	Western Europe	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	1.0
Qatar	Middle East	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	N
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Middle East	A2	0.96%	7.14%	1.18%	1.1
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	1.2
Russia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	1.7
Rwanda	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	4.0
Saudi Arabia	Middle East	A1	0.79%	6.94%	0.98%	1.2
Senegal	Africa	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	4.1

Estimating Country Risk Premiums

Enter the current risk premium for a mature equity market

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium?

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

5.96%	Updated January 1, 2019
Yes	
1.23	Updated January 1, 2019

Country	Africa	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign C
Serbia	Eastern Europe & Russia	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	1.33
Sharjah	Middle East	A3	1.35%	7.63%	1.67%	N
Singapore	Asia	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	N
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0.96%	7.14%	1.18%	0.5
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	1.05
Solomon Islands	Asia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
South Africa	Africa	Baa3	2.48%	9.02%	3.06%	2.6
Spain	Western Europe	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	0.9
Sri Lanka	Asia	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
St. Maarten	Caribbean	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	N
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Suriname	Central and South America	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Swaziland	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Sweden	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Switzerland	Western Europe	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Taiwan	Asia	Aa3	0.68%	6.80%	0.84%	N
Tajikistan	Eastern Europe & Russia	B3	7.34%	14.99%	9.03%	N
Tanzania	Africa	B1	5.08%	12.21%	6.25%	N
Thailand	Asia	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	0.5
Trinidad and Tobago	Caribbean	Ba1	2.82%	9.43%	3.47%	N
Tunisia	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	3.4
Turkey	Western Europe	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	3.8
Turks and Caicos Islands	Caribbean	Baa1	1.80%	8.18%	2.22%	N
Uganda	Africa	B2	6.21%	13.60%	7.64%	N
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	7.3
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	N
United Kingdom	Western Europe	Aa2	0.56%	6.65%	0.69%	0.3
United States	North America	Aaa	0.00%	5.96%	0.00%	0.0
Uruguay	Central and South America	Baa2	2.15%	8.60%	2.64%	N
Venezuela	Central and South America	C	18.00%	28.10%	22.14%	N
Vietnam	Asia	Ba3	4.06%	10.96%	5.00%	2.1
Zambia	Africa	Caa1	8.46%	16.37%	10.41%	2.1

ANALISI DI SENSIBILITÀ DELLA VALUTAZIONE

		TASSO DI ROYALTY (r)		
		1.000%	3.333%	5.000%
TASSO DI ATTUALIZZAZI ONE (i)	14.000%	52,373	174,577	261,866
	11.188%	58,668	195,561	293,342
	8.000%	67,373	224,578	336,867

Minimo 52,373
Mediano 195,561
Massimo 336,867

Media 185,023
Deviazione standard 105,997

ANALISI DI SENSIBILITÀ DELLA VALUTAZIONE
EFFETTUATA CON IL METODO PRINCIPALE

		ORIZZONTE TEMPORALE (n)		
		7	10	13
TASSO DI ATTUALIZZAZI ONE (ke)	+2 basis points	1,420,415	1,693,400	1,867,439
	target	1,507,273	1,825,882	2,039,950
	-2 basis points	1,603,010	1,975,970	2,240,302

Minimo 1,420,415
 Mediano 1,825,882
 Massimo 2,240,302

Media 1,797,071
 Deviazione standard 266,339