

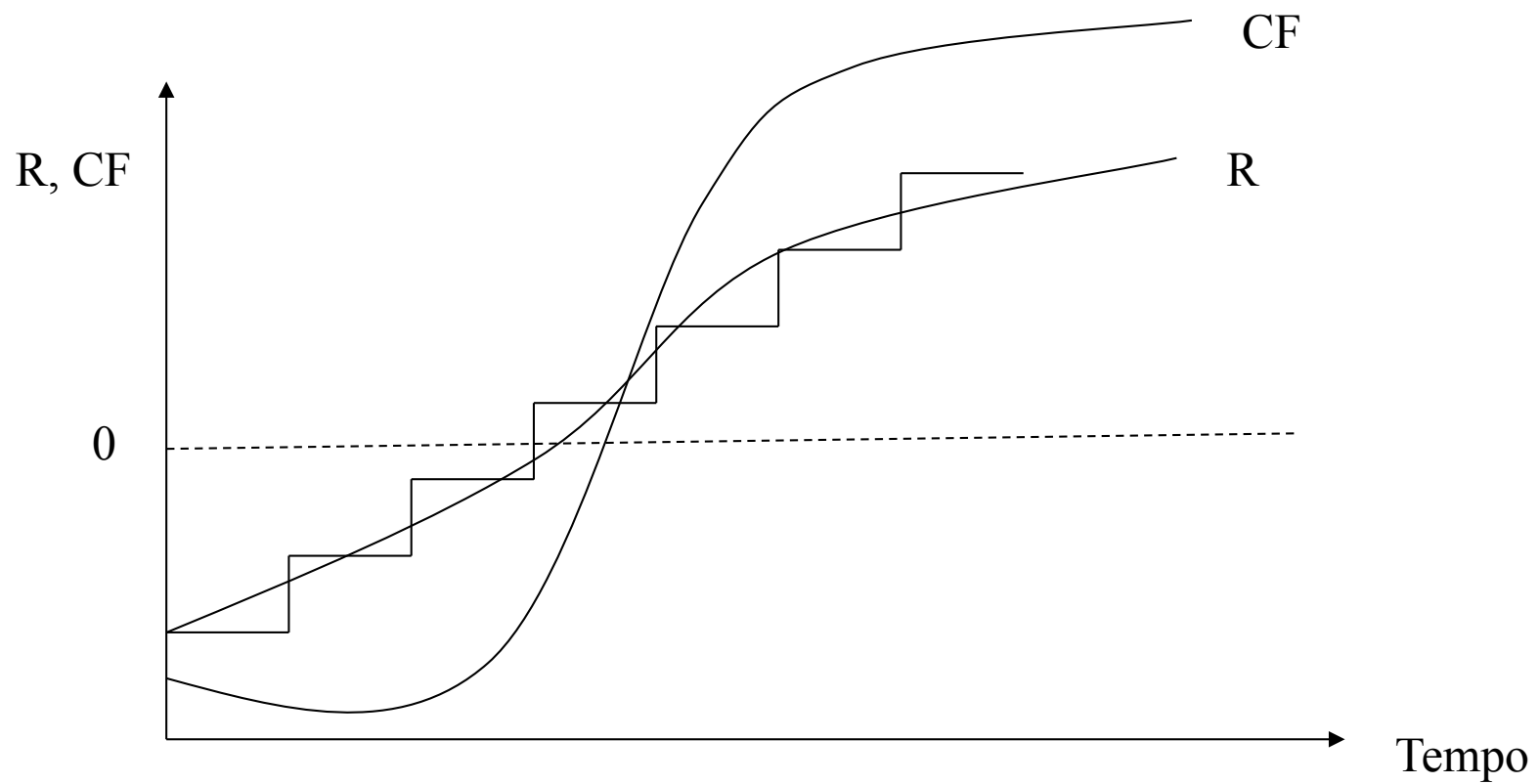
La valutazione dei beni intangibili e
le complessità nascenti in
particolari situazioni: aziende in
start-up e aziende tecnologiche.

Simone Terzani
Facoltà di Economia
Università degli Studi di Perugia

La valutazione delle aziende in fase di *start-up*

- Si tratta di aziende non ancora giunte a regime che per tale ragione non producono risultati positivi o ne producono in misura insufficiente.
- In situazioni di questo tipo si possono presentare due tipologie di difficoltà:
 - relative ai flussi (economici e/o finanziari da attualizzare);
 - relative ai tassi (che tendenzialmente saranno molto alti nei primi anni per andare poi a ridursi con il passare del tempo).

La valutazione delle aziende in fase di *start-up*



La valutazione delle aziende in fase di *start-up*

- Vi sono, inoltre, alcune cautele da prendere in considerazione relative ai seguenti aspetti:
 - la conoscenza della *storia dei successi* (e degli *insuccessi*) ottenuti dalla società che conduce lo *start-up*;
 - il settore in cui avviene lo *start-up*;
 - la possibilità di giudicare l'affidabilità del modello di *business* e del *business plan*.

L'importanza degli intangibili

- *«Se negli anni novanta, con le economie e i mercati finanziari in grande sviluppo, rudimentali modelli di misura e di valutazione, regole “del pollice” e politiche imitative potevano essere tollerate, oggi tali atteggiamenti non sono più ammessi».*
- *«L'intangibilità delle più importanti attività di un'azienda rende molto più difficile capire quant'essa realmente vale e ... ancora oggi la maggior parte delle imprese non ha le informazioni e gli strumenti di controllo richiesti per un'efficace gestione degli intangibili».*

B. Lev, Intangibles, 2001

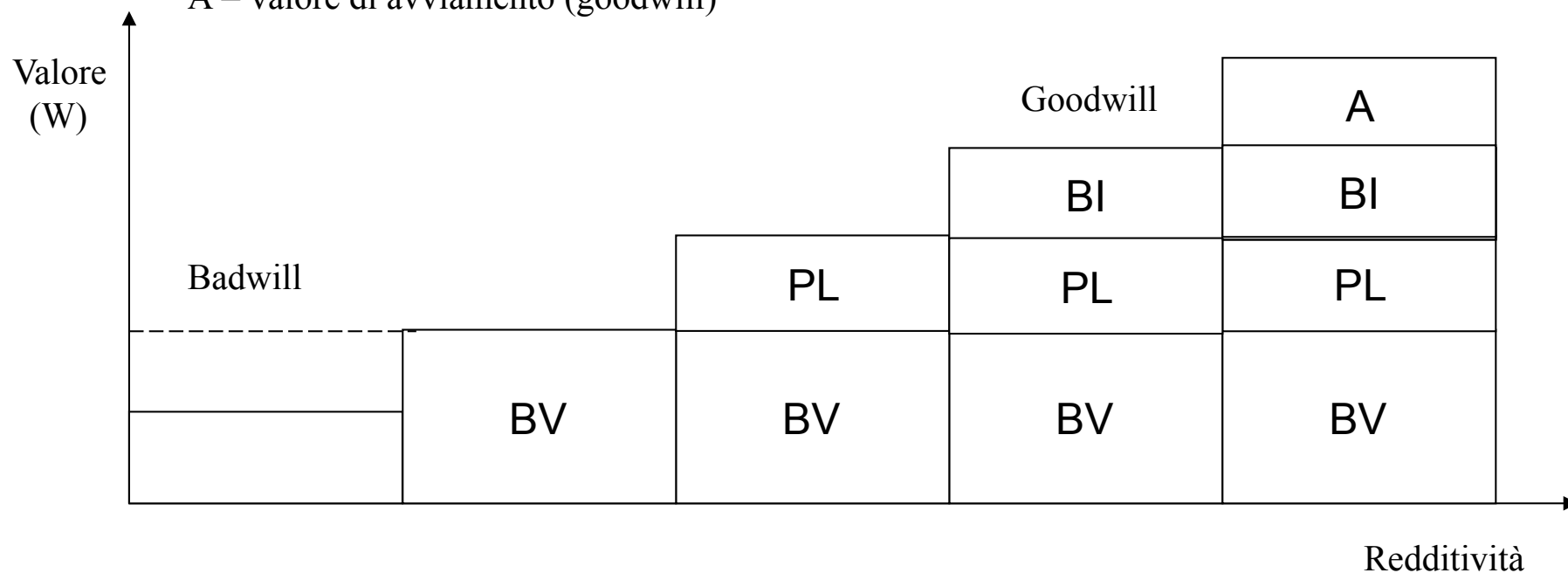
La definizione degli intangibili

BV = valore di capitale netto (valore di libro)

PL = plusvalenze su beni materiali

BI = valore di intangibili specifici

A = valore di avviamento (goodwill)



La classificazione degli intangibili

- La classificazione riguarda due situazioni obiettivamente diverse:
 - gli intangibili acquisiti (per i quali si è pagato un prezzo);
 - gli intangibili prodotti internamente.

La classificazione degli intangibili

- La classificazione degli intangibili acquisiti deve essere condotta secondo norme e regolamenti ai fini della loro eventuale contabilizzazione e del successivo ammortamento (se hanno una vita definita) o dell'*impairment* annuale (se la loro vita è indeterminata).
- La classificazione degli intangibili internamenti prodotti è, invece, più libera in quanto non soggetta a comportamenti regolamentari.

La classificazione degli intangibili

La pratica ha spesso definito lunghi elenchi dei principali intangibili:

- proprietà intellettuale;
- brevetti;
- formule;
- conoscenze tecnologiche;
- marchi;
- diritti d'autore;
- contratti;
- relazioni con i clienti;
- reti di distribuzione.

La classificazione degli intangibili

- La teoria si è impegnata, invece, a comporre classi omogenee secondo criteri logici.
- Tra questi il più diffuso è quello della *dominanza* secondo il quale:
 - la separazione degli intangibili in molte classi genera il rischio di sovrapposizioni;
 - riconoscendo che di fatto le aree nelle quali è più agevole identificare gli intangibili sono il *marketing* e la tecnologia, sarebbe meglio limitarsi a queste due classi, definendo adeguatamente i contenuti dell'una e dell'altra.

Gli intangibili di *marketing*

- Nome e logo della società
- Denominazione dei marchi
- Insegne
- Marche secondarie
- Idee pubblicitarie
- Strategie di marketing
- Garanzie sui prodotti
- Grafica
- Sforzo di pubbliche relazioni
- Idee promozionali
- *Design* delle etichette
- *Design* dell'imballaggio
- Registrazione dei marchi

Gli intangibili legati alla tecnologia

- Tecnologia
- *Know-how* produttivo
- Progetti di ricerca e sviluppo
- Brevetti
- Segreti industriali
- *Design/styling*
- *Software*
- *Database*

La classificazione degli intangibili

- Attraverso il ricorso ad una semplice classificazione si valuterà la collocazione degli intangibili nella prima categoria o nella seconda in base alla prevalenza della dimensione *marchi-mercato-fiducia* o della dimensione *ricerca-innovazione-conoscenza*.
- E' vero, d'altronde, che il valore attribuibile agli intangibili trova la sua verifica nello scenario reddituale che è comunque unitario, per cui l'eccessiva frammentazione degli intangibili potrebbe portare a sovrapposizioni del tutto inutili.

La classificazione degli intangibili secondo lo IASB

A. Intangibili legati al *marketing*

1. marchi
2. domini di internet
3. imballaggio commerciale
4. testate giornalistiche
5. accordi di non concorrenza

B. Intangibili legati ai clienti

1. clientela (*customer list*)
2. portafoglio ordini
3. relazioni contrattuali con clienti
4. relazioni non contrattuali con clienti

C. Intangibili legati all'arte

1. commedie, opere, balletti
2. libri, riviste, quotidiani e altre opere letterarie
3. lavori musicali, come composizioni, testi di canzoni e *jingles* pubblicitari
4. immagini e fotografie
5. materiali audiovisivi come disegni animati, video musicali e programmi televisivi

D. Intangibili basati su contratti

1. accordi di licenze, *royalties*
2. contratti pubblicitari, di costruzione, di gestione, di servizio, di fornitura
3. contratti d'affitto
4. permessi di costruzione
5. contratti di franchising
6. diritti di trasmissione
7. diritti d'uso (aria, acqua, ...)
8. contratti di manutenzione e diritti derivanti da ipoteche
9. contratti di mutuo

E. Intangibili legati alla tecnologia

1. brevetti
2. *software*
3. tecnologia non brevettata
4. banche dati
5. segreti di produzione (formule, processi, ricette)

Perché valutare gli intangibili?

Finalità

Descrizione

Miglioramento nella stima della *performance* economica d'impresa

La stima dei valori economici dei beni intangibili e della loro evoluzione nel tempo consente di pervenire al Risultato Economico Integrato (REI), inteso come migliore rappresentazione (rispetto al reddito/perdita di esercizio) della ricchezza generata/assorbita nel corso del periodo amministrativo (inclusivo cioè dell'apprezzamento/deprezzamento delle condizioni produttive impiegate dall'impresa nell'attività caratteristica).

Miglioramento nella qualità della valutazione del capitale economico

La valutazione puntuale dei beni intangibili consente di giustificare (totalmente o parzialmente) il «divario di valore» consentendone una più precisa identificazione delle determinanti (principalmente nel caso di applicazione di metodi patrimoniali o misti patrimoniali/reddituali)

Compliance con i principi contabili internazionali (IFRS, FAS)

I principi contabili internazionali (i.e. IFRS 3, FAS 141) richiedono come metodologia di riferimento per la contabilizzazione dei beni intangibili acquisiti il *purchase method/ acquisition method* che prevede l'allocazione del plusvalore pagato (rispetto ai dati contabili) alle condizioni patrimoniali attive e passive dell'impresa a cui esso si riferisce.

Miglioramento dell'informativa volontaria

La consapevolezza da parte del *management* dell'entità e dell'evoluzione del valore dei beni intangibili (sia acquisiti sia, maggiormente, prodotti internamente) contribuisce a migliorare la qualità dell'informativa interna (DSS, *decision support system*) ed esterna.

La valutazione degli intangibili: le metodologie

La scelta dei metodi di valutazione dei beni intangibili si ispira ad alcuni concetti-base, riassumibili nei seguenti termini:

- *credibilità-affidabilità*: la valutazione deve essere razionale nell'impostazione delle formule, ossia vi deve essere la possibilità di modellizzare esplicitamente i driver di valore
- *coerenza*: la valutazione deve essere compatibile con l'analisi fondamentale e con le prospettive reddituali future
- *continuità*: i calcoli alla base della valutazione devono essere ripetibili nel tempo, evitando sostanziali variazioni nei criteri
- *dimostrabilità*: il processo valutativo deve essere chiaro nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte, nello svolgimento dei calcoli
- *efficienza*: la procedura non deve essere eccessivamente onerosa

Base valutativa

Costo

Risultati economici
differenziali

Comparazione

Ricerche di mercato

Descrizione

La valutazione si basa sulla ricognizione dei costi sostenuti o che si dovrebbero sostenere per disporre del bene, opportunamente corretti (ad es., per tener conto dell'inflazione)

La valutazione si fonda sui redditi incrementali (o sui risparmi di costi) che derivano all'impresa dalla disponibilità degli stessi

La valutazione si fonda sul confronto con riferimenti di mercato (*deal* aventi ad oggetto i beni o l'azienda di riferimento, contratti con esplicitazione dei *royalty rate*, ecc.)

La valutazione si basa su metodologie di alcune società specializzate nella stima dei beni intangibili

Il criterio del costo

Metodo del
costo storico

Risulta particolarmente adatto per la valutazione degli intangibili in via di formazione (ricerca di base) per i quali l'efficacia degli investimenti e la probabilità di successo è difficile da stimare.

Metodo del
costo storico
residuale

Si basa sull'accertamento dei costi storicamente necessari per la formazione degli intangibili. La valorizzazione può avvenire in due modi: (i) costo storico con riduzione degli ammortamenti; (ii) costo storico con sommatoria degli investimenti eccedenti o carenti rispetto al livello di spesa «di mantenimento» dell'intangibile specifico.

Metodo del
costo di
riproduzione

Consiste nella stima di quanto costerebbe ricreare oggi l'intangibile, cioè nella stima degli oneri da sostenere per riprodurlo. Il calcolo può avvenire in due modi: (i) *per via analitica* individuando i volumi di attività necessari e i prezzi unitari; (ii) *per via di indici* stabilendo coefficienti, intesi come moltiplicatori della spesa annuale sopportata, espressivi dell'impegno economico necessario per riprodurre, ai prezzi correnti, i beni in questione.

Il criterio dei risultati differenziali

Metodo di attualizzazione
dei risultati differenziali
(o del *premium price*)

La logica alla base di questo metodo è che un complesso di intangibili (la marca, il brevetto) sia all'origine di specifici e misurabili vantaggi da stimare in via differenziale rispetto a situazioni medie che non ne usufruiscono. Si deve, quindi, procedere al calcolo del *premium price*, al netto dei costi aggiuntivi, attualizzandolo per la prevedibile durata in anni (n) e ad un adeguato tasso.

Metodo del
costo della perdita

La logica alla base di questo metodo consiste nella stima del danno ipotetico emergente nell'ipotesi in cui l'intangibile venisse meno, misurato dalla riduzione del margine di contribuzione e dalla comparsa di un eccesso di costi di struttura. Le perdite stimate andranno valutate per il numero di anni necessari al ripristino della situazione di equilibrio ed adeguatamente attualizzate.

I criteri comparativi

Metodo delle
transazioni comparabili

Il metodo si fonda sul riconoscimento ad un intangibile specifico del valore corrispondente ai prezzi fatti in transazioni recenti aventi per oggetto beni simili. Oltre al carattere relativamente recente della transazione è necessario che vi sia omogeneità con riferimento al contenuto della negoziazione e alle condizioni accessorie.

Metodo dei
tassi di *royalty*

E' il più noto tra i metodi comparativi e si basa sulle *royalties* annuali applicate nella cessione in uso di marchi (o di brevetti) comparabili.

Metodo dei multipli
impliciti nei *deals* e
dei multipli empirici

E' un metodo applicato con interesse in alcuni settori (raccolta delle banche, portafoglio premi delle compagnie di assicurazione, testate giornalistiche, capacità ricettiva alberghiera) basato sui multipli impliciti nei prezzi negoziati per operazioni di finanza straordinaria. Nel caso dei multipli empirici la logica è la stessa anche se manca una documentata corrispondenza ai *deals*.

I metodi basati sulle ricerche di mercato

- Sono metodi che si basano sui risultati derivanti da ricerche di mercato e motivazionali. Si procede, dunque, in primo luogo all'individuazione di una serie di fattori esprimenti misure quali la forza della marca oppure la sua vitalità e statura.
- Tali fattori vengono poi tradotti in termini quantitativi e quindi trasformati, in base all'esperienza, in moltiplicatori di una grandezza economica.

La valutazione degli intangibili

- Due esempi concreti di valutazione degli intangibili:
 - la valutazione degli intangibili nell'area Ricerca e Sviluppo in un settore ad alta tecnologia con il metodo del costo di riproduzione
 - la valutazione del marchio di una nota compagnia aerea.

La valutazione degli intangibili nell'area R&S, settore alta tecnologia

- L'attività di R&S risulta particolarmente importante per le imprese che operano nel settore dell'alta tecnologia.
- L'attività di R&S ha richiesto alla nostra impresa negli ultimi 5 anni investimenti medi annui pari a circa 50 milioni di €.
- Ciò porta all'arricchimento di due categorie di intangibili che saranno oggetto di misurazione:
 - il portafoglio brevettuale;
 - i diritti d'autore sui sistemi *software*.

La valorizzazione del portafoglio brevettuale

- Per «portafoglio brevettuale» si intende l'insieme di beni immateriali identificabili in *know-how* tecnico, brevetti e marchi sviluppati dalla società.
- Per valorizzare il «portafoglio brevettuale» sulla base dei costi di riproduzione si considerano tre principali componenti di costo:
 - costi di invenzione;
 - costi di formalizzazione;
 - costi procedurali.

La valorizzazione del portafoglio brevettuale

Costi di invenzione

Sono i costi più strettamente connessi alle attività di ricerca, di progettazione e di sviluppo dei prodotti e dei processi

Il costo medio odierno per singola invenzione si attesta sui 150 mila €. Essendo i brevetti della società n. 134 si perviene ad un costo di invenzione di circa 20 milioni.

Costi di formalizzazione

Sono i costi che, in vista di una domanda di brevetto, devono essere sostenuti per il trasferimento di informazioni dal ricercatore al responsabile della brevettazione

Si stima che il tempo mediamente richiesto al ricercatore/progettista per tale compito si aggira sulle 40 ore. Ad un costo orario per l'azienda di 100€ si arriva ad un costo pari a circa 530 mila € ($34 \cdot 40 \cdot 100$)

Costi procedurali

Sono i costi legati al consulente brevettuale

Nel complesso si possono stimare in € 6.432.000

La valorizzazione del portafoglio brevettuale

1. Costi di invenzione	20.000
2. Costi di formalizzazione	536
3. Costi procedurali	6.432

Totale	26.968

E' tuttavia necessario tener conto della durata media futura delle innovazioni brevettate dalla società.

Tenuto conto di una durata pari a 20 anni (vita legale del brevetto) e dell'età media del portafoglio brevetti pari a circa 6 anni si ricava un indice di efficacia residua pari a 0,7

Il valore del portafoglio brevettuale risulta allora pari a:

$26,968 \text{ milioni} * 0,7 = \mathbf{18,878 \text{ milioni di euro}}$

La valutazione del marchio di una compagnia aerea - *Il contesto di riferimento*

- La stima del valore del marchio CIELI ALTI si inquadra nel processo di riassetto societario delle partecipazioni del gruppo NUOVO SVILUPPO afferenti il *business* del trasporto aereo. Il processo è stato attuato con l'obiettivo principale di collocare le partecipazioni del Gruppo operanti in tale settore sotto una *sub-holding* finanziaria. In tale contesto la SVILUPPO S.p.A. ha posto in essere, nella seconda metà del 2006, un'operazione di scorporo e conferimento della partecipazione totalitaria detenuta in CIELI ALTI S.p.A., ad ARIA HOLDING S.P.A. società partecipata interamente da SVILUPPO S.p.A.
- L'operazione di conferimento ha richiesto la redazione di una perizia di stima, ai sensi dell'art. 2343 c.c., avente l'obiettivo di attestare che il capitale sociale e l'avvenuto sovrapprezzo della società conferitaria non fossero definiti in misura superiore al valore effettivo del bene conferito.

Il contesto di riferimento ... segue

- Successivamente al conferimento, la redazione del bilancio consolidato di Aria Holding S.p.A., predisposto secondo i principi contabili italiani vigenti, ha fatto emergere una “differenza da consolidamento”, da allocare ai plusvalori relativi alle attività materiali ed immateriali identificabili (tra cui il marchio) della società consolidata (Cieli Alti S.p.A.) e, per l’eventuale differenza positiva, ad avviamento.
- In tale ottica, nel contesto di redazione del bilancio consolidato, Cieli Alti S.p.A. ci ha conferito l’incarico di stimare il valore del marchio Cieli Alti alla data del 31 Dicembre 2006.

La valutazione del marchio CIELI ALTI

Le proiezioni economico-finanziarie

I principali dati economico-finanziari del Gruppo ... per il periodo 2007-2011

Importi in €/milioni	2007	2008	2009	2010	2011
Fatturato	721,4	967,6	1.363,3	1.709,5	1.928,5
EBITDA	139,1	204,7	299,9	381,6	435,0
EBIT	43,4	72,1	120,1	160,6	192,8
Reddito netto	8,5	13,3	31,1	50,4	69,8
EBITDA margin	19,28%	21,16%	22,0%	22,32%	22,56%
EBIT margin	6,02%	7,45%	8,81%	9,39%	10,0%
Reddito netto/fatturato	1,18%	1,37%	2,28%	2,95%	3,62%
Patrimonio Netto	70,6	85,0	116,9	167,0	234,3

La valutazione del marchio Cieli Alti

La stima del royalty rate: i dati del campione

Ai fini della stima del *royalty rate* sono stati utilizzati: (i) i valori dei marchi riferiti ad alcune importanti società che operano nel medesimo settore di Cieli Alti (trasporto aereo) tratti dal report predisposto da Brand Finance dal titolo “*The annual report on the world’s most valuable brands*” (gennaio 2007) e (ii) i valori di iscrizione (se a *fair value*) dei marchi risultanti dai bilanci di alcuni vettori aerei

Per ogni società è stato calcolato il *royalty rate* implicito nella valorizzazione del marchio, assumendo che tale valore sia stato ottenuto sulla base del seguente algoritmo:

$$W = \frac{\text{Fatturato atteso 2007} * r\% * (1 - \text{tax})}{\text{Wacc} - g}$$

La valutazione del marchio Cieli Alti

La stima del royalty rate: i dati del campione

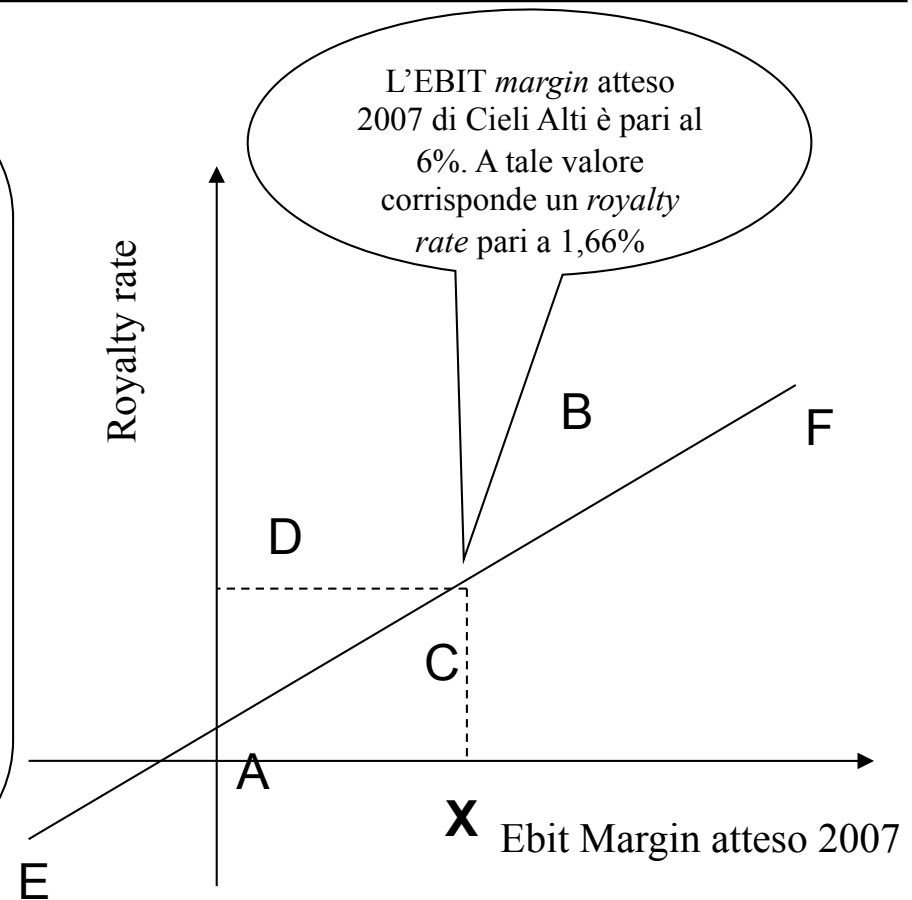
Tassi di *royalty* impliciti nel campione

Società	Tasso di <i>royalty</i> implicito (%)
AMR	2,08%
British Airways	2,77%
Lufthansa	1,73%
Japan Airlines	0,54%
Singapore Airlines	1,97%
KLM	0,59%
US Airways	0,05%
UAL	0,44%
Air canada	0,87

La valutazione del marchio Cieli Alti

La stima del royalty rate: la retta di regressione

- La stima del *royalty rate* di Cieli Alti si è fondata sull'assunto che esso sia funzione lineare della marginalità operativa (*EBIT margin*) di un'impresa
- Il *royalty rate* riferito a Cieli Alti è stato calcolato regredendo i dati di *royalty rate* relativi alle società del campione utilizzato con i valori di *EBIT margin* atteso 2007 delle stesse



La valutazione del marchio Cieli Alti

I principali input valutativi

<u>Formula valutativa</u>	<u>Driver di valutazione</u>	<u>Valori assunti nel caso Cieli Alti</u>
$W = \frac{\sum \text{Sales} * r\% * (1-\text{tax})}{(1 + \text{wacc})}$	Sales	Dati di fatturato relativi ai periodi di previsione 2007-2009, come risultanti dal piano industriale
	r %	Royalty rate relativo a Cieli Alti, pari a 1,66%
	tax	37,25% pari all'aliquota fiscale ordinaria sul reddito d'impresa (IRES + IRAP)
	wacc	8,8% fornito da Cieli Alti (il dato è stato verificato autonomamente impiegando la metodologia CAPM)
	n	3, ossia il numero di anni del periodo 2007-2009
	TV	<ul style="list-style-type: none"> • TV relativo al periodo successivo al 2009, ottenuto attraverso la capitalizzazione, al wacc, del flusso di <i>royalty</i> atteso nel periodo successivo al 2009 • Il flusso atteso è stato calcolato applicando il <i>royalty rate</i> calcolato (1,66%) al fatturato medio del periodo 2009-2011, incrementato in ragione di g (pari all'inflazione attesa, 1,9%)

La valutazione del marchio Cieli Alti

Il valore del marchio

Il procedimento di stima

Importi in €/milioni	2007	2008	2009	Post 2009
Fatturato	721,4	967,6	1363,3	1.667,1
Tasso di royalty	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
Flusso di royalty lordo di imposta	12,0	16,0	22,6	27,6
Tax rate	37,25%	37,25%	37,25	37,25%
Flusso di royalty netto d'imposta	7,5%	10,1	14,2	17,3
Wacc Cieli Alti S.p.A.	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Valore attuale del flusso di royalty netto di imposta	6,9	8,5%	11,0	
Sommatoria del valore attuale dei flussi 2007 – 2009				26,4
Valore dei flussi post 2009				251,3
Valore attuale dei flussi post 2009 (b)				195,1
Valore del marchio Cieli Alti (c= a+b)				221,5

Il valore del marchio ottenuto risulta pari al 18% del valore corrente del capitale investito di Cieli Alti. Tale valore appare congruo con quello delle altre imprese del campione

Per maggiori approfondimenti:

- G. Liberatore, *La valutazione delle PMI*, Franco Angeli, Milano, 2005.
- L. Guatri – M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.
- L. Pozza, *Gli intangibili in bilancio. Comunicazione e rappresentazione*, Biblioteca del Valore, Università Bocconi Editore, 2004.
- B. Lev, *Intangibles*, Etas, Milano, 2003.
- E. mail: simone.terzani@unipg.it