

La valorizzazione del patrimonio aziendale: l'impatto degli intangibili

di Massimo Buongiorno – docente di Finanza Aziendale Università Cà Foscari Venezia

La valutazione degli intangibili acquisisce un'importanza particolare nelle situazioni che richiedono di determinare non tanto, o meglio non solo, il valore dell'intera azienda ma anche delle attività che la costituiscono.

In passato, quando le attività da valutare riguardavano risorse off-balance e di natura immateriale rientravano nella categoria degli "intangibili" il cui valore era determinato in ipotesi di cessione, ove possibile, oppure nel caso di valutazione dell'intera azienda, attraverso il metodo misto patrimoniale complesso che prevede appunto la valorizzazione di tutte le risorse aziendali iscritte o no in bilancio.

In tempi più recenti, l'adozione dei principi contabili internazionali, ma anche la necessità di ricostruire il complessivo valore del patrimonio in contesti di crisi, ha conferito un maggiore peso alla valutazione degli intangibili soprattutto in sede di allocazione del prezzo di acquisizione al bilancio della società acquirente.

Una riflessione sui più corretti metodi di valorizzazione degli intangibili, alla luce delle più evoluzioni di dottrina e di applicazioni pratiche, diviene assai opportuna in numerosi contesti aziendali.

Le risorse intangibili e il valore

Il fenomeno, forse più significativo, che ha attraversato gli ultimi decenni di storia delle imprese ha visto una progressiva "dematerializzazione" delle risorse alla base del vantaggio competitivo. Dove, in passato, l'accesso privilegiato alle risorse materiali, quali migliori materie prime, abbondanza di manodopera, favorevole localizzazione geografica degli impianti, costituiva un indiscusso punto di forza delle imprese, attualmente è altrettanto indiscusso che la competizione si sia spostata su fattori diversi che poggiano su risorse intangibili la cui individuazione è più sfuggibile ma sicuramente non meno importante.

In particolare, il marchio, il portafoglio prodotti, la rete di vendita e la tecnologia diventano risorse critiche il cui possesso ed efficiente sfruttamento porta al successo delle imprese, mentre la mancanza alla progressiva marginalizzazione dal mercato.

Pur costituendo innegabili fattori competitivi, le risorse intangibili non trovano una adeguata valorizzazione nel bilancio, creando a volte situazioni paradossali dove il patrimonio risulta perso pur in presenza di significative risorse intangibili con valore che non risultano tra le attività, oppure figurano per importi ben lontani dal loro valore.

Proprio per una più corretta ricognizione dell'effettivo valore del patrimonio aziendale si pone allora il problema della valorizzazione delle risorse intangibili.

L'evoluzione descritta ha anche mutato gli orientamenti della teoria in merito ai requisiti che gli intan-

gibili devono possedere perché si possa attribuire un valore: all'insistenza sul requisito della trasferibilità¹ a terzi dell'intangibile si è progressivamente sostituito il concetto del contributo che l'intangibile porta alla performance complessiva dell'impresa.

Il passaggio può apparire di poca rilevanza pratica ma in realtà non è così. Se affermiamo che la risorsa intangibile ha valore solo se trasferibile a terzi, senza modificarne la capacità di utilizzo, ciò significa escludere tutte le risorse che al di fuori dell'azienda che le ha prodotte sono di fatto inapplicabili, sia perché molto specifiche sia perché molto legate all'azienda originaria. Inoltre si porrebbe il problema di valutare se l'azienda possa sopravvivere nell'ipotesi di perdita del marchio e delle tecnologie "core". Al contrario, attribuire un valore proporzionale alla capacità delle risorse di creare ricchezza all'interno dell'impresa appare molto più condivisibile alla luce delle recenti evoluzioni.

Purtroppo, la semplicità del passaggio logico non si accompagna ad altrettanta semplicità nell'adeguare i metodi di valutazione che trovano nel valore di "mercato" un ancoraggio naturale.

Proviamo, allora, a definire alcuni punti fermi che un valutatore deve tenere presente nella stima della risorsa intangibile:

1. un intangibile (ad esempio il marchio) possiede un valore se l'impresa che lo possiede è in grado

¹ G. Brugger, "La valutazione dei beni immateriali legati al marketing ed alla tecnologia", Finanza, Marketing e Produzione, 1989, n.1.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

di generare una *performance* superiore al rendimento atteso del suo capitale investito e tale maggiore performance non è spiegata da altri intangibili (ad esempio il portafoglio cliente o la rete commerciale);

2. il valore dell'intangibile è tanto maggiore quanto più elevati sono i flussi incrementali di ricchezza che essa sarà in grado di generare in futuro;
3. il valore dell'intangibile si riduce quanto più aumenta il rischio che i risultati che si otterranno in futuro siano minori delle aspettative.

Esempio

Si consideri il caso dell'impresa Alfa che presenta un capitale investito di bilancio pari a € 1 milione. Sulla base dei rendimenti attesi di mercato e dato il livello di rischio, il capitale investito dovrebbe rendere il 10% che equivale ad un reddito di € 100.000.

Se il reddito operativo che l'azienda produce è pari a € 250.000 si genera un sovrarendimento pari a € 150.000 che non sono spiegati dal capitale investito, ovvero dalla differenza tra le attività e passività operative di bilancio. Ciò significa che la capacità di generare € 150.000 in più non può che dipendere dalla disponibilità di risorse aggiuntive (l'intangibile che stiamo valutando) che non risultano in bilancio ma contribuiscono ad aumentare il reddito, incrementando i ricavi (intangibili commerciali) o riducendo i costi (intangibili tecnologici).

Questo punto stimola ulteriori riflessioni. Poiché il contributo dell'intangibile è residuale rispetto al rendimento atteso del capitale investito, si pone un inevitabile problema nella ripartizione di tale residuo su più intangibili. A tale proposito, è fortemente consigliato accorpate gli intangibili in categorie omogenee (tipicamente il valore degli intangibili legati alla tecnologia e di quelli legati al *marketing*), piuttosto che ipotizzare ulteriori suddivisioni spesso arbitrarie e a rischio di duplicazioni di valore.

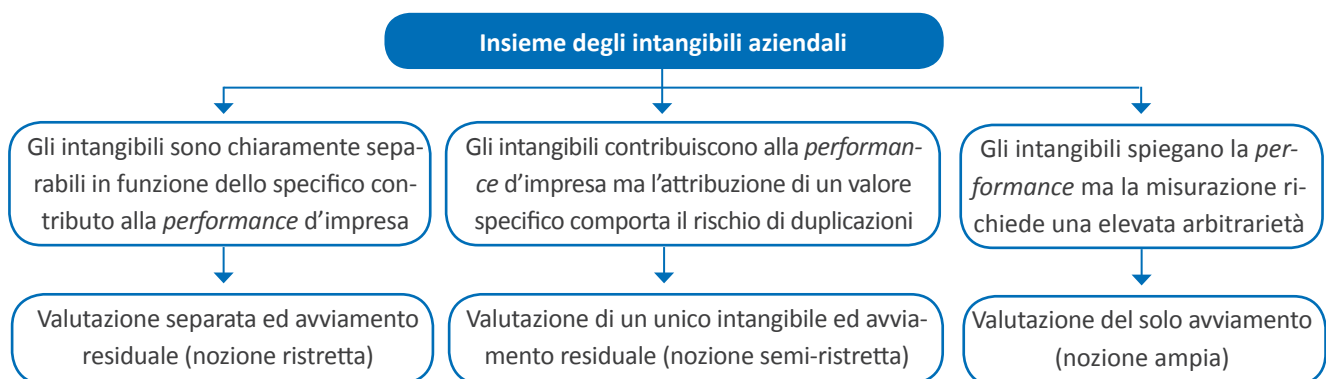
Il valutatore dovrà quindi principalmente interrogarsi in merito all'esistenza di una superiorità del modello di *business* dell'azienda e delle risorse intangibili sulle quali si fonda.

Il lettore esperto di valutazione ed uso a ricorrere al metodo misto patrimoniale reddituale avrà sicuramente colto molto legami tra l'esempio presentato sopra e la stima dell'avviamento secondo il metodo misto patrimoniale/reddituale noto come Uec.

In realtà, avviamento ed intangibili sono inscindibilmente legati poiché esprimono congiuntamente il maggior valore che può essere attribuito al patrimonio netto di bilancio (eventualmente rettificato) di un'impresa in ragione della sua superiore capacità di produrre reddito. Definire tale maggior valore, avviamento o valore degli specifici intangibili, dipende, in termini valutativi, esclusivamente dal grado di dettaglio che si desidera utilizzare.

La successiva tavola riassume i termini della questione.

Tavola 1. La scomposizione degli intangibili aziendali



I principali criteri di valutazione

In merito ai criteri di valutazione degli intangibili giova ricordare che sono stati recentemente messi a disposizione del pubblico per la consultazione i Principi Italiani di Valutazioni redatti dall'Organismo Italiano di Valutazione. Tali principi, che sono di fatto

applicabili a qualunque valutazione, richiamano tre criteri fondamentali:

- metodica dei risultati attesi che si fonda sull'attualizzazione dei flussi attesi (di cassa o di reddito) ad un tasso espressivo di un rendimento privo di rischio e di un premio al rischio;

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

- metodica di mercato, ovvero di natura comparativa fondata sull'utilizzo di multipli di mercato;
- metodica del costo di riproduzione interna dell'attività da valutare oppure del costo di sostituzione o rimpiazzo all'esterno.

Il criterio dei risultati attesi

La prima metodica si fonda sulla determinazione dei risultati differenziali ovvero sui maggiori flussi che l'intangibile è in grado di produrre.

Il presupposto per l'applicazione del metodo dell'attualizzazione dei risultati differenziali è che essi siano misurabili rispetto ad una situazione nella quale l'intangibile non è presente. Nella prassi applicativa di questo metodo, solitamente ci si riferisce ai concorrenti che non possiedono l'intangibile e si misura il differenziale rispetto ai risultati mediamente conseguiti.

Ad esempio, nel caso di un'azienda dotata di un marchio solido e riconosciuto, che in forza del brand riesce a vendere il 50% in più rispetto alle aziende concorrenti prive di riconoscibilità specifica sul mercato e spunta un *premium price* del 20%, è necessario considerare che il marchio consente di generare ricavi differenziali pari alla forza di vendita che esprime, in termini di prezzo e di volumi. Da non sottovalutare, o meglio, da comprendere accuratamente nella valutazione, sono anche gli eventuali costi differenziali che l'azienda sostiene per mantenere la forza commerciale dell'intangibile.

Le maggiori criticità nell'applicazione del metodo riguardano:

- la grandezza da assumere a riferimento per misurare il vantaggio competitivo. Se oggetto della valutazione è un marchio, la grandezza da scegliere sarà il prezzo poiché ad una maggiore notorietà del marchio si accompagna la possibilità di imporre un *premium price* che rappresenta quanto si intende indagare. Se l'intangibile da valutare è una tecnologia, la grandezza di riferimento più probabile è il costo unitario a seconda che il vantaggio tecnologico permetta di produrre ad un livello qualitativamente superiore ai concorrenti oppure ad un costo più basso;
- i concorrenti da inserire come comparazione, che non devono possedere l'intangibile o comunque non trarre da esso un significativo vantaggio competitivo. Ad esempio nella valutazio-

ne del marchio si distingue tra prodotti *branded* e *unbranded* che sono presenti in molti mercati, spesso in segmenti differenti;

- la misurazione dei risultati differenziali che deve necessariamente riguardare i margini netti d'imposta e non solamente il differenziale nella grandezza di riferimento. Se, ad esempio, si tratta di valutare un marchio potrebbe emergere un *premium price* rispetto ai concorrenti del 25%, ma dovranno essere considerati anche i costi da sostenere per mantenere la forza del marchio quali pubblicità, promozione, qualità del prodotto. Ove sia impattato anche il capitale circolante commerciale, il relativo effetto dovrà essere incluso nella valutazione;
- la lunghezza del periodo, lungo il quale determinare i risultati incrementali, dipende dalla solidità del vantaggio competitivo che deriva dall'intangibile in funzione della variabilità dei gusti dei consumatori, del comportamento atteso dei concorrenti, dell'evoluzione dei canali distributivi, e dei previsti salti tecnologici a seconda che si tratti di intangibili legati al *marketing* o alla tecnologia.

La formula di valutazione può ridursi ad una rendita limitata per N anni nel caso in cui si ipotizzi che il risultato differenziale si mantenga costante nel periodo oppure assumere la forma generale dell'attualizzazione se si ipotizza che il risultato sia variabile. Le formule nel primo e nel secondo caso sono le seguenti:

$$I = \bar{R} \left[\frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^N} \right]; \quad I = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

dove:

R_t, = risultato differenziale costante o variabile nei diversi periodi, netto d'imposta;

N = durata del periodo di riferimento;

i = tasso di attualizzazione.

Il tasso di attualizzazione è solitamente rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (WACC) per la cui stima si rimanda all'ampia letteratura in materia.

Nella tabella successiva viene presentato un esempio di stima del valore di un marchio utilizzando il criterio del flusso medio differenziale.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Tabella 1. La determinazione del valore del marchio e della tecnologia con il metodo dei risultati differenziali

Ricavi netti totali	12.500
Ricavi netti di un campione di aziende prive di intangibile	8.730
Ricavi differenziali	3.770
dovuti a:	
maggiori volumi di vendita	1.500
premium price	2.270
Costi incrementali per il mantenimento del differenziale dei ricavi	500
Margine incrementale	3.270
Aliquota d'imposta	31,5%
Margine incrementale netto	2.240
Periodo di vita utile dell'intangibile (anni)	5
Tasso di rendimento atteso	11%
Valore dell'intangibile	8.279

L'esempio di applicazione del criterio dei risultati differenziali al marchio presuppone che per i prossimi 5 anni, si mantenga un differenziale medio-normale atteso rispetto ai concorrenti che viene stimato in 3.270 come differenza tra i maggiori ricavi imputabili al marchio ed i costi incrementali per il sostenimento del marchio.

Poiché molto spesso non è possibile trovare un campione di aziende "senza intangibile", il metodo viene solitamente applicato in via differenziale distinguendo una situazione nella quale l'azienda continua a possedere l'intangibile ed una situazione nella quale esso non è più disponibile (tale variante di metodo è nota come "costo della perdita").

Questa metodica, teoricamente ineccepibile, è praticamente utilizzabile in presenza di un sistema informativo aziendale sufficientemente articolato e per intangibili il cui impatto sia facilmente e univocamente determinabile sui risultati aziendali.

Il criterio di mercato

Le metodiche di mercato trovano nel confronto con i dati disponibili di società comparabili utili parametri per costruire l'impianto valutativo. Nella valutazione delle aziende tali parametri sono costituiti dai cosiddetti "multipli di mercato" mentre nella valutazione degli intangibili, sia commerciali sia tecnologici, si utilizzano i tassi di *royalties* che vengono riconosciuti

dal mercato per l'utilizzo commerciale dell'intangibile da valutare. Più in dettaglio, la *royalty* rappresenta un provento che il proprietario di una risorsa intangibile riceve da un terzo utilizzatore per un determinato periodo. Le *royalties* sono determinate applicando un tasso predefinito ad una grandezza di riferimento che solitamente è rappresentata dai ricavi di vendita.

Il metodo dei tassi di *royalties*, assai diffuso nella prassi, considera il tasso che il mercato è disposto a riconoscere per l'utilizzo dell'intangibile e su tale base ricostruisce il flusso annuo di ricavi generati dall'intangibile stesso.

Le fasi sulle quali si articola il metodo sono riassunte di seguito:

- selezione di un campione sufficientemente ampio di recenti cessioni in licenza di intangibili simili a quello da valutare per le quali è noto il tasso di *royalty*²;
- valutazione della forza dell'intangibile da valutare rispetto al campione disponibile;
- definizione del tasso di *royalty* da utilizzare;
- previsione della crescita dei ricavi ai quali applicare il tasso di *royalty*;
- stima dei costi di mantenimento del potenziale degli intangibili;
- definizione del periodo, espresso in numero di anni, lungo il quale compiere l'analisi;
- scelta del tasso di attualizzazione ed applicazione della formula più appropriata.

La prima fase è quella più critica poiché per l'applicazione del metodo si richiede che il campione sia "sufficientemente ampio", le cessioni in licenza "recenti" e naturalmente comparabili.

Il requisito dell'ampiezza richiederebbe almeno un campione costituito da 8-10 operazioni. Ove tale numero fosse inferiore, il metodo potrebbe ancora essere applicabile ma meno robusto.

È invece più discutibile l'applicazione del metodo sulla base di tassi medi di settore, giustificati da affermazioni del tipo "la prassi più accreditata", "gli usi consueti del settore" e simili che sono in realtà dati indimostrabili.

Solitamente, dal campione non si estrae un tasso medio, ma un intervallo di variabilità dello stesso tra

² Per tale fine possono essere utilizzate numerose banche dati quali ad esempio *Royaltyrange.com*.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

un valore minimo e uno massimo e la scelta del posizionamento all'interno dell'intervallo dipende dalla forza dell'intangibile.

In altre parole, supponendo che il valore minimo dei tassi di *royalties* applicati ad un marchio sia dell'8% ed il massimo del 13%, al marchio da valutare sarà applicato un tasso più vicino all'8% od al 13% a seconda della sua forza.

Rimanendo al caso del marchio, la sua forza dipende da:

- il grado di notorietà;
- il tasso di fedeltà del mercato;
- la quota di mercato stabilmente detenuta;
- la capacità di innalzare barriere all'entrata;

- il livello di imitabilità.

Nel caso dei brevetti, invece, assume rilevanza, oltre ai due ultimi punti citati per i marchi, anche la vita utile del brevetto e della tecnologia sottostante ed il rischio che venga superata da una innovazione operativa alternativa e più efficiente.

Al fine di rendere più oggettivo il posizionamento all'interno dell'intervallo, dove possibile, è opportuno attribuire un punteggio a ciascuno degli attributi della forza del marchio all'interno di una scala e posizionare il marchio in funzione del punteggio ottenuto rispetto al massimo ottenibile.

La seguente tabella 2 mostra un esempio applicativo di tale modo di procedere.

Tabella 2. La scelta dal tasso di *royalties* all'interno di un intervallo

	Punteggio			% Effettivo/Massimo
	Minimo	Massimo	Effettivo	
Grado di notorietà	1	9	7	78%
Tasso di fedeltà del mercato	1	9	7	78%
Quota di mercato stabilmente detenuta	1	9	6	67%
Capacità di innalzare barriere all'entrata	1	9	5	56%
Livello di imitabilità	1	9	6	67%
Media	1	9	6,2	69%
Tassi di <i>royalty</i>				
	Minimo	Massimo	Intervallo	
Sintesi dei risultati del campione	8%	13%	5%	
Posizionamento	69%*5% = 3,4%			
Tasso di <i>royalty</i> da applicare	11,4%			

Ad ognuno dei parametri, precedentemente indicati ed espressivi della forza del marchio, si attribuisce un punteggio in una scala da 1 a 9, dove possibile secondo regole oggettive. La media risulta pari a 6,2 e rappresenta il 69% del massimo ottenibile. Utilizzando l'intervallo di variabilità dei tassi, indicato in precedenza, pari al 5%, semplicemente moltiplicando tale valore per il punteggio ottenuto in termini percentuali (69%) si ottiene il risultato desiderato pari al 3,4%. Aggiungendo tale valore al minimo dell'intervallo si ottiene il tasso di *royalty* da applicare, pari all'11,4%.

La previsione della crescita dei ricavi non comporta problemi specifici. Essa è effettuata sulla base dei piani aziendali, dei *budget* e, in assenza, degli ultimi dati storici. Può essere espressa in modo sintetico

co mediante la determinazione di un tasso "g" che rimane stabile per l'intero periodo rilevante oppure in modo analitico definendo puntualmente i ricavi anno per anno.

Oltre ai ricavi derivanti dall'intangibile sono rilevanti anche i costi, primi tra tutti, quelli di mantenimento della forza e dell'efficienza dell'intangibile durante il periodo considerato, ma anche le imposte dirette da applicare alla differenza tra i ricavi e i costi appena descritti.

Per quanto attiene agli altri aspetti, il modello valutativo riprende quello analizzato in precedenza.

La successiva tabella 3 mostra un esempio completo di valutazione di un marchio con il metodo in esame.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Tabella 3. Valutazione di un marchio con il metodo dei tassi di *royalties*

	1	2	3	4	5	6	7	8
Ricavi attesi	54.733	56.484	58.631	60.155	61.960	63.819	65.733	67.705
Tasso di <i>royalty</i> da applicare	11,4%							
Fatturato del marchio	6.240	6.439	6.684	6.858	7.063	7.275	7.494	7.718
Costo di mantenimento del marchio	2.280	2.330	2.380	2.430	2.479	2.528	2.579	2.630
Reddito differenziale del marchio	3.960	4.109	4.304	4.428	4.585	4.747	4.915	5.088
Aliquota d'imposta	33%							
Reddito differenziale netto	2.653	2.753	2.884	2.967	3.072	3.181	3.293	3.409
Tasso di rendimento atteso	11%							
Fattore di attualizzazione	1,110	1,232	1,368	1,518	1,685	1,870	2,076	2,305
Reddito diff. netto attualizzato	2.390	2.235	2.108	1.954	1.823	1.700	1.586	1.479
Valore dell'intangibile	15.276							

A ben guardare l'impianto valutativo di questo metodo è in gran parte simile al metodo dei redditi differenziali dal quale si distingue per l'utilizzo di un parametro esterno di mercato relativamente all'aspetto principale della stima, ovvero la quantificazione del maggior contributo che l'intangibile è in grado di fornire. Ne deriva che l'opportunità di applicazione del metodo si fonda sulla reale affidabilità dei dati di mercato e sulla oggettiva comparabilità rispetto all'intangibile da valutare.

Il criterio del costo

Questo criterio di valutazione degli intangibili si fonda su due varianti di metodo:

1. il costo di riproduzione;
2. il costo di sostituzione.

Nel primo caso, all'intangibile viene attribuito un valore pari alla somma di tutti i costi che l'azienda ha sostenuto nel tempo per generare l'intangibile. Ad esempio per il marchio saranno costituiti dai costi commerciali e di *marketing*, dai costi per la registrazione, mentre per la tecnologia sono invece da rinvenire nei costi di ricerca e sviluppo capitalizzati nel tempo.

Il costo di sostituzione presuppone, invece, che esista la possibilità di acquisire dall'esterno un intangibile con analoga funzionalità.

I due metodi richiamati sono in realtà ben noti nella prassi poiché vengono utilizzati per le valutazioni patrimoniali nella stima a valori correnti delle immobilizzazioni.

Tuttavia nel caso degli intangibili si segnala l'incompletezza del solo riferimento ai costi poiché l'elemento dirimente nella valutazione è il contributo che l'intangibile può portare alla creazione di valore complessivo dell'azienda per cui, a fronte degli stessi costi, tale contributo può essere estremamente variabile.

Conclusioni

Il presente lavoro *costituisce una rassegna sintetica dei principali metodi valutativi del capitale intangibile* e aiuta a rispondere alle domande in merito alla consistenza del patrimonio in situazioni critiche. Rimane peraltro evidente che anche ove risulti da una valutazione che il patrimonio aziendale è *maggiore di quello* risultante dal bilancio, essa non contribuisce per sé alla ricapitalizzazione della società. Tuttavia tale obiettivo può essere raggiunto con relativa facilità ricorrendo ad operazioni straordinarie singole (ad esempio un conferimento a valori correnti) oppure complesse quali LBO.