

La **V**alutazione delle Aziende

49
Rivista Trimestrale
Numero 49 - Giugno 2008
Spedizione in abbonamento postale 45%
Art. 2, comma 20/b, legge 06/2/96
Chiedi di Milano

EDITORIALE

**La diffusione in campo professionale
delle tecniche per trattare l'incertezza**

Mario Massari

RICERCHE

**Pagine di storia:
i rapporti di cambio trent'anni or sono**

Luigi Guatri

**La "value chain" per la determinazione
del capitale intangibile**

Salvio Vicari - Raffaele Laveque
Giandomenico Patronella

**La valutazione delle banche:
un'analisi fra teoria e prassi operativa**

Luca Comi - Franco Pedriali

OSSERVATORIO IAS

**L'Impairment delle partecipazioni
di controllo:
la definizione delle CGU tra bilancio
consolidato e bilancio separato**

Massimiliano Nova

CASI

**Gli intangibili acquisiti
nella *business combination*:
il caso dell'"Assembled workforce"**

Giorgio Guatri - Marco Villani

ELEMENTI QUANTITATIVI

**Indici e statistiche
di carattere generale**

Multipli di mercato per settore

a cura di

FW
FINANZA E VALORE

LA "VALUE CHAIN" PER LA DETERMINAZIONE DEL CAPITALE INTANGIBILE¹

DI SALVIO VICARI, RAFFAELE LEVEQUE E GIANDOMENICO PETRONELLA

To date, notwithstanding the indubitable relevance and the ever increasing attention paid by academics and practitioners, some critical issues pertaining the measurement and the allocation of intangibles still remain unsolved. The article suggests a new holistic approach aimed at overcoming some typical difficulties: the risk of duplication of values and the reliability of comparables.

Premessa

Con l'affermarsi dell'economia della conoscenza, le imprese creano valore utilizzando un capitale che è in misura crescente costituito da conoscenza e fiducia: si tratta di quelli che vengono rappresentati in bilancio come beni immateriali e che nella pratica vengono definiti *intangibile*. I principi contabili internazionali, riconoscendo questo trend in atto ormai da anni, richiedono l'attribuzione, ove possibile, della maggior parte del valore della dotazione di intangibili a quelli specifici e solo residualmente al *goodwill*, al fine di una migliore rappresentazione contabile del valore di impresa.

Nonostante il riconoscimento dell'importanza degli *intangibile*, la teoria e la prassi non sono ancora riuscite a risolvere alcuni problemi derivanti dalla loro natura particolare: nella loro essenza essi sono costituiti da conoscenza e fiducia², sostanze poco conosciute e studiate. Allo stato dell'arte, alcuni problemi di fondo risultano risolti in maniera ancora poco soddisfacente: in primo luogo, il *trade off* tra l'allocazione del-

la maggior parte del valore agli intangibili specifici e il rischio di duplicazione³, in secondo luogo, la bassa affidabilità degli approcci comparativi tradizionali, a causa della frequente bassa numerosità di casi utili ai fini della stima.

I vari metodi identificati in letteratura e utilizzati nella pratica di volta in volta affrontano questi problemi, senza tuttavia arrivare a soluzioni soddisfacenti. Il presente articolo vuole essere una proposta orientata alla ricerca di una soluzione più appropriata, in grado di risolvere i problemi posti dalla natura di questi beni attraverso l'adozione di un unico *framework* concettuale che garantisca coerenza nella valutazione dell'insieme degli intangibili specifici.

Una breve disamina dei metodi per la valutazione dei beni intangibili

Nella letteratura e nella prassi diversi sono i metodi utilizzabili per la valutazione dei beni intangibili. Da un punto di vista concettuale, il metodo più corretto è certamente rappresentato dalle transazioni aventi ad oggetto beni comparabili, siano esse a titolo di cessione o di licenza d'uso. Il ricorso a tale metodo è tuttavia poco utilizzato nella pratica a causa della mancanza di un numero adeguato di transazioni comparabili. In tali circostanze, i singoli casi sono inevitabilmente caratterizzati da elementi di notevole specificità: tale aspetto mette in discussione la supremazia concettuale del metodo. Inoltre, la scarsa numerosità delle transazioni rende la comparazione altamente sensibile alle poche osservazioni con il conseguente rischio di ottenere intervalli di valori eccessivamente ampi. Ciò conduce spesso ad una stima del valore poco affidabile.

Inoltre, nel caso delle *royalties*, esiste un problema legato alla modalità di stima. Infatti, poiché le *royalties* sono direttamente applicate al fatturato atteso, indipendentemente dal profilo di redditività che il bene garantisce, spesso si in-

La "Value Chain" per la determinazione del capitale intangibile

corre nel rischio di ottenere valori che misurano molto più che il singolo bene immateriale, costringendo il perito nella prassi ad utilizzare correzioni ex post al fine di superare l'inconveniente della sovrastima. Un esempio emblematico è rappresentato dall'adozione di tassi di *royalties* con cap nella stima del valore del brand, ricalcolati in modo tale da non superare il limite superiore rappresentato dall'ammontare del capitale intangibile.

Nella prassi, pertanto, si fa largamente ricorso ad altri metodi per la determinazione del valore di un asset intangibile. Da un punto di vista concettuale è possibile classificare i diversi metodi in due grandi gruppi. Il primo parte dal presupposto che il valore sia riconducibile alla quantità di investimenti necessari per la ricostruzione del bene (prevalentemente legato al know-how e alla tecnologia), il secondo parte dall'assunto che, individuato il differenziale di risultato fra un'impresa dotata dell'asset e una non dotata di quell'asset, sia possibile ricondurre la differenza al bene immateriale.

Il primo gruppo è quello dei metodi basati sui costi di ricostruzione, i quali presuppongono che gli investimenti legati alla generazione di un asset siano di per sé una buona *proxy* del valore dello stesso, indipendentemente dalla loro efficacia e quindi dal ritorno dell'investimento. Nelle versioni più sofisticate, tali metodi prevedono la possibilità di adottare ipotesi, spesso difficilmente dimostrabili, sul livello di efficacia nel tempo di tali investimenti.

Da un punto di vista concettuale, invece, i metodi basati sulla logica differenziale colgono meglio la sostanza economica alla base del processo di formazione degli asset intangibili, ovvero la generazione di livelli di redditività superiori rispetto a quelli che si avrebbero in assenza dell'asset. All'interno di tali metodi, il metodo dei flussi differenziali (prezzi o margini) è sicuramente tra quelli più largamente utilizzati nella

prassi. Tale diffusione è legata alla semplicità del ragionamento sottostante: la presenza di un asset (tipicamente il brand) consente all'azienda di praticare prezzi superiori rispetto a quelli di un concorrente non dotato di quell'asset. Nella versione più sofisticata (margini differenziali), il differenziale di prezzo viene corretto per quel delta di costi riconducibile a differenze di valore intrinseco del prodotto (ad esempio il costo delle materie prime) che non può, quindi, essere imputato al brand, pena una sua sovrastima. Nonostante la diffusione, tale metodo presenta un limite concettuale importante. Esso infatti puntando esclusivamente sul delta di margine unitario, non tiene conto della variabile volumi e dell'intensità di capitale operativo impiegato.

Un indicatore in grado di cogliere l'insieme di tali fenomeni sarebbe il ROI. Esso è infatti il risultato di diverse dinamiche sottostanti che congiuntamente concorrono alla sua formazione: la redditività delle vendite, il fatturato e il capitale operativo impiegato.

Il metodo Excess Return

Da un punto di vista concettuale, pertanto, ai fini della stima del valore dell'asset intangibile, è auspicabile procedere al calcolo del ROI differenziale tra un'azienda dotata di quel bene e una che non lo possiede. Tale approccio è rintracciabile in un articolo di Aswath Damodaran⁴ finalizzato alla determinazione del valore del brand. L'autore propone un ulteriore sviluppo concettuale: il valore di un brand non è riconducibile solo alla presenza di un differenziale di ROI, ma anche di un differenziale di rischio dei flussi ad esso ascrivibili per la presenza, ad esempio, di migliori condizioni di accesso al debito o di minore rischio operativo. Tale metodo è definito *excess return*.

Il ragionamento economico sottostante, ampiamente condivisibile per quanto detto in precedenza, vede il valore di un asset intangibile fun-

La "Value Chain" per la determinazione del capitale intangibile

zione dei differenziali di ritorno sul capitale e di rischio dei flussi che l'azienda è in grado di produrre con la propria dotazione di capitale. Il valore del brand è pertanto pari alla differenza tra l'enterprise value dell'azienda dotata del bene intangibile rispetto all'enterprise value che la stessa azienda avrebbe senza asset. Quest'ultimo valore viene determinato applicando al capitale operativo investito dell'azienda *branded* il ROI e il WACC dell'azienda *unbranded*.

Il metodo presuppone quindi che l'azienda *branded* presenti una composizione dell'attivo (al netto dalla porzione di valore riconducibile all'*excess return*) uguale a quella dell'azienda *unbranded*. Ad esempio, se l'azienda *unbranded* ha un attivo composto da capitale investito operativo e *goodwill* in rapporto 2 a 1, anche l'azienda *unbranded* presenterà la medesima distribuzione di valori tra capitale investito operativo e *goodwill*.

L'ipotesi sottostante prevede pertanto che l'azienda *branded* abbia una composizione di capitale intangibile formata da due elementi fondamentali: una dotazione "normale" di mercato, ovvero quella riconducibile all'azienda *unbranded* e una specifica ascrivibile all'*excess return*. In termini analitici:

$$W_b = EV_b - \frac{CI_b * ROI_u}{WACC_u}$$

Il metodo presenta inoltre un importante vantaggio. Esso è in grado di restituire un valore del brand certamente inferiore al valore dell'impresa e del capitale intangibile nel suo insieme (intangibili specifici e *goodwill*), dato dalla differenza fra il *fair value* dell'azienda e del capitale investito operativo. Ciò rappresenta un ulteriore elemento di diversità rispetto ad altri metodi basati sulla logica differenziale, in quanto i margini differenziali restituiscono un valore dell'asset sicuramente inferiore al valore di azienda (i flussi differenziali rappresentano una fra-

zione dei flussi di impresa), ma non necessariamente inferiore al capitale intangibile. Infatti, i differenziali di margine dipendono esclusivamente dai delta di redditività tra l'impresa *branded* e l'impresa *unbranded*, considerate separatamente e indipendentemente dalla dotazione di capitale investito operativo della prima.

Per i motivi esposti in precedenza (da un lato, la maggiore capacità di tener conto della molteplicità degli elementi alla base della generazione di intangibili e, dall'altro, il rispetto del limite superiore rappresentato dal capitale intangibile da allocare ai singoli asset specifici), l'approccio appena analizzato è quindi certamente preferibile rispetto ai metodi tradizionali largamente utilizzati nella prassi.

Tuttavia, anche il metodo *excess return*, così come proposto nella letteratura, non riesce a superare alcuni limiti di seguito descritti:

1. il metodo assume che il differenziale in termini di ROI sia imputabile esclusivamente ad un singolo bene intangibile. Nella stragrande maggioranza dei casi, tuttavia, le aziende possiedono un differenziale di valore come risultato della combinazione di più beni immateriali (ad esempio, quanto vale il brand *Geox* senza il brevetto?). In questi casi, l'approccio tende a sovrastimare il valore del brand. In termini generali, da ciò consegue che non si possa stimare il valore di un singolo bene senza aver anche definito il valore degli altri intangibili specifici. Nella prassi valutativa, invece, spesso si muove dall'assunto che i differenziali di valore siano ascrivibili ad un solo bene intangibile. Tale assunto è quasi sempre discrezionale e non verificabile;
2. l'approccio presuppone l'esistenza di aziende comparabili prive dell'asset da valutare. Nella realtà può invece essere molto difficile individuare aziende senza asset immateriali. Ad esempio, nel caso del brand è molto problematico individuare aziende che ne siano del

La "Value Chain" per la determinazione del capitale intangibile

tutto prive, mentre numerose sono le aziende che comunque hanno una dotazione di brand, seppur minima, per operare in un dato mercato. Inoltre, nei casi sempre più frequenti di aziende che offrono prodotti "unici" o "difficilmente imitabili", l'approccio, che prevede l'individuazione e la selezione di *comparable* di prodotto, mostra un ulteriore limite applicativo importante. Di norma, quindi, quanto appena evidenziato restituisce un campione finale limitato in termini di numerosità, talvolta composto anche da un solo caso. Ovviamente il confronto con uno o pochi casi risulta poco attendibile.

In conclusione, il metodo *excess return*, pur superando alcuni dei problemi dei metodi tradizionali, non è esente da limiti rilevanti.

L'approccio Value Chain

Possiamo pensare ad un'azienda come insieme di attività svolte per realizzare un certo prodotto/servizio per offrirlo sul mercato. Ad esempio, un'impresa manifatturiera deve svolgere alcune attività quali l'acquisto di materie, il trasporto presso gli stabilimenti, la trasformazione delle materie in componenti o in prodotti finiti, la commercializzazione e infine la consegna al cliente. Possiamo anche pensare che questa catena di attività consenta all'impresa di creare valore mano a mano che si passa dall'acquisizione delle materie alla trasformazione e alla vendita dei prodotti⁶.

Il senso della "catena" è di mettere in ordine logico diverse attività che compongono i processi che devono necessariamente essere svolti affinché l'impresa possa operare in un certo mercato. Le principali fasi che sono alla base della creazione del valore, vengono definite attività primarie (logistica in entrata, attività operative, logistica e in uscita, marketing e vendite, servizi). A fianco delle attività primarie, devono poi essere svolte alcune funzioni che sono a supporto

delle prime. Anche in questo caso possiamo distinguere delle fasi, diverse tra loro. Le attività di supporto (approvvigionamento, sviluppo della tecnologia, gestione delle risorse umane, attività infrastrutturali) non sono secondarie rispetto alle altre, ma semplicemente non entrano nel processo di trasformazione dei beni e dei servizi che l'impresa deve compiere per generare valore.

L'approccio prevede l'applicazione del metodo *excess return* per singole fasi della catena del valore identificando, quindi, i differenziali di valore ascrivibili ad una specifica categoria di beni intangibili rispetto ai valori normali di mercato delle aziende operanti nelle singole fasi che svolgono funzioni e attività comparabili a quella specifica fase, indipendentemente dalla circostanza che queste detengano intangibili specifici.

Come già detto in precedenza, l'applicazione del metodo *excess return* implica che alle singole fasi venga attribuita in primis una porzione di capitale intangibile "normale" di mercato, ovvero quella dotazione minima necessaria per operare in quel determinato contesto. Tale porzione può essere costituita sia da *goodwill* sia da intangibili specifici detenuti mediamente dalle aziende operanti in quella specifica fase. La porzione di valore riconducibile all'*excess return* viene allocata interamente ad una tipologia di intangibile specifico di fase. Ad esempio, l'*excess return* della fase R&D è interamente attribuito agli intangibili tecnologici (es. know-how di prodotto); mentre quello delle fasi marketing e commerciale è interamente attribuito agli intangibili di mercato. Al termine del processo di allocazione per fase vi potrebbe essere una parte di sovrarendimento che non è attribuibile ad alcuna fase in modo specifico: si tratta appunto del *goodwill* generico, trattato in via residuale rispetto al sovrarendimento degli intangibili specifici.

Da un punto di vista operativo, il procedimento consiste in due momenti fondamentali: il primo

La "Value Chain" per la determinazione del capitale intangibile

è la scomposizione del valore creato nelle diverse fasi della catena del valore, il secondo è il confronto con il mercato per ciascuna fase al fine di individuarne sia la dotazione "normale" sia il sovrareddito di pertinenza.

I vantaggi del metodo della catena del valore

L'approccio appena descritto supera i limiti visti in precedenza, come di seguito illustrato.

1. La scomposizione delle attività dell'impresa in varie fasi della catena del valore è utile per identificare una pluralità di intangibili specifici. Ciò è possibile attraverso la determinazione del valore delle diverse categorie di asset intangibili specifici che risiedono lungo le diverse fasi della catena. Gli intangibili, siano essi tecnologici, di marketing o di altra natura, risiedono sempre e comunque all'interno delle diverse fasi della catena del valore di qualsiasi impresa. Inoltre, il metodo della catena del valore stima la composizione dell'intero capitale intangibile all'interno di un unico framework concettuale di riferimento che garantisce coerenza di insieme. Tale peculiarità consente di superare i limiti tradizionali degli approcci specialistici finalizzati alla stima del valore di questa o di quella categoria di asset (intangibili di marketing o relativi alla tecnologia) in maniera del tutto indipendente con l'inevitabile rischio di duplicazioni e sovrapposizioni. Il passaggio alle fasi della catena del valore, restituendo indicazioni sulla composizione del capitale intangibile lungo il processo di generazione dei differenziali di valore, annulla il rischio di duplicazione dei valori e quindi di sovrastima degli intangibili.
2. Il metodo della catena del valore, quindi, non identifica *comparable* non dotati di intangibili specifici, poiché prende a riferimento tutte le imprese che operano normalmente in quello specifico mercato. In sintesi, per ogni fase

esiste un mercato, costituito da aziende che svolgono un'attività in modo specialistico. Detto in altro modo, per ogni fase produttiva esistono parecchie aziende comparabili, esiste cioè un mercato di riferimento. Tale modo di procedere consente di determinare il valore degli intangibili specifici senza dover individuare aziende comparabili del tutto prive dell'asset oggetto di valutazione, esercizio che, come detto in precedenza, è spesso difficilmente applicabile nella pratica. Inoltre, il metodo della catena del valore identifica *comparable* per singole fasi della catena del valore. Ciò consente di superare i problemi applicativi legati all'identificazione di prodotti comparabili "unici" o "difficilmente imitabili". L'approccio, pertanto, presenta il vantaggio di restituire una numerosità del campione certamente superiore rispetto ai *comparable* di prodotto *unbranded* (o comunque non dotati di quel particolare asset). Tale modo di procedere restituisce un dato statisticamente più significativo ed in linea con la definizione di mercato, pur ponendo le aziende *comparable* di fase appartenere a comparti differenti rispetto a quello in cui opera l'azienda da valutare, ma tutte comunque accomunate dallo svolgimento delle medesime funzioni / attività. Ciò restituisce una misura della redditività normale o di mercato per quella specifica fase della catena del valore, in quanto il campione è composto da molti soggetti, che non presentano pertanto quegli elementi di specificità che rendono il confronto scarsamente significativo dal punto di vista economico.

Limiti dell'approccio e spunti per futuri sviluppi

L'assunto di fondo dell'approccio della catena del valore è l'attribuzione diretta del differenziale di rendimento ad una specifica categoria di intangibile a seconda della fase in cui è rileva-

La "Value Chain" per la determinazione del capitale intangibile

to. Si potrebbe obiettare che tale ipotesi potrebbe essere non del tutto vera o comunque discrezionale. Tuttavia, premesso che i differenziali di rendimento e quindi il valore degli intangibili sono necessariamente generati nelle diverse fasi della catena del valore, il tema riguarda l'attribuzione dei differenziali di rendimento alle diverse categorie di intangibili. Si prenda ad esempio l'extrarendimento generato nella fase R&D: se non fosse ascrivibile ad intangibili tecnologici, allora a quale altro bene potrebbe essere ricondotto? Se venisse ricondotto al *goodwill*, si soffrirebbe un maggiore grado di grossolanità. In ogni caso, la normativa IAS prevede l'attribuzione, ove possibile, della maggior parte del valore della dotazione di intangibili a quelli specifici e solo residualmente al *goodwill*, al fine di una migliore rappresentazione contabile del valore di impresa. Se venisse ricondotto agli intangibili di marketing, anche solo in parte, si soffrirebbe comunque del medesimo grado di discrezionalità.

Al di là della questione appena evidenziata, un secondo aspetto riguarda la circostanza che l'approccio proposto è stato pensato al fine misurare tutte le categorie fondamentali di intangi-

bili presenti in un'impresa attraverso un modello che evitasse il rischio di duplicazioni. Ciò rappresenta certamente un passo in avanti rispetto ai metodi tradizionali senza il quale il rischio di sovrastima e discrezionalità è ben maggiore. Un ulteriore aspetto che è bene menzionare, riguarda la definizione delle diverse categorie di intangibili. Il metodo della catena del valore, infatti, consente di articolare gli intangibili in più classi rispetto a quelle comunemente utilizzate, che fanno riferimento soprattutto agli intangibili legati alla tecnologia o a quelli legati al marketing. È infatti possibile definire beni immateriali per ogni fase della catena del valore. Ad esempio è possibile misurare, oltre agli *intangibili di marketing* o a quelli relativi alla *ricerca e sviluppo*, anche degli *intangibile operativi*, legati al differenziale di rendimento connesso all'efficienza delle varie fasi operative (per effetto soprattutto delle economie di scala e delle curve di esperienza) oppure gli *intangibile* legati ai *sistemi informativi*, funzione della qualità degli stessi. Vi sarebbero comunque degli intangibile non ascrivibili a nessuna fase e che andrebbero pertanto a formare il *goodwill*, che rimarrebbe un valore calcolato in via residuale.

Note:

1. L'approccio metodologico proposto nel presente articolo è stato sviluppato nell'ambito dell'attività professionale di Valdani Vicari & Associati.
2. *Risorse aziendali e valore*, S. Vicari in Sinergie, n. 29, 1992.
3. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, L. Guatri, M. Bini, Università Bocconi Editore, 2005, pagg. 145-147.
4. *Dealing with Intangibles: valuing brand names, flexibility and patents*, Aswath Damodaran, Stern School of Business, January 2006, pagg. 13-18.
5. Dove: W_b è il valore del brand, EV_b è il valore dell'impresa *branded*, CI_b è il capitale investito operativo dell'azienda *unbranded*, ROI_b è il ritorno sull'investimento dell'azienda *branded* e $WACC_b$ è il tasso di attualizzazione relativo all'azienda *branded*.
6. *Competitive advantage*, M. E. Porter, Free Press, New York, 1985.