

**Alma Mater Studiorum – Università di Bologna**

**DOTTORATO DI RICERCA IN  
ECONOMIA E POLITICA AGRARIA ED ALIMENTARE**

Ciclo 24

**Settore Concorsuale di afferenza:** 07/A1 – ECONOMIA AGRARIA ED ESTIMO

**Settore Scientifico disciplinare:** AGR/01 – ECONOMIA ED ESTIMO RURALE

TITOLO TESI

**I BENI IMMATERIALI NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

**Presentata da:** GABRIELE PULLEGA

**Coordinatore Dottorato**

**Relatore**

**PROF. DAVIDE VIAGGI**

**PROF. RINO GHELFI**

**Esame finale anno 2013**

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>3</b>
<b>1. GENERALITÀ SUI METODI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>5</b>
1.1 LA BASE INFORMATIVA.....	5
1.2 L'ANALISI FONDAMENTALE.....	6
1.3 ANALISI PATRIMONIALE .....	7
1.4 METODI TRADIZIONALI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA .....	8
1.4.1 <i>Metodi patrimoniali</i> .....	9
1.4.2 <i>Metodi reddituali</i> .....	12
1.4.3 <i>Metodi finanziari</i> .....	17
1.4.3 <i>Metodi misti (reddituali e patrimoniali)</i> .....	20
1.4.4 <i>Metodi basati sui multipli</i> .....	21
<b>2. IL FAIR VALUE .....</b>	<b>28</b>
2.1 L'INFORMAZIONE CONTABILE .....	30
2.3 IFRS.....	32
2.4 CONFRONTO TRA FAIR VALUE E COSTO.....	34
2.5 FONTI NORMATIVE .....	36
2.6 FAIR VALUE IN ITALIA .....	36
<b>3. I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI.....</b>	<b>40</b>
3.1 IFRS.....	41
3.3 LA IASC FOUNDATION .....	43
3.4 QUADRO NORMATIVO.....	44
3.5 RECEPIMENTO DELLE DIRETTIVE EUROPEE IN ITALIA .....	45
<b>4. VALUTAZIONE STRATEGICA.....</b>	<b>49</b>
4.1 VALUTAZIONE STRATEGICA ED ECONOMICA .....	51
<b>5. I BENI IMMATERIALI.....</b>	<b>53</b>
5.1 CLASSI DI RISCHIO .....	54
5.2 LE FINALITÀ DELLA STIMA DEGLI INTANGIBILI .....	55
5.2 INTANGIBILI: PRINCIPI CONTABILI .....	57
5.3 MISURAZIONE DEGLI INTANGIBILI .....	58
5.4 I METODI DEL COSTO .....	63
5.5 I METODI DEI RISULTATI DIFFERENZIALI .....	65

5.6 COMPARAZIONE .....	66
5.7 LE RICERCHE DI MERCATO .....	72
<b>6. CASO DI STUDIO .....</b>	<b>74</b>
6.1 PREMESSE ALL'ANALISI DI BILANCIO .....	74
6.2 BILANCI 2009 – 2010 – 2011 A CONFRONTO .....	75
6.3 COMMENTI .....	79
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>83</b>

## **Introduzione**

*“Alcune persone pensano che il valore di un'impresa si trovi nel Bilancio d'esercizio, ma il valore non sarà mai trovato in contabilità. Il valore nasce dalle aspettative”* (Vélez-pareja, I. & Tham, J., 2001). Accade sovente, che nella fase di valutazione, si prenda in considerazione esclusivamente ciò che l'azienda presenta all'interno del bilancio d'esercizio, senza tener conto di ciò che può dare in futuro. Le aspettative sono nei flussi di cassa futuri. Per comprendere queste idee occorre pensare all'acquisto di una scatola contenente una macchina. Chiunque può comprarla, se si paga il prezzo indicato sul cartellino. Tuttavia, se quella macchina è accompagnata da una strategia, un piano e un team guidato da un manager eccezionale, ha la capacità di creare ricchezza e valore, molto più di quanto sia rappresentato nel prezzo d'acquisto. Le imprese corrono il rischio che i flussi di cassa negativi di alcuni progetti possano cannibalizzare i flussi di cassa positivi di altri progetti (Joaquin, D. C., 2000). *“La misurazione del valore delle imprese è problema che viene da lontano”* (Guatri, L. 2007), specie da quando le imprese necessitano di maggiore tutela dei soci, di acquisire o cedere rami d'azienda e di completare la formazione del Bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali (SFAS e IAS), secondo il criterio del *fair value* che ha sostituito il principio del costo. Inoltre le imprese necessitano di conoscere le proprie performance periodiche, nelle quali i risultati contabili analizzati nell'ottica degli analisti, non rispecchiano il reale valore delle società. Un'indagine interessante riguardante aspetti critici del *fair value* è stata condotta per valutare il patrimonio di vigilanza dei titoli di investimento comunicati dalle banche. Emerge, che *“i prezzi delle azioni non riflettono la volatilità incrementale”* (Barth, M. E., 2008). I prezzi delle azioni riflettono i cambiamenti dei tassi di interesse.

Nella determinazione del valore, giocano un ruolo fondamentale le variabili esterne, incontrollabili dalle aziende. Il mercato e il contesto macroeconomico in cui opera una società, influenzano inevitabilmente il valore della stessa, senza che questa possa in alcun modo porvi rimedio diretto.

Per tutto quanto sopra, il processo valutativo deve nascere da un'analisi approfondita della situazione interna ed esterna all'impresa. Guatri e Bini hanno condiviso il Giudizio Integrato di Valutazione, definendo i tre pilastri dello stesso:

1. Valori assoluti;
2. Valori relativi;
3. Base informativa.

L'associazione delle valutazioni sopra espresse permette di raggiungere un modello di valutazione integrato (Guatri, L. 2007). Le aziende, si pongono l'obiettivo di aumentare naturalmente il proprio valore. Ovvero, di crearlo. Quando il valore aumenta più del costo del capitale utilizzato per generarlo, l'impresa sta producendo valore. Le società che riescono a massimizzare il valore del capitale, stanno gestendo l'azienda in maniera ottimale. Tanto è vero, che i modelli di management di creazione del valore, si fondano sul principio secondo il quale la sopravvivenza dell'azienda nel lungo periodo, deriva esclusivamente dalla capacità di questa di creare valore. Le aziende orientate alla creazione del valore, utilizzano indicatori specifici per capire se stanno procedendo nella direzione giusta: il capitale economico, il valore potenziale e il valore di mercato, sono esempi di indicatori specifici. Per misurare una buona performance, occorre analizzare i dati contabili, ma non solo. Esistono numerose forme innovative di misurazione delle performance, riassumibili in alcuni indicatori:

1. EVA (Economic Value Added);
2. REI (Risultato Economico Integrato);
3. REIR (Risultato Economico Integrato Residuale).

L'articolazione delle fasi di passaggio dai risultati contabili alle valutazioni con i metodi sopra esposti, sono la normalizzazione, l'integrazione, la depurazione del risultato di periodo del costo di tutti i capitali investiti (Balducci, D. 2008).

Il valore delle società ( $V$ ) corrisponde alla somma del valore delle equity ( $V_e$ ) e del valore del debito ( $V_d$ ):

$$V = V_e + V_d$$

# **1. Generalità sui metodi di valutazione**

## ***1.1 La Base Informativa***

La base informativa ha lo scopo di tradurre, insieme all'analisi fondamentale, il significato delle formule assolute e relative. Si compone di 3 elementi:

1. base informativa per le valutazioni assolute;
2. base informativa per le acquisizioni;
3. base informativa per le valutazioni relative.

Le diverse formule utilizzate al fine della valutazione d'azienda, hanno dimostrato nel tempo i loro limiti nella determinazione del «valore», tanto che oggi possiamo distinguere 3 classi in funzione della diversa capacità di catturare le «leve del valore»:

- Modelli (e formule) che non tengono conto delle fondamentali leve: metodi patrimoniali;
- Modelli (e formule) che cercano di tenere conto, almeno in buona parte, delle leve fondamentali: attualizzazione dei flussi attesi;
- Modelli (e formule) di difficile interpretazione in quest'ottica: modelli misti (patrimoniale e reddituale).

Non vi è dubbio, che nessuna formula riesca a cogliere tutte le leve del valore. Per questa ragione occorre recuperare le carenze informative anche al di fuori dei modelli e delle formule. L'organizzazione aziendale, per esempio, *“può essere definita come la combinazione delle risorse necessarie per lo svolgimento dei processi gestionali, in vista del raggiungimento degli obiettivi prestabiliti”* (Balestri, G. 2005). Non vi è dubbio che questa possa incidere radicalmente nelle potenzialità dell'azienda da valutare. Partendo da questo assunto, occorre che le analisi di valutazione siano svolte sotto il profilo strategico, storico, patrimoniale, raccogliendo *data base* di tassi, valutando i piani pluriennali e cercando di cogliere

tutti gli aspetti dell'azienda che possano incrementarne o diminuirne il valore (Guatri, L. 2007).

## ***1.2 L'analisi fondamentale***

L'analisi fondamentale è l'organizzazione, selezione, controllo, elaborazione e interpretazione di tutte le informazioni preventivamente raccolte; l'obiettivo principale consiste nella traduzione di strumenti, capaci di realizzare una previsione «efficiente». Vanno distinte due tipologie di analisi fondamentale:

1. Per le valutazioni assolute;
2. Per le valutazioni relative a mezzo di multipli di società comparabili.

I sei principali aspetti di cui si sostanzia l'analisi fondamentale delle valutazioni assolute sono (Guatri, L. 2007):

1. Analisi correttiva dei flussi contabili;
2. Analisi patrimoniale;
3. Integrazione economica dei risultati contabili;
4. Analisi della sostenibilità e della sensitività dei piani;
5. Analisi pro forma;
6. Analisi dei tassi.

L'analisi fondamentale delle valutazioni relative consiste in un processo di adattamento dei multipli di società comparabili grezzi a multipli *adjusted* o *clean*. In gergo, si dicono *adjusted* quando occorre compiere una rettifica al numeratore e *clean* quando la rettifica riguarda il denominatore. Le rettifiche più frequenti al numeratore riguardano:

- L'esclusione di attività non pertinenti (*surplus asset*);
- L'elusione del patrimonio di terzi stimato a valore corrente nei bilanci consolidati di gruppo;
- L'elusione di core asset non essenziali e dotati di autonomo valore;

- La valorizzazione di singole sezioni nelle società multibusiness;
- L'attualizzazione e la precisazione del debito finanziario netto nei multipli asset side.

Le rettifiche più frequenti al denominatore riguardano:

- Gli ammortamenti sull'attivo fisso materiale;
- Gli ammortamenti sui beni immateriali;
- I costi dei beni in leasing; le riserve LIFO;
- Le distorsioni generali dall'inflazione.

### ***1.3 Analisi patrimoniale***

L'analisi patrimoniale, altro non è che l'analisi correttiva ed estimativa delle attività e delle passività. Include (Guatri, L. 2007):

- La revisione e la correzione dei valori contabili di attività e passività;
- La stima a valori correnti delle attività materiali compresi i crediti;
- La eventuale attualizzazione delle passività finanziarie;
- La stima degli intangibili specifici.

Il punto di partenza dell'analisi patrimoniale è il capitale netto espresso da una situazione contabile ad una certa data, compreso l'utile d'esercizio con esclusione degli importi da distribuire (ex: dividendi). Alcune attività esigono competenze specifiche. Le immobilizzazioni tecniche, ad esempio, particolarmente rilevanti nelle industrie, sono beni che devono essere trattati con attenzione. Infatti, sono parte dell'azienda, non sono più nuovi e può succedere manchi un prezzo di mercato per l'usato. In questi casi, si adotta il costo di ricostruzione (o riproduzione) e il costo di sostituzione (o di rimpiazzo). A questo proposito è bene ricordare che un bene usato è soggetto ad un deperimento fisico corrispondente alla perdita di valore conseguente all'uso e all'obsolescenza. Questo secondo concetto risulta più complesso e ricordiamo essere spesso individuato come (Guatri, L. 2007):

- Obsolescenza economica;
- Obsolescenza operativa;
- Obsolescenza funzionale:
- Eccesso di investimento;
- Insufficienza o inadeguatezza funzionale.

Esistono 2 tipi di metodi patrimoniali:

1. Semplice;
2. Complesso.

La differenza tra i due, consiste nel fatto che il metodo patrimoniale complesso considera fra le attività anche il valore degli intangibili specifici (marchi, brevetti, ecc.). Una parte essenziale del processo valutativo, riguarda la stima del costo del capitale ottenuta attraverso i tassi. Le ragioni di questa affermazione sono che il costo del capitale è una variabile che rientra sia nelle valutazioni assolute che in quelle relative, che se non viene stimato attentamente, influenzando direttamente i risultati sui flussi attesi, genera errori e la riduzione dei tassi finanziari, genera una riduzione del costo del capitale aumentando la sensibilità delle variazioni di tasso; ultimo, non per importanza, il costo del capitale non è una misura oggettiva fornita dal mercato. I requisiti inerenti la scelta dei tassi sono (Guatri, L. 2007):

1. Razionali, cioè ispirati ad uno schema logico;
2. Coerenti con l'analisi fondamentale;
3. Affidabili;
4. Verificabili, ovvero ripercorribili nelle loro componenti.

#### ***1.4 Metodi tradizionali per la valutazione d'azienda***

La valutazione dell'azienda è un'operazione complessa e delicata (Balducci, D. 2008). Valutando attraverso i flussi la scelta sul tasso di attualizzazione deve rispondere a due principi:

1. Il principio della sostituibilità dell'investimento;
2. Il principio della coerenza con i flussi di risultato attesi.

#### *1.4.1 Metodi patrimoniali*

I metodi patrimoniali esprimono il valore dell'azienda in funzione del patrimonio da essa detenuto. Il patrimonio netto viene rettificato ai valori correnti: le attività vengono valutate in relazione al costo che verrebbe esborsato nel caso venissero acquistate in quel momento, le passività vengono valutate per l'importo attualizzato necessario all'estinzione dell'obbligazione. Schematizzando, possiamo dire che il patrimonio netto rettificato corrisponde al patrimonio netto contabile più o meno le rettifiche di attività e passività. Come anticipato, esistono due tipi di metodi patrimoniali.

Il metodo patrimoniale semplice consiste nell'equiparare il valore dell'azienda al valore patrimoniale rettificato, senza tener conto degli aspetti reddituali. Il metodo patrimoniale complesso definisce il valore dell'azienda come la somma del valore patrimoniale rettificato e del valore degli elementi immateriali.

Il Reddito Economico Permanente (REP) esprime una misura ideale del reddito corrispondente alla rendita annua perpetua costante che giustificherebbe il valore del capitale economico qualora l'impresa avesse esaurito le opportunità di crescita (steady state), differisce dal reddito contabile. E' minore quando l'impresa è in declino e maggiore quando l'impresa è in fase di sviluppo. Si ottiene dal prodotto tra costo-opportunità del capitale e il valore del capitale economico. Coincide con il Total Shareholder Return (TSR= dividendi + capital gains) atteso dall'investitore. Il REP esprime una configurazione ideale di reddito e non una misura effettiva, tanto è vero che spiega la natura del nesso di dipendenza tra saggio di attualizzazione e risultato economico dell'impresa. Il tasso di attualizzazione non è un parametro oggettivo e indipendente rispetto all'analisi fondamentale. L'esperto non può limitarsi a considerare alcuni parametri

strutturali dell'impresa quali il settore d'attività, il livello d'indebitamento, la dimensione ecc. I requisiti da rispettare nella scelta dei tassi:

1. Razionalità, ovvero ispirati ad uno schema logico, chiaro e convincente;
2. Coerenza con l'analisi fondamentale e quindi con i flussi di risultato attesi;
3. Affidabilità, ovvero ridotti agli ambiti di discrezionalità dell'esperto;
4. Verificabilità, intesa come la possibilità di ripercorrere le loro componenti.

Sono stati identificati 6 fasi di "stima consapevole":

1. Occorre che la scelta del tasso sia compiuta a valle rispetto all'analisi fondamentale;
2. Occorre esplicitare i principali rischi rispetto agli aggiustamenti già effettuati dei flussi attesi;
3. È necessario in qualche caso adottare più tassi di attualizzazione rispetto ai singoli periodi di riferimento;
4. Vanno individuati tassi di attualizzazione coerenti con i flussi di risultato in relazione alla natura dei risultati operativi;
5. Considerare sempre gli elementi che garantiscano il costo-opportunità;
6. Rendere compatibili le misure di mercato con i flussi oggetto di stima. Ciò che occorre tenere in considerazione, è l'utilizzo dei tassi di attualizzazione del capitale. In particolare, occorre ricordare, che la scelta del tasso è, spesso, lasciata a criteri comparativi che disattendono la complessità del caso.

I principi essenziali per la determinazione del tasso di interesse nella valutazione d'azienda, presuppongono la conoscenza di alcuni aspetti del capitale. Il primo principio sta ad indicare che un investimento deve avere un rendimento ottenibile da investimenti della medesima classe di rischio; il secondo principio prevede che il tasso deve essere stimato in modo coerente con i flussi di risultato prospettici normalizzati mediante l'analisi fondamentale. Il modello teorico più utilizzato nella stima del costo del capitale è il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il punto focale del CAPM è il coefficiente *beta*: il modello stabilisce che il premio

per il rischio azionario (ERP) vada moltiplicato per il beta di ogni specifica società, per misurare in tal modo i rischi non diversificabili. I rischi non diversificabili sono quelli relativi all'andamento della società stessa e quelli legati all'andamento generale dell'economia. Se  $> 1$  si ha alto rischio per il titolo considerato, ovvero eccede il rischio medio dei titoli del mercato ed ecco perché prevedere il *beta prospettico* dal beta storico rischia di essere impreciso. Per questa ragione sono stati studiati degli aggiustamenti del coefficiente beta stimato attraverso dei modelli di regressione dei dati storici. Due sono le modalità maggiormente utilizzate che di seguito andiamo ad esaminare.

La *tecnica di Blume*, usata da tutti i data providers, si fonda sul principio secondo cui tutti i coefficienti  $\beta$  mostrano una tendenza a convergere verso il  $\beta$  di mercato (pari a 1) nel corso del tempo.

La tecnica di Blume consiste nello stimare il  $\beta$  atteso come la media ponderata del  $\beta$  storico e del  $\beta$  di mercato, dando diverso peso al  $\beta$  di portafoglio (1/3) e a quello storico del titolo (2/3).

$$\beta_{adjusted} = \beta_{storico} \times \frac{2}{3} + \frac{1}{3} \times \beta_{mercato} = 0,66 \times \beta_{storico} + 0,33$$

La *tecnica di Vasicek* esprime il  $\beta_{adjusted}$  come media ponderata del  $\beta$  medio di settore e del  $\beta$  storico della società e nell'assumere come pesi della ponderazione una misura della dispersione relativa dei  $\beta$  delle imprese del settore e del  $\beta$  della società (come misurato dall'errore standard).

$$\beta_{adjusted} = \beta_{storico} \times \frac{\sigma^2(\beta_{delsettore})}{[\sigma^2(\beta_{delsettore}) + S.E.^2] + \beta_{mediodelsettore} \times S.E.^2}$$

$$\sigma^2(\beta_{delsettore}) + S.E.^2$$

Un'operazione molto frequente applicata ai tassi è l'aggiustamento che riguarda la *quantificazione e identificazione delle fonti di rischio non diversificabili* (struttura finanziaria, rischio operativo legato al peso dei costi fissi, dotazione di intangibili ecc.), la fiscalità, le caratteristiche dei flussi attesi (di reddito o di cassa, riferiti allo scenario medio atteso, piuttosto che allo scenario di successo) e le altre caratteristiche come la liquidità dell'investimento. I principi logici che soggiacciono alle elaborazioni con i tassi, sono diversi.

*“In alcuni casi, il beta unlevered è così piccolo che non ha senso usarlo per valorizzare qualsiasi azienda”* (Fernandez, P. 2004). Analizzando i beta di cinque società utilizzando i dati giornalieri e mensili in periodi diversi, si possono ottenere in media *beta unlevered* che vanno da 0,22 a 0,85. Ovviamente, un tale scostamento è inaffidabile e in contrasto con il senso comune della prudenza (Fernandez, P. 2004).

#### *1.4.2 Metodi reddituali*

I metodi reddituali per la determinazione del capitale economico d'azienda, sono radicati sul rapporto esistente tra il valore e la redditività (Balducci, D. 2008). La formula che esprime questo concetto, è la seguente:

$$V = \frac{R}{i}$$

Dove:

V = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

Questo metodo risulta particolarmente efficace quando si deve acquisire un'azienda in quanto rappresenta la capacità della stessa di generare reddito. I metodi e le formule in cui si articola il modello reddituale discendono principalmente:

- dal modo in cui vengono definiti e misurati i flussi reddituali del passato;

- dalla durata dell'orizzonte temporale dei flussi reddituali a cui fanno riferimento;
- dal cosiddetto valore terminale (solitamente, le grandezze dei primi anni sono misurate in termini analitici, mentre per gli anni più lontani, si utilizzano grandezze medie);
- dalla concezione delle proiezioni future;
- dai criteri di attualizzazione dei tassi;
- dalla considerazione dell'azienda stand alone (da sola), oppure integrata con altre aziende (acquisite, fuse ecc.).

Mentre la formula è applicabile ad aziende con una durata illimitata, per aziende con durata limitata, esistono diverse alternative:

$$Valore = R \times a_{n-i}$$

Ovvero l'uso del reddito medio R. Oppure, con l'uso dei redditi attesi anno per anno (per n anni):

$$Valore = \sum_1^n R_i \times v^i$$

Ancora, con l'uso dei redditi anno per anno per un periodo (fino all'anno m) e del reddito medio atteso da m+1 a n anni:

$$Valore = \sum_1^m R_i \times v^i + \sum_{m+1}^n R \times v^i$$

dove  $R_i$  rappresenta il reddito dell'anno  $i$ -esimo mentre  $V_i$  il fattore di attualizzazione in base al tasso  $i$ . Esistono infine, formule che scompongono i flussi futuri in due periodi: di previsione «analitica» per  $n$  anni e di previsione

«sintetica» a mezzo del «Valore terminale» all'n-esimo anno, a sua volta attualizzato:

$$Valore = \sum_1^n R_i \times v^i + V_t \times v^n$$

oppure in tre periodi:

$$Valore = \sum_1^m R_i \times v^i + \sum_{m+1}^n R \times v^i + V_t \times v^n$$

Il modello reddituale esprime tradizionalmente una valutazione *equity side*, allo stesso modo, il modello finanziario esprime una valutazione *asset side*; il modello reddituale può essere agevolmente adattato per le valutazioni *asset side*. Queste quattro classi sono:

1. Approccio di proiezione dei risultati storici;
2. Approccio dei risultati programmati;
3. Approccio della crescita attesa;
4. Approccio delle opzioni innovative.

Le ultime due, sono ipotesi forti. Tranne nel caso del primo approccio, tutti gli altri, convenzionalmente, dopo l'n-esimo anno, ricorrono alla proiezione sintetica a mezzo del valore terminale. I metodi fondamentali nei quali il modello reddituale può essere declinato possono essere suddivisi nelle seguenti famiglie (Guatri, L. 2007):

1. Valori economici (o di capitale economico) (We);
2. Valori potenziali:
  - a. Valori potenziali puri, stand alone (Wp);
  - b. Valori potenziali d'acquisizione (WA);

- c. Valori potenziali controllabili (Wpc), questi ultimi recentemente proposti.

Controllare l'incertezza generata dai flussi attesi di reddito è un aspetto prioritario; occorre definire il concetto di risultato economico; accade spesso che l'approccio contabile riceva notevoli critiche dai teorici della finanza. Il flusso contabile non può essere usato tal quale, ma deve essere rettificato ed integrato; a questo proposito, abbiamo più volte parlato dell'analisi fondamentale, quale premessa indispensabile per i modelli reddituali. L'analisi fondamentale, è necessaria per ricondurre il flusso contabile ad un flusso economico, ovvero, un flusso storico e prospettico che rappresenti i risultati reddituali rilevanti. Attraverso il modello dei valori economici si prende a riferimento una capacità di reddito già dimostrata o ragionevolmente raggiungibile sulla base di premesse economiche già in atto e individuate, tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi di breve termine; attraverso il modello dei valori potenziali si allarga l'orizzonte a tempi lunghi, a dimensioni anche notevolmente diverse anche a strategie nuove o possibili sinergie. In sostanza si fa riferimento *assumption*. L'essenza del calcolo nel modello di valori economici riguarda i redditi storici e la loro proiezione futura mentre con il modello dei valori patrimoniali i redditi storici possono anche essere disattesi in quanto l'orizzonte temporale è a medio e lungo termine. Gli orizzonti temporali utilizzati nel metodo reddituale non sono mai inferiori a 3-5 anni e il limite massimo è l'infinito (Guatri, L. 2007). La tendenza è quella di limitare la vita dell'impresa e perciò la durata dei flussi di reddito attesi in funzione di alcune circostanze:

- dalla crescente incertezza che grava sulla stima dei flussi di reddito attesi via via che si allontanano nel tempo;
- dalla crescente decurtazione che per effetto del processo di attualizzazione i flussi attesi subiscono via via che si allontanano nel tempo.

È ovvio che i flussi più lontani sono i più incerti e pesano meno in termini di valore attuale; in funzione dei tassi di interesse scelti, la durata dell'orizzonte

temporale non dovrebbe essere inferiore al trentennio. Un arco temporale di 15 anni potrebbe essere compatibile con un tasso del 20%. Per larga parte dell'arco temporale, il flusso atteso viene rappresentato in modi convenzionali basati sull'ipotesi (assumptions); queste ipotesi vengono raggruppate per classi e identificano un diverso approccio nella proiezione dei risultati con un grado crescente di forza. Possiamo parlare di valore potenziale puro quando, pur rimanendo invariate le regole logico operative, non vengono posti vincoli specifici ai parametri e alle condizioni relative alla formalizzazione dei piani. La capacità di reddito prospettica viene concepita in tre strati di risultati aziendali (*layer*) caratterizzati da un grado di incertezza crescente:

- la capacità di reddito che l'azienda potrebbe produrre in maniera permanente (steady state);
- la crescita (inerziale) determinata da investimenti e costi già sostenuti che non hanno ancora raggiunto piena maturazione;
- la crescita potenziale definita come il valore attuale netto degli investimenti futuri ancora da realizzare.

Alcune tipologie di imprese sono caratterizzate principalmente da reddito *steady state* (senza crescita) che dal mercato finanziario, vengono considerate incapaci di produrre sia crescita inerziale che potenziale. Altre, hanno una prevalenza del valore di crescita inerziale e potenziale e vengono definite imprese *growth*. Esistono infine imprese definite speculative, in cui il valore di crescita inerziale e potenziale è l'unico su cui poter contare. Sono le imprese in fase di *start up*. Il valore di acquisizione deve essere inteso come un valore soglia oltre il quale l'acquisizione di un'azienda cessa di essere conveniente; è riferito al soggetto acquirente che, superato tale equilibrio, diventerà indifferente a concludere o meno la transazione d'acquisto. Secondo l'approccio della stratificazione del valore il valore d'acquisizione è dato dalla somma di due componenti:

1. Il valore dell'azienda target considerata stand alone;
2. Il valore delle sinergie che deriveranno dall'acquisizione.

Il valore potenziale controllabile si fonda su aspetti di metodo, su aspetti contabili, organizzativi e di comunicazione e su vincoli riguardanti i parametri della stima, l'aggressività del piano, le fasi di vita dell'azienda.

#### *1.4.3 Metodi finanziari*

In un'ottica temporale tendente ad infinito sulla stima del valore aziendale precisa sarebbe determinata dal **DDM (Dividend Discount Model)** per la ragione che l'unica fonte importante per gli azionisti sono i dividendi. Trattando di un orizzonte temporale finito, il DDM diventa un modello poco affidabile in quanto, i dividendi, sono un parametro distorto della capacità di distribuzione degli stessi nel futuro. Potrebbe succedere infatti che un'impresa non distribuisca dividendi per il periodo di previsione esplicita, senza altresì pregiudicare la sua capacità di distribuzione degli stessi; per questa ragione, il DDM, che rappresenta la formula generale di valutazione economica del capitale, finisce all'ultimo posto tra i criteri utilizzati nella pratica. Due sono i profili da prendere in considerazione i modelli valutativi:

1. Consistenza teorica;
2. Affidabilità.

La consistenza teorica di un modello di valutazione attiene alla riconducibilità dei suoi risultati alla formula generale di valutazione rappresentata dal DDM; l'affidabilità in una prospettiva di valutazione finita riguarda invece la capacità del modello di catturare i flussi di risultato rilevanti ai fini dell'apprezzamento della reale capacità dell'impresa di generare dividendi oltre l'orizzonte di previsione analitica. Un criterio di valutazione molto diffuso è il *Discounted Cash Flow* (DCF). L'idea che sta alla base di questo modello, consiste nel fatto che nessuna impresa nel lungo termine può distribuire dividendi in misura superiore alla capacità di generare flussi di cassa. Uno dei problemi principali di questo modello si manifesta con orizzonti temporali limitati per le stesse ragioni precedentemente elencate nel DDM. È bene ricordare infatti, che i flussi di cassa nel breve termine

sono previsioni distorte della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa nel lungo termine. I sostenitori del DCF, imputano a questo modello una maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione fondati sul reddito; in particolare, perché il DCF si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude voci di costo e di ricavo senza natura monetaria (chiamati *accruals*). Non basterà analizzare i flussi di cassa attesi perché sono troppo esposti a effetti transitori e in molti casi costituiscono una base inaffidabile dei flussi di risultato permanenti. Per questa ragione il DCF richiede la stima dei cosiddetti *free cash flows*, ovvero una configurazione di flussi di cassa aggiustati per esprimere una quantità di risultato proiettabile oltre l'orizzonte di previsione esplicita. Già da queste premesse è evidente l'enorme sforzo di normalizzazione dei risultati necessario ai fini del modello finanziario. Lo sforzo è così elevato che a volte nella stima del *terminal value*, si fa ricorso a configurazioni di reddito anziché di flusso di cassa. Poniamo il caso che due imprese con un eguale struttura dei redditi correnti decidano di dividere per intero l'utile e l'altra di reinvestirlo per intero. A questo punto il valore attuale dei redditi della prima è inferiore al valore attuale dei redditi della seconda, perché il valore attuale dei redditi della seconda impresa esprime un valore al lordo degli incrementi di mezzi propri generati dal reinvestimento degli utili. Giungere al valore corrente dei mezzi propri è un'operazione necessaria che consiste nel detrarre il valore attuale di futuri aumenti di mezzi propri realizzati dal reinvestimento degli utili. Questa relazione prende il nome di *clean surplus relation* (CSR) oppure *clean surplus accounting*. L'applicazione della CSR richiede che:

1. *Con riferimento ai risultati del periodo di previsione esplicita*: dal valore attuale degli utili previsti si degrada il valore attuale degli incrementi di patrimonio corrispondenti ai reinvestimenti annui di utile;
2. *Con riferimento al risultato medio normale assunto alla base della stima del terminal value*: si consideri solo la crescita che genera valore o alternativamente si consideri il reinvestimento di utile necessario a garantire la crescita nominale degli utili.

I flussi di cassa nel periodo di previsione esplicita sono più esposti rispetto ai risultati reddituali a componenti positive o negative di natura transitoria, con la conseguenza di rendere complessa la stima di un flusso di cassa permanente muovendo dai flussi grezzi. Questo è il principale punto di debolezza del DCF. Il DCF tende a generare valutazioni più aggressive in quanto:

1. Induce a estendere arbitrariamente le previsioni di piano sulla base di tassi di crescita tanto più elevati quanto maggiori sono gli investimenti nella fase iniziale del piano; il driver di crescita dell'impresa diventa quindi l'investimento non la tipologia di investimento;
2. Induce a sovrastimare i saggi di crescita impliciti nella stima del terminal value dei free cash flow, per effetto dell'estensione a questi ultimi del saggio di crescita previsto per i flussi di cassa degli ultimi anni dell'esercizio di estrapolazione, il quale è funzione degli investimenti passati e non delle opportunità future;
3. Induce a sottostimare gli investimenti necessari a sostenere la crescita dei cash flow proiettata nella perpetuity.

Normalmente vengono utilizzati dei correttivi per calmierare le stime fondate sul DCF; in particolare le soluzioni impiegate sono solitamente tre:

1. Le maggiorazioni al costo del capitale, per scontare i maggiori rischi che caratterizzano i flussi di risultato attesi ottenuti per estrapolazione rispetto ai flussi attesi di piano;
2. L'uso di redditi anziché di flussi di cassa, con conseguente accorciamento dell'orizzonte di previsione, eventualmente in congiunzione con multipli ricavati da imprese comparabili quotate al fine di evitare stime autonome del saggio di crescita «g» nella stima del terminal value;
3. Un DCF a più stadi, con stima sintetica dei saggi di crescita dei cash flow, così da calmierare il peso del terminal value sul valore stimato complessivo.

Gli ambiti principali di applicazione del modello finanziario sono principalmente tre:

1. Imprese steady state, con capacità di reddito costante nel tempo e investimenti di mantenimento allineati agli ammortamenti;
2. Imprese in rapida crescita che non abbiano ancora raggiunto il pareggio economico, né siano in grado di realizzare nell'orizzonte di previsione esplicita flussi di reddito significativi;
3. Imprese in declino, per le quali si possa adottare una prospettiva di vita finita. Un argomento molto discusso in letteratura, a questo proposito, riguarda la crescita degli utili.

Un aumento degli utili non è necessariamente indicativo di una creazione di valore quando si accompagna ad un aumento di capitale investito. Solo le opportunità future di creazione di valore possono concorrere alla stima del valore corrente delle attività di impresa. Questo significa che un'impresa con utili attesi in crescita non può valere più di un'impresa che rinuncia a crescere distribuendo per intero gli utili ai suoi azionisti. Questi ultimi sono generalmente esposti a valutazioni convenzionali e soggettive del management. Quest'ultima capacità è inversa alla volatilità dei flussi di risultato su cui si fonda il modello: più volatili sono i flussi più difficile sarà esprimere un valore medio normale. Maggiore è la difficoltà di normalizzazione dei flussi e minore è in genere l'affidabilità del modello. Il peso che il modello attribuisce al *terminal value*, è inversamente proporzionale alla differenza fra risultati correnti e/o previsti a breve termine e i risultati attesi medio normali al termine del periodo di previsione esplicita.

#### *1.4.3 Metodi misti (redditali e patrimoniali)*

I metodi misti rappresentano la valutazione in relazione al patrimonio e al reddito. Tenuto conto che i metodi patrimoniali e redditali hanno dei limiti relativi alla loro stessa natura. L'obiettivo che si prefigge, è quello di giungere ad elementi oggettivi espressi dalla valutazione patrimoniale e dalla capacità di generare

reddito nel tempo nella dinamica reddituale. Le metodologie presenti nel metodo misto, sono essenzialmente due:

1. Il metodo del valore medio;
2. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento.

Mentre il primo valuta l'azienda attraverso la media aritmetica o ponderata tra il valore reddituale e patrimoniale, il secondo valuta l'azienda valutando il profitto con le formule della rendita perpetua o con quelle della rendita a durata limitata sommando, infine, il patrimonio netto rettificato.

#### *1.4.4 Metodi basati sui multipli*

L'importanza e la diffusione nell'uso dei multipli ai fini della valutazione d'azienda, dipende dal crescente sviluppo delle operazioni nei mercati finanziari ed alle operazioni di finanza straordinaria. Diversi sono i fattori che hanno contribuito allo sviluppo del metodo dei multipli:

- Il grande sviluppo delle operazioni di fusione e acquisizione ha reso disponibile una vasta mole di prezzi di riferimento;
- Lo sviluppo delle attività di Private Equity;
- La lievitazione dei prezzi di borsa, durata anche per lunghi periodi, che ha determinato divari senza precedenti tra capitalizzazione di mercato delle società quotate e valori contabili dei loro capitali;
- La cresciuta importanza e consapevolezza del grande peso dei beni intangibili per lo più non iscritti nei bilanci delle società;
- Il prevalere nei metodi assoluti di valori basati su risultati futuri sempre più differiti nel tempo e quindi di previsioni sempre più difficoltosa e incerta;
- Il «vantaggio informativo» riconosciuto ai multipli, specialmente in contesti nei quali le previsioni sono molto difficili;

- La diffusione dei sistemi di misurazione di performance aziendale «a valore», dettata dall'esigenza di allineare gli obiettivi del management a quelli degli azionisti;
- L'enorme sviluppo della funzionalità primaria dei mercati finanziari, che ha generato un sensibile aumento dell'ingresso di società anche di limitata dimensione nei listini di borsa.

Nella prospettiva del *merchant banking* i multipli sono sempre stati uno strumento per la stima di prima approssimazione di un valore realizzabile o sostenibile sul mercato per un'impresa non quotata, in quanto allineato ai prezzi correnti di società comparabili. Storicamente, le business school prediligono il metodo di stima dei flussi di cassa attesi rispetto al metodo dei multipli. Il settore professionale, specialmente nel mondo europeo, è stato a lungo restio ad ammettere una funzionalità dei multipli che non fosse marginale e subordinata. Nel corso degli anni '90, gradualmente si è modificata l'impostazione della valutazione d'azienda nei confronti dei multipli. I classici criteri utilizzati nella valutazione attraverso i multipli (utile netto, EBIT, EBITDA), hanno permesso di raggiungere una notevole disinvoltura, che significa di per sé assumere esplicitamente che i prezzi di mercato delle società comparabili rappresentano una stima non distorta del valore fondamentale delle stesse. Improvvisazione e carenza di metodi generano multipli di scarsa affidabilità, occorre respingere l'idea che i multipli siano uno strumento valutativo semplice e rapido, utile per risparmiare tempo e denaro rispetto ai metodi precedentemente trattati. Inoltre l'applicazione con modalità e fini impropri, non possono che sminuirne l'efficacia. Capita sovente che si attribuisca ai multipli la finta funzione di controllo dei metodi assoluti mentre sono in realtà questi ultimi che vengono adattati ai primi. Se i multipli vengono utilizzati in modo complementare ai criteri assoluti, consentono di identificare le leve del valore e le leve dei prezzi. A questo proposito occorre distinguere tra multipli che guidano i prezzi e multipli che sono funzione dei prezzi. Partendo dal concetto che i multipli sono ottenuti rapportando un prezzo (puntale o medio, riferito ad una azione o all'azienda nel suo complesso) e una quantità aziendale, la distinzione precedente fa riferimento all'esistenza di un

nesso di casualità fra questi parametri. Se è riscontrabile un nesso casuale tra prezzo e quantità – e magari raffigurabile con una relazione diretta e lineare – si dovrebbe riscontrare anche una stabilità del multiplo nel tempo. Considerando il più classico dei multipli, il rapporto prezzo / utile (P/E), possiamo dire che se esiste una relazione diretta e lineare, al raddoppio dell'utile dovrebbe corrispondere un aumento del prezzo nella stessa direzione. Questo consentirebbe di calmierare la volatilità del multiplo; la stabilità del multiplo indicherebbe che la quantità aziendale considerata guida i prezzi di mercato, ovvero cattura le leve del valore giudicate rilevanti dagli investitori. In merito ai multipli possiamo riassumere sei concetti fondamentali per capire l'importanza dei multipli:

1. Sono parte essenziale del processo valutativo;
2. Sono stimatori del valore aziendale e non misuratori;
3. I mercati finanziari esprimono multipli per azienda e non valori medi;
4. La valutazione relativa non è quella che fa confrontare imprese non quotate con la media di quelle quotate comparabili; la valutazione relativa è quella che il mercato finanziario esprime apprezzando imprese comparabili;
5. Il paradigma valutativo del mercato finanziario permette di apprezzare le diversità, mentre i medi li appiattiscono;
6. Il multiplo medio non richiede una comprensione del business, che altresì è fondamentale ai fini del paradigma valutativo del mercato finanziario. I multipli medi li sanno calcolare tutti, il paradigma valutativo del mercato finanziario lo sanno «estrarre» solo gli esperti valutatori.

L'uso dei moltiplicatori avviene secondo due approcci:

1. L'approccio delle società comparabili;
2. L'approccio delle transazioni comparabili.

Nel primo caso, si fa riferimento a un campione di società quotate comparabili e quindi ai prezzi segnati dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare le imprese – obiettivo. Nel secondo caso si fa riferimento ai prezzi di negoziazione tipicamente riguardanti il controllo, o comunque pacchetti rilevanti, di società

comparabili. L'approccio delle società comparabili può essere utilizzato nelle seguenti fasi di applicazione professionale:

- scelta del campione di società comparabili;
- scelta dei moltiplicatore;
- scelta di dati affidabili;
- elaborazioni scelte finali.

Nella scelta delle società comparabili, va ricordato che non esistono società identiche: la comparabilità va stabilita con una certa approssimazione. Nozioni diffuse identificano come caratteri individuabili di comparabilità i seguenti:

- l'appartenenza allo stesso settore;
- la dimensione;
- i rischi finanziari;
- l'omogeneità effettiva;
- la governance;
- la trasparenza;
- lo stadio di vita dell'azienda;
- i modelli di business e così via.

In merito alle dimensioni, ci sono affermazioni ricorrenti che identificano alcuni aspetti da valutare per società comparabili:

- l'efficienza produttiva, commerciale e degli acquisti;
- la diversificazione spaziale;
- i prezzi di vendita, quando la grande dimensione si accompagna alla leadership;
- il costo dei capitali.

Anche i rischi finanziari necessitano di omogeneità. Essa si traduce nella struttura del capitale (tipicamente nel rapporto tra debiti e capitale proprio), nell'equilibrio finanziario misurato dagli indici caratteristici, in generale nella credibilità goduta

presso sistema finanziario. I moltiplicatori usati nella pratica si distinguono innanzitutto in due categorie:

1. Equity side;
2. Asset side.

La distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato al numeratore del multiplo:

- nel primo caso, equity side, il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale (multipli di capitale);
- nel secondo caso, asset side, il numeratore è l'investimento dell'attivo lordo, di solito inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto (valore del capitale + debiti – liquidità).

I multipli si distinguono per le quantità espresse al denominatore: si tratta di misure di performance, cioè di risultato periodico, ma anche di altre quantità sia contabili, che di diversa natura. Quando il denominatore esprime una performance occorre che i risultati periodici siano innanzitutto compatibili con il numeratore. Per i multipli equity side ciò significa che i risultati (utili netti o margini operativi) vanno intesi dopo gli interessi passivi (*unlevered*); per i multipli ad asset side i risultati sono invece prima degli interessi passivi (*levered*). I multipli equity side sono tipicamente consigliati nei settori a redditività consolidata, dove il divario fra redditività corrente di bilancio e risultati economici effettivi è contenuta. Nei settori in crescita, nella forma di multipli forward o di secondo livello, come il multiplo PEG (P/E – to –growth). Il più noto dei moltiplicatori equity side è il classico **P/E**, al quale possono essere ricondotti tutti gli altri multipli dello stesso tipo. Esso impiega l'utile netto come misura della performance. La sua diffusione è tale che in ogni parte del mondo vi sono organi di stampa che pubblicano giornalmente i P/E di tutte le società quotate. Un altro concetto tecnicamente importante quello di multiplo forward (tipico il P/E forward). Si tratta di un multiplo previsto a un certo anno  $n$  futuro. Le spiegazioni relative a questo

approccio, sono spesso oggetto di complesse ricerche a cui si legano altre esigenze:

1. assicurare l'omogeneità delle società che compongono il campione;
2. verificare la ragionevolezza e l'attendibilità delle stime condotte;
3. prevedere le variazioni del moltiplicatore futuro.

Un altro moltiplicatore molto diffuso è **P/BV (Price / Book Value)**, tipicamente utilizzato nei Paesi che non hanno alle spalle periodi di forte inflazione. Questo moltiplicatore è strettamente correlato al ROE, tanto da dover tenere conto nel campione di aziende imprese con valori di ROE simili:  $P/BV = ROE \times P/E$ . Esistono poi i moltiplicatori degli utili lordi (EV / EBIT, EV / EBITDA) che rispondono all'intento di neutralizzare le politiche di bilancio, fiscali e le strutture finanziarie. I moltiplicatori più utilizzati nella pratica sono P/CF (price / cash flow) ed EV/CF che sono particolarmente significativi per aziende caratterizzate da importanti costi cui non corrispondono uscite di cassa. Ancora troviamo i moltiplicatori P/S (price / sales) e l'EV/S che però non inglobano nessuna variazione riguardo ai prezzi. L'approccio delle transazioni comparabili, si è affermato in seguito alla disponibilità di una quantità sempre maggiore di informazioni. In una prima versione, la comparazione avviene direttamente avendo riguardo ai prezzi. In una seconda versione, prevede il seguente schema:

1. Raccolta di informazioni sui prezzi di transazioni comparabili (deal prices) avvenute in un certo periodo (fino a 4-5 anni) per aziende del settore;
2. Analisi di comparabilità ed omogeneità;
3. Sviluppo di multipli per rendere comparabili i deals con l'impresa-obiettivo;
4. Utilizzo di tali multipli per esprimere il valore dell'azienda – obiettivo.

Nella pratica professionale, spesso, si utilizzano congiuntamente i due approcci: società comparabili e transazioni comparabili. I casi studiati, hanno evidenziato che il miglior approccio consiste in una scelta dei metodi di stima caso per caso e

congiunti. Per poter avvicinarsi al valore di mercato occorre stimare ogni peculiarità dell'azienda. Dopo questa disamina di tutti i metodi di stima, l'attenzione è stata posta sull'apporto delle **attività intangibili** al valore dell'azienda. In particolare analizzeremo gli apporti delle strategie aziendali e di marketing al *fair value*. Spesso, questo apporto è percepito leggendo la nota integrativa dei bilanci, perché è difficilmente desumibile dal conto economico e dallo stato patrimoniale. Occorre che le aziende che investono in tale direzione, trasferiscano i loro sforzi per definizione intangibili, in qualche cosa di misurabile. Esistono numerosi articoli che evidenziano come ciò sia possibile e quali risultati genera.

## **2. Il fair value**

Il termine «*fair value*», che in italiano è tradotto come «valore equo», è inteso come il prezzo di scambio per la cessione di un'attività o per l'accollo di una passività tra parti indipendenti consapevoli e disposte a concludere la trattativa. In altre parole, il fair value è da intendersi come un prezzo di scambio, cioè una quotazione recente ed attuale che consenta di cedere un'attività o di estinguere una passività. Nella nostra normativa e nei principi contabili italiani, tuttavia, questo concetto è inteso in un modo differente rispetto alla terminologia utilizzata dai principi contabili internazionali; in Italia, per le aziende commerciali e industriali, un principio simile al fair value si riscontra solo nelle rivalutazioni ammesse dalle leggi speciali che, però, sono d'altra cosa (Giussani, A. 2010b). I problemi legati al modo più appropriato in cui registrare le attività e passività in bilancio e come riflettere i cambiamenti di queste misure in rendiconti periodici di reddito, sono state parte integrante dell'informativa finanziaria nello sviluppo del bilancio orientato al finanziario del XIX secolo e del reddito (o di profitto e perdite) nel XX secolo (Gwilliam, D. 2008). Il termine fair value, è sicuramente foriero di interpretazioni diverse e forse discordanti tra loro, le cui implicazioni non si limitano al piano etimologico, ma si estendono alle tematiche applicative di determinazione del valore. Nella definizione di fair value, così come deve essere implementato anche nella normativa italiana, non si deve quindi pensare ad un criterio univoco di misurazione dei valori del bilancio in grado di condurre con precisione a valutazioni puntuali ed incontrovertibili, che è ciò che farebbe in un primo tempo pensare che la definizione «valore equo» adottata dal legislatore italiano. Nella definizione di «prezzo di scambio» è necessario precisare che i principi internazionali non si riferiscono a trattative private, bensì proprio ad un valore di mercato che consente di cedere l'attività o la passività ad un valore equo per le parti (Giussani, A. 2010b). Nel corso del tempo, tuttavia, il criterio dei costi storici, in cui le attività sono iscritte al costo e, se hanno una durata limitata, ammortizzati nell'arco della vita, è diventata la convenzione dominante nel Regno Unito, Stati Uniti e in molte altre giurisdizioni. Il fair value, infatti, rappresenta il valore al quale un bene può essere scambiato, o una passività estinta, tra parti terze

libere e consapevoli. La definizione di fair value presente nei principi internazionali è basata sul presupposto che un'impresa, in situazione di continuità aziendale, non ha alcuna intenzione o necessità di liquidare, ridurre in modo rilevante le sue operazioni o effettuare operazioni a condizioni sconvenienti. Il fair value, pertanto, non è l'ammontare che un'impresa potrebbe incassare o pagare in un'operazione forzata o una liquidazione involontaria, anche se, comunque, riflette la qualità di credito dello strumento. In questo senso, secondo i principi contabili internazionali, il prezzo che si è realizzato in una negoziazione effettivamente avvenuta non è necessariamente un fair value, a meno che la transazione non rifletta un accordo tra parti ugualmente consapevoli e desiderose di concludere lo scambio secondo reciproco interesse economico e in posizione libera e paritaria. Il fair value è quindi un valore neutrale rispetto le condizioni specifiche di una possibile negoziazione, non influenzato da possibili distorsioni che intervengono in una contrattazione effettiva. Nel XX secolo è emersa una letteratura accademica che ha cercato di determinare le più appropriate basi di valutazione delle attività (Bonbright, J. 1965). Parallelamente a questo lavoro, ma, in una certa misura, distaccato da esso, era la continuazione di una tradizione molto più lunga all'interno della letteratura economica che si concentra su temi di valutazione e di reddito. Questo lavoro, che può essere fatto risalire in origine a quello di Ricardo e di altri economisti classici, era, nel complesso, diretto ai problemi di distribuzione e accumulo (Sraffa, P. 1951–1973). Non sempre però il fair value è facilmente identificabile in un mercato o una trattativa che ne consentano l'individuazione del valore. In questi casi è previsto che il fair value sia calcolabile, utilizzando appositi metodi e tecniche valutative. Se un'impresa è in grado di quantificare in modo attendibile il fair value sia dell'attività ricevuta sia del corrispettivo dato in cambio la quantificazione del corrispettivo pagato può essere una misurazione attendibile del costo dell'attività ricevuta. Il termine fair value deve probabilmente essere tradotto facendo riferimento al concetto di valore corrente di scambio: questo sarà rappresentato dai prezzi di mercato, quando disponibili, oppure da ragionevoli approssimazioni di tali prestiti mediante l'utilizzo di tecniche e modelli valutativi di generale accettazione. Il problema è che tale criterio di valutazione si applica, o deve comunque essere considerato, come termine di paragone ai fini di

eventuali processi di valutazione, anche ad attività o passività per le quali prezzi attendibili determinati in mercati attivi, per usare la terminologia utilizzata dal nostro legislatore, non esistono (Giussani, A. 2010b). Ad esempio, una partecipazione detenuta in società non quotate o trattate in circuiti di negoziazione bancaria, è di difficile misurazione «attendibile» con il fair value. L'OIC precisa che il termine fair value deve probabilmente essere tradotto facendo riferimento al concetto di «valore corrente di scambio»: questo sarà rappresentato dai prezzi di mercato laddove disponibili, ovvero da ragionevoli approssimazioni di tali prezzi, come pure previsto dalla lett. b) del comma 3 dell'art. 2427-bis, codice civile, determinati mediante l'utilizzo di tecniche e modelli valutativi di generale accettazione. Il fair value di un'attività per la quale non esistono transazioni comparabili è attendibilmente quantificabile quando:

1. la variabilità nella fascia dei valori delle stime di fair value ragionevoli non è significativa (cioè si possono quantificare ammontari ragionevoli del fair value dell'attività in un campo di valore abbastanza ristretto);
2. le probabilità delle diverse stime entro un campo di valori possono essere attendibilmente valutate e utilizzate per effettuare la quantificazione dell'importo.

Il fair value comunque differisce dal valore in uso, perché il fair value riflette le conoscenze e le stime dei soggetti economici presenti sul mercato, come anche i fattori che sono rilevanti per coloro che sono presenti sul mercato in generale. Al contrario, il valore d'uso, riflette la conoscenza e le stime dell'impresa, come pure i fattori specifici di una determinata entità economica e non applicati alle imprese nel loro insieme (Giussani, A. 2010b).

## ***2.1 L'informazione contabile***

*“Lo sviluppo dei principi contabili rivela che il costo storico è sostituito dalla contabilizzazione al valore equo (fair value)”* (Barlev, B., 2003). Il fair value, a differenza del costo storico che nasconde la reale situazione finanziaria e del

reddito, è maggiormente rilevante. La rilevanza delle relazioni finanziarie devono essere misurate, oltre ad un'associazione tra rendimenti di mercato e contabili, in termini di contributo alla gestione aziendale, alla riduzione dei costi di agenzia, ad accrescere l'efficienza della gestione e fornire informazioni pertinenti alle parti interessate e ai lavoratori nella loro vita aziendale (Giussani, A. 2010b). Questo tipo di approccio, vuole richiamare l'attenzione degli azionisti al valore del loro patrimonio netto ed evidenziare l'importanza della gestione. Questa volontà provoca un cambiamento fondamentale nella percezione dei manager e delle rispettive funzioni. Inoltre, questo approccio, si allinea con l'esigenza di trasparenza richiesta dal mercato (Barlev, B., 2003). Mettendo a confronto il metodo del costo storico rispetto al metodo del fair value, considerando due qualità dell'informazione contabile e cioè l'attendibilità del dato esposto (intesa come verificabilità del dato) e la rilevanza (intesa come significatività dell'informazione), si potrebbe osservare che il metodo del costo fornisce alta attendibilità, perché la sua misurazione è certa, deriva generalmente da atti e documenti formali e non subisce variazioni nel tempo. L'informazione fornita però è poco rilevante, perché molte attività e passività possono modificare il loro valore nel tempo e di conseguenza il patrimonio aziendale evidenziato in un bilancio al costo storico, non è influenzato da queste variazioni e fornisce pertanto informazioni poco interessanti per un investitore (Giussani, A. 2010b). Si pensi ad esempio ai titoli azionari, che secondo le regole del costo, riflettono in bilancio solo le oscillazioni negative, oppure si pensi agli strumenti derivati che hanno un costo prossimo allo zero ma che durante la loro vita utile possono assumere valutazioni con importi anche molto significativi e che invece, in un bilancio redatto in base al criterio del costo, non sono evidenziati. Di conseguenza per alcune attività e passività il metodo del fair value consente di valutare le attività e le passività in base ad un valore corrente che deriva da quotazioni che riflettono l'effettivo valore di mercato. La rilevanza dell'informazione e della valutazione con questo metodo è molto alta, però l'attendibilità del dato può essere poco garantita o discutibile. I principi contabili internazionali, dunque, fondano questi due aspetti e consentono, in alcuni casi impongono, la valutazione al fair value solo per alcune poste dello stato patrimoniale allorché il fair value possa essere

stimato in modo attendibile. Le valutazioni al fair value, sono consentite per le immobilizzazioni materiali e per i beni strumentali, sono obbligatorie per tutti i derivati, per gli altri strumenti finanziari e per le attività biologiche nel settore dell'agricoltura. Tutte le voci dello stato patrimoniale sono valutate in base al metodo del costo storico o del costo storico ammortizzato. La valutazione a valore equo è dunque effettuata solo dove il fair value è misurabile in modo attendibile, in modo da rendere l'informazione fornita realistica e credibile (Giussani, A. 2010b).

### **2.3 IFRS**

Per quanto riguarda le attività materiali immobilizzate, lo IAS 16, dispone che quando il fair value di una immobilizzazione materiale strumentale è quantificabile in modo attendibile, è possibile adottare il criterio di valutazione del costo rivalutato (in alternativa al criterio del costo ammortizzato), che consiste nel rivalutare il valore dell'attività in modo da portarlo a un valore pari al fair value alla data di rivalutazione meno gli ammortamenti accumulati e le eventuali perdite di valore. Le rivalutazioni in questo caso devono essere effettuate con sufficiente regolarità in modo che il valore iscritto non differisca significativamente da quello che si sarebbe determinato utilizzando il valore corrente alla data di bilancio (Giussani, A. 2010b). Il fair value di terreni ed edifici, è rappresentato solitamente dal valore di mercato. Questo valore viene determinato mediante una perizia, di solito eseguite da periti professionalmente qualificati. Il fair value di impianti macchinari è rappresentato solitamente dal loro valore di mercato determinato mediante una perizia. Quando non c'è disponibilità del valore di mercato, a causa della particolare natura dell'impianto e del macchinario e perché questi elementi vengono venduti raramente, salvo che come parte di un ramo di attività, l'impresa stima il fair value utilizzando il metodo del costo di sostituzione ammortizzato oppure l'approccio economico. Per quanto riguarda gli investimenti in immobili lo IAS 40, dispone che dopo la contabilizzazione iniziale, un'impresa che sceglie la valutazione del fair value deve valutare con tale metodo tutti gli investimenti immobiliari. Gli utili e le perdite derivanti da variazioni del fair value, devono

essere contabilizzati nel conto economico. Il fair value per questa classe di attività è generalmente il prezzo al quale l'immobile potrebbe essere scambiato tra parti indipendenti, interessate e disponibili ad effettuare la transazione. La stima approssima generalmente il prezzo più probabile, ragionevolmente ottenibile sul mercato alla data di riferimento del bilancio e non tiene conto dei costi operativi che l'impresa potrebbe sostenere in una vendita o un'altra dismissione. Il fair value deve riflettere le reali condizioni di mercato alla data del bilancio, non ad una data passata o futura, né deve essere condizionato da eventi o transazioni particolari come ad esempio finanziamenti atipici, accordi con parti di retrolocazione, corrispettivi e concessioni particolari concessi da soggetti coinvolti nella vendita (Giussani, A. 2010b). Per quanto riguarda le attività finanziarie, lo IAS 39 stabilisce che dopo le rilevazioni iniziali le attività finanziarie inclusive derivati devono essere valutate al fair value, senza tenere conto dei costi di transazione che possono essere sostenuti al momento della vendita, ad eccezione delle seguenti attività finanziarie:

1. prestiti e crediti che sono valutati al costo ammortizzato utilizzando il metodo del tasso di interesse effettivo;
2. investimenti detenuti fino alla scadenza che sono valutati al costo ammortizzato utilizzando il metodo del tasso d'interesse effettivo;
3. investimenti e strumenti rappresentativi del patrimonio netto che non hanno un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo ed il cui fair value non può essere determinato in modo affidabile e derivati collegati agli stessi strumenti che devono essere regolati con la consegna degli stessi strumenti: sia gli strumenti che i derivati devono essere valutati al costo.

Per quanto riguarda le attività agricole, lo IAS 41, stabilisce che devono essere valutate al fair value: il principio infatti afferma che, vi è la presunzione che il valore corrente di un'attività biologica sia misurabile e attendibile. La presunzione può essere confutata solo al momento della contabilizzazione iniziale di un'attività biologica per la quale i valori o i prezzi di mercato non sono disponibili e le stime alternative previste sono chiaramente inaffidabili. In questa situazione l'attività

biologica deve essere valutata al costo al netto di eventuali ammortamenti accumulati o di perdite durevoli. Quando il valore di mercato diviene disponibile, l'attività deve essere valutata al valore di mercato al netto dei costi stimati al punto di vendita (Giussani, A. 2010b).

#### ***2.4 Confronto tra fair value e costo***

Fare un confronto tra i due modelli, permette anche di comprendere come il bilancio secondo i principi contabili internazionali, consente di ottenere informazioni qualitative al lettore del bilancio nel processo di decisione economica. La valutazione che si fonda sul criterio del costo storico, assicura maggiore certezza in merito alla rilevazione degli utili nel conto economico dell'esercizio, in quanto la registrazione contabile presuppone che abbia avuto luogo un'operazione seria di vendita. Se la valutazione è effettuata in base al fair value, il valore di un'attività o di una passività, può avere subito una variazione rispetto al momento della sua prima iscrizione e di conseguenza potrebbero essere stati inclusi nel conto economico, nel patrimonio aziendale, utili non ancora realizzati, in quanto non ha avuto luogo una vendita. I dati esposti con il metodo del costo al netto dell'ammortamento, invece, sono dati attendibili e certi, ma sono dati obsoleti, che non consentono di valutare l'effettivo patrimonio dell'azienda che ha subito variazioni dal momento di acquisizione dei beni sulla base della gestione aziendale, dell'esperienza e dell'avviamento autogenerato (Giussani, A. 2010b). I dati esposti con il metodo del fair value dunque sono dati volatili e si modificano ad ogni data di bilancio tenendo conto delle quotazioni esterne e che rendono i risultati aziendali soggetti alla modificazione del mercato. Con il metodo del fair value, infatti, l'attività e la passività esposta in bilancio in base alla quotazione o al corrispettivo emergente dalla valutazione in quella data, e la differenza rispetto al fair value precedente è imputata al conto economico oppure ad una riserva del patrimonio netto: questo dipende dal tipo di attività o di passività. La variazione di fair value dà volatilità al patrimonio aziendale perché dipende da quotazioni che possono avere oscillazioni rilevanti. Le finalità del bilancio nei principi contabili internazionali, sono quelli di fornire informazioni strutturate sulla posizione

finanziaria, sul risultato economico, sui flussi di disponibilità liquide di un'impresa utili a diversi utilizzatori del bilancio. Per questo motivo tutti i principi contabili internazionali mirano a fornire informazioni qualitative che permettono al lettore di prendere decisioni riferite all'azienda o al gruppo in esame. Le valutazioni del fair value, di tutte le attività e le passività di stato patrimoniale, sono però impossibili soprattutto quando la quantificazione del fair value non è effettuabile in modo diretto (in assenza di un mercato attivo) oppure quando non esistono tecniche di valutazione accettabili dal mondo economico, documentabili e ripercorribili. Se non c'è un mercato attivo per lo strumento finanziario, si devono utilizzare tecniche di valutazione (Giussani, A. 2010b).

Le tecniche di valutazione comprendono l'uso di operazioni recenti tra parti indipendenti e informate, se disponibili, in riferimento al fair value di un altro strumento sostanzialmente simile, l'analisi dei flussi di cassa e i modelli di valutazione delle opzioni. L'obiettivo di una tecnica di valutazione, è quello di determinare il prezzo al quale un'operazione determinata da normali motivazioni di business, avrebbe potuto avvenire tra terzi informati alla data del bilancio. Le tecniche di valutazione devono basarsi più possibile sull'uso di un input di mercato ed il meno possibile sui input specifici dell'impresa. È prevedibile che una tecnica di valutazione porti una stima realistica di fair value se:

- a) riflette ragionevolmente come il mercato valuterebbe lo strumento;
- b) gli input della valutazione rappresentano ragionevolmente le aspettative del mercato e i fattori di rischio inerenti allo strumento.

Una tecnica di valutazione incorpora tutti i fattori che i partecipanti al mercato considererebbero nel valutare un prezzo ed è coerente con le metodologie economiche accettate per valutare gli strumenti finanziari. Periodicamente un'entità deve calibrare le tecniche di valutazione ed effettuare i controlli sulla sua validità utilizzando prezzi provenienti da operazioni correnti di mercato osservabili sullo stesso strumento o basati su dati di mercato osservabili. Un'impresa deve ottenere coerentemente i dati di mercato dallo stesso mercato nel quale lo strumento è stato originariamente acquistato (Giussani, A. 2010b).

## ***2.5 Fonti normative***

Nei principi contabili internazionali il metodo del fair value è uno dei criteri ammessi nelle valutazioni di attività e di passività mentre in Italia attualmente esistono due casistiche:

1. per le società industriali e commerciali che applicano il codice civile il criterio del fair value non è ammesso (fatta eccezione per le rivalutazioni di legge);
2. per le società finanziarie che applicano il D.L.vo 87/92 il fair value è un criterio ammesso per la valutazione degli strumenti finanziari.

Questa situazione consolidata da anni sta per modificarsi: l'applicazione del fair value nei bilanci deriva dalla direttiva 2001/65/CE che, a seguito del processo di convergenza verso le regole internazionali, ha imposto anche al nostro paese di inserire fair value come uno dei criteri ammessi dalle regole contabili italiane. La direttiva n. 65 ha infatti modificato le cosiddette direttive contabili nelle parti in cui esse trattano dei criteri e delle regole di valutazione dei conti annuali consolidati, consentendo l'uso del fair value quale regola di valutazione o elemento di disclosure degli strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati. In Italia la direttiva 2001/65/CE, è stata già parzialmente recepita attraverso il D.L.vo 30 dicembre 2003 n.394, già in vigore dal 1° gennaio 2005. Il recepimento è stato parziale in quanto sono state implementate nella nostra normativa soltanto le parti obbligatorie disposte dalla direttiva 65 in tema solo di informativa nelle note al bilancio. L'effetto dell'entrata in vigore del D.L.vo 30 dicembre 2003 n.394 è stata l'introduzione dell'art.1427-bis e l'integrazione dell'art.2428 richiedendo alle imprese italiane, in pratica, di fornire informazioni qualificanti in tema di strumenti finanziari e di fair value degli stessi (Giussani, A. 2010b).

## ***2.6 Fair value in Italia***

Fino a quando le direttive europee n. 51 e n. 65 non saranno pienamente recepite nella normativa italiana, i nostri principi contabili e i postulati di bilancio che

derivano dalle norme di legge per la redazione dei bilanci delle società industriali e commerciali, impongono che si possono indicare esclusivamente di utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio (Giussani, A. 2010b). Questo significa che chi attualmente applica il codice civile per la redazione del bilancio ha il divieto di applicare fair value tra i criteri di valutazione di attività passività: tale criterio di valutazione è messo solo allorché sia consentito da una norma di legge (si pensi alle rivalutazioni di legge) oppure si evidenzia di una perdita duratura di valore. In questi casi le svalutazioni e accantonamenti ai fondi rischi diventano necessari. Invece è fatto divieto utilizzare il metodo del fair value nella valutazione di attività che consentirebbero, nei casi di rialzi delle quotazioni, di scrivere in bilancio «utili non realizzati». Nonostante ciò nel nostro paese il D.L.vo 87/92, in applicazione della direttiva n.86 e n.635 ha operato una rilettura della normativa generale dettata dalla direttiva comunitaria prevedendo in modo esplicito, per le società che fanno parte del mondo finanziario, alcune deroghe al principio asimmetrico della prudenza: nell'art.20 del D.L.vo 87/92, è disciplinata la regola secondo la quale i titoli ed i valori mobiliari che rappresentano operazioni fuori bilancio e che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie e che sono quotati in mercati organizzati, sono valutati dei seguenti criteri:

1. al minor valore tra costo d'acquisto valori di mercato;
2. al valore di mercato.

Gli operatori finanziari, nel corso del tempo, hanno adottato una prassi contabile con valutazione «al mercato» degli strumenti finanziari, estendendo il principio del valore di mercato anche a quegli strumenti che, pur non essendo direttamente quotati sui mercati organizzati, assumono come parametri di riferimento prezzi, quotazioni o indici rilevabili sui circuiti informativi normalmente utilizzati a livello internazionale e comunque obiettivamente determinabili (Giussani, A. 2010b). L'introduzione della possibilità o dell'obbligo di contabilizzare il fair value determinate attività e passività finanziarie anche nella normativa italiana a seguito dell'implementazione delle direttive europee, pone il problema di come contabilizzare le variazioni di fair value registrate nel corso del periodo di

riferimento, considerando gli effetti dell'inclusione di utili non realizzati nel conto economico (Giussani, A. 2010b).

La commissione europea ha ritenuto che, in pratica, gli strumenti finanziari per i quali la direttiva avrà conseguenze dirette, saranno le attività e le passività finanziarie detenute ai fini di negoziazione quali obbligazioni contrattuali di titoli che vengono frequentemente acquistati, venduti allo scopo di ricavare profitto dalle fluttuazioni dei prezzi a breve termine (che si tratti di strumenti negoziati in borsa, di strumenti cosiddetti «over the counter»). Poiché questi strumenti vengono acquistati e venduti più volte nel breve periodo, i profitti e le perdite sono da considerarsi effettivamente realizzati; di conseguenza, viene accertato che in tal caso le variazioni di fair value possono essere contabilizzate nel conto economico. Di conseguenza, appare sempre più evidente, che nella piena adozione delle direttive n.51 e n.65 dell'unione europea il fair value supera anche nella legislazione italiana il titolo di criterio di valutazione ammesso (Giussani, A. 2010b). La valutazione dei derivati. Attualmente con particolare riferimento all'operazione fuori bilancio e quindi degli strumenti derivati a fronte di un completo silenzio delle altre disposizioni che disciplinano la redazione dei bilanci aperta parentesi il codice civile che regoli criteri di formazione dei bilanci della generalità delle imprese nulla dice al riguardo di una parentesi hanno trovato in Italia un'applicazione sempre più estensivo le disposizioni della Banca d'Italia e non solo nel settore degli intermediari finanziari. Tale approccio maturato dapprima nella pratica professionale è stato oggetto di un'autorevole conferma da parte della Consob che con la sua comunicazione di EM1026875 dell'11 aprile 2000 e uno ha affermato l'applicabilità anche le imprese diverse dalle banche degli intermediari finanziari che pongono in operazioni in derivati del corpo normativo previsto dal decreto legislativo numero 87 del 92 ore compatibili con i postulati generali del bilancio previsti dal codice. L'articolo 15 del decreto legislativo 87 92 precisa che le attività le passività in bilancio e fuori bilancio sono valutate separatamente. In quest'ultimo caso l'importo delle rivalutazione deve essere indicato nella nota integrativa criteri di valutazione tuttavia non sono applicabili dalle società industriali e commerciali che applicano il codice civile per la

redazione del bilancio. Queste ultime ai sensi dell'articolo 2427 disse, sono tenute solo a dare informazioni sul fermaglio dei derivati nelle note di viaggio ma le oscillazioni di valore di tali strumenti finanziari il valore complessivo del divieto d'iscrizione di utili non realizzati. Questa disparità di trattamento contabile settoriale non è giustificabile; il pieno recepimento delle direttive di cui sopra urleranno questa lacuna contabile (Giussani, A. 2010b).

### **3. I principi contabili internazionali**

L'evoluzione dei mercati finanziari, la globalizzazione dell'economia, la comparabilità dei dati pubblici delle imprese, hanno reso sempre più evidente la necessità di bilanci preparati con criteri uniformi. Solo l'utilizzo di criteri comuni può permettere ai mercati finanziari di allocare nel modo migliore i mezzi finanziari nelle imprese che offrono le migliori combinazioni di redditività e rischio. L'esistenza di un elevato numero di insiemi di principi contabili nazionali, ognuno di essi differente dagli altri, spesso in modo significativo, impone un costo inaccettabile ai mercati dei capitali. Alcuni di questi costi possono essere diretti e sostenuti dalle imprese che devono adottare standard multipli se vogliono raccogliere capitali in differenti mercati. C'è anche un costo più importante, il sistematico incremento del costo dei capitali. I mercati chiedono un premio per l'incertezza, ivi inclusa l'incertezza sui principi contabili utilizzati per predisporre le informazioni. L'esistenza di multipli ed a volte sconosciuti, insiemi di principi contabili, accresce l'incertezza e fa salire il costo dei capitali. Vi sono situazioni nelle quali la mancanza di fiducia nelle informazioni fornite dai bilanci spinge l'investitore ad abbandonare i mercati ed a rifiutare di investire qualsiasi prezzo. Anche se vi è un incremento sistematico del costo dei capitali l'incertezza creata dai diversi sistemi di principi contabili favorisce la cattiva allocazione dei capitali tra i partecipanti al mercato. In molte aree della contabilità gli organismi nazionali trovano difficile agire da soli. Un principio contabile severo potrebbe mettere in una situazione di svantaggio competitivo le imprese locali rispetto a quelle che agiscono fuori della loro giurisdizione. Inoltre, prassi e pressioni politiche locali possono ostacolare il lavoro degli organismi nazionali. Un organismo internazionale può statuire principi contabili internazionali applicabili a tutte le società in tutte le giurisdizioni, eliminando così gli svantaggi percepiti. I mercati finanziari hanno bisogno, oltre all'uniformità dei criteri, anche di trasparenza di principi contabili sani, idonei a presentare in modo affidabile la situazione delle imprese (Giussani, A. 2010a).

### **3.1 IFRS**

Gli Organismi di contabilità si trovano ad affrontare la sfida di sostenere e migliorare la qualità dell'informativa finanziaria, incoraggiando allo stesso tempo lo sviluppo di un quadro di alta qualità globale finanziaria. Il Financial Accounting Standards Board (FASB) ha inserito in agenda un progetto dal titolo, "*non divulgazione di informazione su attività immateriali iscritte in bilancio*". La Commissione Europea, Direzione generale Imprese ha lanciato un bando di gara per uno "*Studio sulla valutazione delle attività immateriali e le pratiche contabili associate*" (Eckstein, C. 2004).

La fiducia nel sistema di preparazione dei bilanci è un elemento essenziale per assicurare che i mercati allochino i capitali efficientemente sia a livello internazionale sia all'interno dei singoli Stati. Per rendere efficiente l'allocazione internazionale dei capitali è importante poter far riferimento a standard globali. Il fatto che gli standard siano internazionali aiuta anche a disciplinarmente l'attività del controllo contabile, facilita la loro applicazione, l'adozione da parte dell'autorità e assiste di analisti e investitori nell'indirizzare i capitali verso investimenti migliori. Anche con questi obiettivi i principi contabili internazionali sono stati sottoposti ad una ristrutturazione che ha portato a ridurre le alternative nella società dei criteri di valutazione ed a rendere più comparabili i bilanci. Le decisioni europee effettuate in passato, allorché fu scelto il corpo dei principi contabili internazionali come *framework* di riferimento per la redazione dei bilanci consolidati delle società quotate nei mercati regolamentati dall'Unione Europea, sono state quasi concomitanti con quelle del IOSCO (Organizzazione Internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari) e ciò ha portato ad un largo riconoscimento internazionale dei principi approvati dal IASC. Si è trattato di un processo lungo che ha richiesto molto tempo e si è svolto in una fase storica in cui alcuni Stati, precedentemente ad economia centralizzata, hanno trovato preferibile adottare i principi internazionali anziché sviluppare un nuovo *corpus* di principi contabili locali.

La buona pratica contabile è sostenuta da tre pilastri:

1. la situazione dei principi contabili stabilisce con chiarezza regole del gioco logicamente coerenti e che abbraccino tutti gli aspetti dell'attività delle imprese in modo da riflettere con ragionevolezza la sottostante realtà economica;
2. la prassi e le politiche contabili e di controllo contabile traducono questi principi in bilanci accurati, comprensibili e tempestivi da parte delle singole imprese quotate;
3. la struttura normativa legislativa e regolamentare fornisce e mantiene la necessaria disciplina.

In un mondo di finanza globale vi è un forte interesse ad incoraggiare standard di elevata qualità in ogni luogo in cui le imprese svolgono la loro attività. In questo modo si evitano distorsioni nel flusso di capitali internazionali a causa di informazioni fuorvianti mancanti. Non ultimo, un singolo insieme di principi minimizzerebbe i costi di applicazione per le società e assisterebbe l'imposizione dell'obbligo. In Europa queste esigenze sono maggiormente sentite a causa dell'esistenza del mercato unico nel quale capitali si muovono liberamente oltre i confini nazionali. L'unione europea con i suoi regolamenti che hanno reso obbligatori principi internazionali per le società quotate, ha assunto un ruolo guida nel passaggio dai principi contabili nazionali a quelli internazionali. Lo IASB ha deciso di evitare di fornire indicazioni troppo dettagliate nei principi contabili perché l'impostazione del tipo codicistico incoraggia la mentalità del «dove è scritto che non posso farlo?» Una tale impostazione sarebbe controproducente e aiuterebbe coloro che hanno intenzione di trovare il modo di aggirare gli standard anziché coloro che cercano di applicare gli standard per dare informazioni utili. Fornire indicazioni dettagliate può oscurare, anziché mettere in luce il principio sottostante. L'approccio dei principi internazionali richiede alle società ed ai loro revisori di considerare se la contabilizzazione suggerita è coerente con i principi della governo. Le imprese ed i loro revisori devono esercitare il giudizio professionale nel pubblico interesse. L'approccio richiede un forte impegno da parte di chi prepara il bilancio a fornire una rappresentazione fedele di tutte le

operazioni ed un forte impegno dei revisori a resistere alle pressioni del cliente. Il sistema non funzionerebbe senza questi impegni (Giussani, A. 2010a).

### ***3.3 La IASC foundation***

I principi contabili internazionali (IFRS International Financial Reporting Standards) sono emessi dal IASB (International Accounting Standards Board). Lo IASB è uno degli organi in cui si articola la IASC foundation. I membri della IASC foundation sono tutte le organizzazioni aderenti al IFAC (International Federation of Accountants).

Obiettivi del IFAC sono:

- lo sviluppo, nel pubblico interesse, di principi contabili di alta qualità, comprensibili e applicabili che richiedono per i bilanci e le altre comunicazioni sociali informazioni di alta qualità, trasparenti e comparabili allo scopo di agevolare le decisioni economiche dei partecipanti al mercato mondiale dei capitali e degli altri utilizzatori dei bilanci;
- promuovere l'uso della rigorosa applicazione dei suddetti principi contabili;
- guidare la convergenza dei principi contabili nazionali e internazionali verso soluzioni di alta qualità.

Nel 2009 è stata completata la prima parte del progetto quinquennale di revisione della costituzione della IASC foundation. In questa prima fase è stato introdotto il monitoring board per creare un collegamento tra lo IASC e le autorità pubbliche assicurando in questo modo l'indirizzo e le decisioni dell'organizzazione alle reali esigenze internazionali a livello contabile. È stato approvato l'aumento del numero dei componenti del board (da 14 a 16) per consentire la rappresentazione di tutte le aree geografiche delle figure professionali interessate alla presentazione dei bilanci. La costituzione della IASC foundation nel 2000 stabiliva una procedura di revisione su base quinquennale. In effetti le modifiche sono state più frequenti e la costituzione è stata modificata ogni due anni. Le modifiche hanno riguardato essenzialmente il numero dei componenti dei vari organi e l'istituzione del monitoring board. Lo IASB è costituito da 16 componenti, dei quali al massimo tre

a tempo parziale. L'incarico nello IASB è retribuito in base alla responsabilità assunta da ogni componente e alle tariffe determinate dai *Trustee*. I lavori dello IASB non possono essere resi invalidi dal fatto che il numero dei componenti sia inferiore a 16. L'IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee) è costituito da 14 componenti con diritto di voto nominati dai *Trustee* per un periodo di tre anni rinnovabile. I *Trustee* nominano anche il presidente dell'IFRIC che può essere un componente dello IASB, un membro esperto dello staff o anche una persona esterna all'organizzazione, ma dotata della necessaria professionalità. Il presidente ha il diritto di prendere la parola su questioni tecniche, ma non ha diritto di voto. Lo Standard Advisory Council (SAC), i cui componenti sono nominati dai *Trustee*, è un forum che permette alle organizzazioni ed agli individui in esso rappresentati di dare allo IASB pareri sulla compilazione dell'agenda e l'assegnazione delle priorità. Inoltre il SAC fornisce allo IASB le opinioni dell'organizzazione degli individui in esso rappresentati sui maggiori progetti in corso (Giussani, A. 2010a).

### ***3.4 Quadro normativo***

Il regolamento 1606/2002 del 19 luglio 2002 impone a tutte le società che emettono titoli quotati nei mercati regolamentati dall'Unione Europea di preparare il bilancio consolidato applicando i principi contabili internazionali (l'obbligo è iniziato dal 2005). Gli Stati che fanno parte dell'Unione Europea hanno avuto la facoltà di estendere l'utilizzo degli IFRS anche ai bilanci d'esercizio delle società quotate e ai bilanci consolidati e di esercizio delle società non quotate. I principi contabili internazionali devono essere sottoposti al processo di omologazione e ciò è possibile solo se non sono contrari al principio stabilito al paragrafo 3 dell'articolo 2 della quarta direttiva (direttiva 660/1978) che recita: «i conti annuali devono dare un quadro fedele della situazione patrimoniale, di quella finanziaria nonché del risultato economico della società.»

Le direttive contabili europee (quarta e settima) sono state approvate oltre vent'anni fa. Alla necessità di una loro modernizzazione si è aggiunta la consapevolezza di incompatibilità con i principi contabili internazionali che hanno

dovuto essere sanate con alcune modifiche introdotte nei testi delle direttive stesse. Nonostante l'evoluzione prevedibile dell'applicazione dei principi internazionali, le direttive conserveranno un ruolo importante nel diritto societario europeo: infatti per le società quotate costituiscono comunque un quadro di riferimento di cui tenere conto, mentre per le società non quotate che non applicheranno gli IFRS, manterranno il ruolo di legislazione contabile di base. Gli obiettivi della modernizzazione delle direttive contabili sono i seguenti:

1. per le società quotate (soggette al regolamento 1606/2002): eliminare tutte le divergenze tra le direttive di principi internazionali;
2. per le società non quotate (per le quali l'applicazione dei principi internazionali sarà possibile ad opzione degli Stati membri). Fare in modo che le opzioni contabili previste dai principi internazionali siano applicabili anche da parte delle imprese europee che manterranno le direttive come legislazione contabile di base;
3. in generale: aggiornare le direttive in funzione delle pratiche contabili più moderne mantenendo la loro flessibilità al fine di poterle integrare con i futuri cambiamenti, in particolare per quelli resi necessari dei principi contabili internazionali.

(Giussani, A. 2010a).

### ***3.5 Recepimento delle direttive europee in Italia***

Il primo intervento compiuto dalla commissione europea ha riguardato i criteri di contabilizzazione e l'informativa di bilancio relativi agli strumenti finanziari. La priorità di questo aspetto è stata motivata dal tentativo di ricercare un'unicità di criteri di contabilizzazione degli strumenti finanziari divenuti nel tempo sempre più complessi e sempre più utilizzati dalle imprese ed alle considerazioni della scienza in molti paesi comunitari di principi e regole contabili in grado disciplinare tali strumenti. La commissione europea nel 2001 aveva emanato la direttiva 2001/65/CE attraverso la quale recepiva sia ai fini valutativi, sia ai fini dell'informativa di bilancio, il principio di valutazione al *fair value*, sino ad allora non generalmente ammesso dalle direttive europee. Successivamente la

commissione ha approvato la direttiva 2003/51/CE completando l'armonizzazione delle direttive con i principi internazionali IAS e IFRS. Formalmente la direttiva 2001/65/CE avrebbe dovuto essere recepita dai paesi membri entro la fine del 2003. Viceversa il nostro legislatore anche in considerazione della discussione all'epoca in essere sull'adeguatezza del principio contabile internazionali per la contabilizzazione e valutazione degli strumenti finanziari (IAS 39), ha ritenuto opportuno rinviare l'adeguamento delle norme contabili nazionali alla data di recepimento della direttiva del 2003/51/CE. Nel frattempo una commissione di giuristi ed esperti contabili in seno all'OIC, guidata dal Prof. G. E. Colombo, ha sviluppato un testo di ipotesi attuativa delle tre direttive, predisponendo la bozza di articolato di proposte modifiche al codice civile nella sezione relativa al bilancio individuale e al bilancio consolidato al fine di armonizzare il più possibile la disciplina codicistica delle disposizioni di principi contabili internazionali. Con questi cambiamenti l'Europa si aspetta che anche le regole contabili italiane diano maggiore rilevanza al ruolo comunicativo del bilancio rispetto alla mera funzione di compliance formativa. All'articolo 6 del regolamento 1606/2002 prevede che l'adozione dei principi internazionali segua una procedura prestabilita. Essa prevede che il comitato di regolamentazione contabile (ARC Accounting Regulatory Committee) assista la commissione nelle decisioni. Questo comitato natura politica ed è a sua volta assistito da un organo tecnico, l'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group). Il regolamento 1606/2002 prevede due livelli per l'adozione dei principi internazionali (art.3.1 e 6). Secondo il regolamento i principi contabili internazionali non possono essere adottati e applicati nell'unione europea se non rispondono agli stessi criteri definiti del regolamento stesso. La prima fase della procedura di endorsement si era conclusa con la pubblicazione del regolamento numero 1725/2003 del 29 settembre 2003 pubblicato sulla GUCE del 13 ottobre 2003. Con questo regolamento lo state adottate quasi tutti gli IAS e le interpretazioni SIC esistenti. Successivamente lo IASB ha modificato molti dei principi già pubblicati ed emesso alcuni nuovi principi di interpretazioni. La procedura di omologazione ha comportato l'emissione di regolamenti che hanno modificato le tabelle allegate al Regolamento

1725/2003. I principi e le interpretazioni adottati con il regolamento 1725/2003 e successive modifiche sono i seguenti:

- IFRS 1: Prima adozione degli International Financial Reporting Standard;
- IFRS 2: Pagamenti basati su azioni;
- IFRS 3: Aggregazioni aziendali;
- IFRS 4: Contratti assicurativi;
- IFRS 5: Attività non correnti possedute per vendita di attività operative cessate;
- IFRS 6: Esplorazione e valutazione delle risorse minerarie;
- IFRS 7: Strumenti finanziari: informazioni integrative;
- IFRS 8: Settori operativi;
- IAS 1: Presentazione del bilancio;
- IAS 2: Rimanenze;
- IAS 7: Rendiconto finanziario;
- IAS 8: Principi contabili, cambiamenti nelle stime contabili ed errori;
- IAS 10: Fatti intervenuti dopo la data di riferimento del bilancio;
- IAS 11: Commesse a lungo termine;
- IAS 12: Imposte sul reddito;
- IAS 16: Immobili, impianti, e macchinari;
- IAS 17: Leasing;
- IAS 18: Ricavi;
- IAS 19: Benefici per i dipendenti;
- IAS 20: Contabilizzazione dei contributi pubblici e informativa sull'assistenza pubblica;
- IAS 21: Effetti delle variazioni dei cambi delle valute estere;
- IAS 23: Oneri finanziari;
- IAS 24: Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate;
- IAS 26: Fondi di previdenza;
- IAS 27: Bilancio consolidato e separato;
- IAS 28: Partecipazioni in società collegate;
- IAS 29: Informazioni contabili economiche iperinflazionate;

- IAS 30: Informazioni richieste nel bilancio delle banche e degli istituti finanziari;
- IAS 31: Partecipazioni in joint venture;
- IAS 32: Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio e informazioni integrative;
- IAS 33: Utile per azione;
- IAS 34: Bilanci intermedi;
- IAS 36: Riduzione durevole di valore delle attività;
- IAS 37: Accantonamenti, passività e attività potenziali;
- IAS 38: Attività immateriali;
- IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione;
- IAS 40: Investimenti immobiliari;
- IAS 41: Agricoltura.

Il legislatore italiano aveva introdotto già da alcuni anni una norma che avrebbe potuto permettere l'introduzione dei principi contabili internazionali. L'articolo 117 del D.L.vo 58/98 prevedeva che il Ministero di Grazia e Giustizia, di concerto con il Ministero del Tesoro, del bilancio e della programmazione economica, individuasse con regolamento, tra i principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con quelli delle direttive emanate in materia dell'unione europea, quelli sulla base dei quali gli emittenti strumenti finanziari quotati sia in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'unione, sia in mercati di paesi extracomunitari possono, in deroga alle vigenti disposizioni in materia, redigere il bilancio consolidato, sempre che i suddetti principi siano accettati nei mercati dei paesi extracomunitari. La legge comunitaria 2003 (legge 306/2003) conteneva all'art.25 una delega al governo per un decreto legislativo che ha esteso l'utilizzo dei principi contabili internazionali alle altre società. La delega è stata esercitata con il D.L.vo 38/2005 (Giussani, A. 2010a).

## **4. Valutazione strategica**

Nell'ottica strategica, la valutazione di un'azienda è imperniata sulla creazione del valore: l'incremento del capitale economico dell'azienda è in funzione delle decisioni strategiche assunte dall'azienda. Valore e strategia vengono quindi a porsi in un nesso di complementarità e interdipendenza, perché l'azienda crea valore in base alle strategie adottate e le strategie vengono assunte nell'ottica della generazione del valore. La valutazione strategica viene a riguardare:

1. finalità dell'azienda;
2. contesto ambientale competitivo;
3. dotazione delle risorse umane materiali.

In sostanza la strategia traduce risorse e opportunità in vantaggi competitivi (Balducci, D. 2008). *“La qualità d’impresa a livello di corporate governance si rispecchia nei prezzi dei mercati azionari?”* (Beiner, S. 2006). Da un punto di vista teorico, i problemi di agenzia possono influenzare il valore delle imprese attraverso flussi di cassa attesi relativi alle partecipazioni e / o del costo del capitale. Occorre considerare che i problemi di agenzia rendono gli investitori pessimisti sui flussi di cassa futuri. In riferimento ai vantaggi competitivi pone il valutatore a quantificare il valore dell'azienda nell'ottica dell'acquirente: la valutazione strategica indica, in tale dimensione, le condizioni tecniche per acquisire o meno l'azienda, per cui l'acquirente decide di acquistare o meno quell'azienda in relazione ai vantaggi competitivi che prevede di conseguire o mantenere nel tempo. In altre parole, l'acquirente valuta il privilegio e le potenzialità sinergiche derivanti dall'inserimento dell'azienda nella propria economia, quantificando l'impiego delle risorse aziendali nell'ottica di incremento del valore economico dell'impresa acquisenda (Balducci, D. 2008). L'assorbimento delle risorse e la creazione di valore sono, dunque, elementi essenziali dai quali trarre conferma della convenienza oppure validità dell'investimento. Lo scopo fondamentale dell'acquisizione consiste nel porre le basi del vantaggio strategico, acquisendo un business già esistente, azienda oggetto di valutazione, ed

integrandolo con le proprie strategie generali. La Porta et al. (2002) sostengono che gli investitori facciano salire i prezzi delle azioni con una migliore protezione giuridica a discapito dei profitti dell'impresa che potrebbero tornare a loro come interessi o dividendi invece di essere espropriati da parte dell'imprenditore che controlla l'impresa. Il valore creato dall'azienda viene a consistere nell'incremento di capitale economico per effetto delle sinergie strategiche, ma va distinto dal valore catturato dall'azienda, che non incrementa il capitale economico, ma discende dalla negoziazione del prezzo sul mercato. L'accrescimento del valore dell'azienda che opera all'acquisizione deriva quindi dalle sinergie:

1. operative (riduzione dei costi e o aumento dei ricavi);
2. finanziarie (miglioramento dell'equilibrio finanziario);
3. tributarie (riduzione del carico fiscale).

Il capitale strategico nell'ottica dell'acquirente è in definitiva una configurazione di capitale atta ad individuare il valore che uno specifico acquirente attribuisce un complesso aziendale, valore che tiene conto, nel processo valutativo, delle indicate sinergie, ma, più in generale, delle economie oppure diseconomie che l'azienda oggetto di acquisizione è in grado di arrecare alla complessiva economia dell'acquirente (Balducci, D. 2008). *“La corporate governance ha recentemente suscitato l'interesse della stampa a causa di un alto profilo di scandali come Adelphia, Enron e WorldCom”* (Byrnes et al., 2003). Coerentemente con questa attenzione alla corporate governance, i fornitori di dati sono sorti di consigliare le imprese in materia di governance e valutare la forza della loro corporate governance. Studi precedenti hanno usato il 24 fattore di responsabilità Investor Research Center (IRRC) data-base come proxy per la corporate governance, e hanno scoperto che una migliore governance è legato alla valutazione dell'impresa maggiore, come approssimata dalla Tobin'sQ (Gompers et al., 2003 , Bebchuk e Cohen, 2005; Bebchuk et al, 2005;. Cremers e Nair, 2005) .1 Beb-chuk et al. (2005) creare un indice radicamento basato su sei fattori alla base G-Index, e documentare che il loro indice guida parsimoniosa pienamente il Gompers et al. (2003) di valutazione dei risultati. La valutazione strategica non si pone in

un'ottica di alternatività rispetto la valutazione tradizionale, bensì di complementarità. La valutazione strategica è, infatti, considerata integrativa della valutazione tradizionale. La valutazione tradizionale non prende in considerazione, e questo è un suo evidente limite, il sistema competitivo in cui l'azienda è inserita, l'attrattività del settore e l'area strategica d'affari. La valutazione aziendale può essere influenzata anche dal grado di apertura economica. Per esempio, le imprese che operano in paesi con mercati di capitali ristretti, come il Brasile, il Cile, Israele, Malesia, possono ricevere valutazioni inferiori in quanto scoraggiati da investimenti internazionali. Allo stesso modo, il libero scambio può migliorare la valutazione aziendale in quanto induce le imprese a specializzarsi in settori produttivi diversi, qualora essi abbiano vantaggi comparati e le competenze di base dei mercati globali, invece di limitarsi ai mercati locali (Chua, C. T., 2007).

#### ***4.1 Valutazione strategica ed economica***

La valutazione strategica si colloca nell'ambito dei modelli basati sul valore dell'impresa. Non deve essere confusa con la valutazione economica di una strategia, la quale, in base al criterio del valore, è quantificata stimando i flussi di cassa futuri, attualizzati al momento di riferimento della valutazione. Valutazione dell'azienda e valutazione delle strategie sono due valutazioni differenti, sotto molteplici aspetti. Una prima differenza riguarda i supporti teorici della base delle due valutazioni (Balducci, D. 2008):

- per la valutazione dell'azienda sono stati elaborati teorie e metodi, consolidatisi nel tempo e divenuti di generale accettazione;
- per la valutazione delle strategie, invece, mancano modelli di riferimento sufficientemente elaborati sotto il profilo teorico e invalsi sotto il profilo operativo.

La seconda differenza tra le due valutazioni riguarda il diverso grado di certezza oppure incertezza che sottende alle previsioni dei dati e conseguentemente alle elaborazioni. La valutazione delle strategie è assimilabili alla valutazione di un

investimento, di rilevanza strategica per l'azienda: per la valutazione delle strategie si attualizzano quindi i flussi di cassa attesi e il valore residuo di fine periodo della strategia considerata, utilizzando un costo del capitale calcolato come media ponderata del costo dei mezzi propri e dei mezzi forniti da terzi. La valutazione della strategia avviene sempre in base ai criteri del valore, ma tenendo in considerazione aspetti specifici della strategia (Balducci, D. 2008):

- business idea (l'ideazione imprenditoriale);
- missione ed obiettivi strategici dell'azienda;
- politiche ambientali;
- scelte operative.

## **5. I Beni immateriali**

*“Quanto è preziosa una cultura aziendale che dica ai dipendenti di comprendere e credere nella missione della propria organizzazione, visione e valori fondamentali? Qual è il payoff di investire in un sistema di gestione della conoscenza o in un database clienti? E’ più importante migliorare le competenze di tutti i dipendenti o concentrarsi su quelli nel giro di alcune posizioni chiave?”* (Kaplan, R. S., 2004). Il capitale umano, può essere misurato in relazione alla prontezza strategica. Ovvero, si misura dal fatto che i dipendenti hanno il giusto tipo e il livello di competenze per eseguire i processi interni critici. L’organizzazione del capitale è, probabilmente, il meno comprensibile dei beni immateriali e il compito di misurarlo, è estremamente difficile. *“Le società di successo avevano una cultura in cui le persone erano profondamente consapevoli e interiorizzavano la missione, visione e valori fondamentali necessari per eseguire la strategia della società”* (Kaplan, R. S., 2004). Recenti studi hanno evidenziato l’importanza crescente del capitale (Danthine, J.-P. 2006). Il processo di accumulazione di capitale intangibile differisce in modo significativo dal processo attraverso il quale si accumula capitale fisico. Il risultato principale, è che la valutazione dell’impresa e i prezzi delle azioni sono molto dipendenti dal processo di accumulazione assunto per il capitale intangibile (Danthine, J.-P. 2006).

*“La classificazione degli intangibili riguarda due situazioni obiettivamente diverse:*

- 1. gli intangibili acquisiti (per i quali si è pagato un prezzo);*
- 2. gli intangibili internamente prodotti.*

*La classificazione degli intangibili acquisiti deve essere necessariamente condotta secondo le norme e i regolamenti, al fine dell’eventuale loro contabilizzazione e del successivo ammortamento (se hanno una vita definita) o dell’impairment annuale (se la loro durata è indeterminata)”* (Guatri, L. 2007). La classificazione

degli intangibili internamente prodotti, non essendo soggetta a comportamenti regolamentari, è molto più arbitraria. Per questa ragione, dovrebbe essere utilizzata una logica generale da affinare in una specifica. Recentemente, la letteratura strategica ha portato una particolare attenzione all'importanza delle risorse immateriali come fattori che determinano la competitività di un'impresa. Allo stesso modo, i vari aspetti dell'organizzazione dell'impresa, spiegano che una parte sostanziale della redditività non è attribuibile alle tradizionali variabili di struttura o strategia (Hansen e Wernerfelt, 1989). Nonostante questa importanza riconosciuta, i bilanci includono solo le attività il cui costo o valore può essere determinato indipendentemente da altre attività dell'impresa. Le attività immateriali che non soddisfano tali condizioni non sono incluse nel bilancio, in particolare quelli che sono stati creati dal senza che esista un valore di mercato. Un completo e scientificamente fondato studio della natura e l'impatto delle attività immateriali (Lev, B. 2001) è il risultato di un progetto iniziato da “*The Brookings Institution*” teso ad affrontare i problemi relativi alla misurazione e alla comunicazione dei beni immateriali. Questo studio si concentra sulle incongruenze che esistono nell'attuale GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) e in che misura queste hanno aggravato il problema, così come sugli sforzi di armonizzazione. Queste incoerenze nella misurazione e la rendicontazione sono state fondamentali per il *rendering* dei report finanziari non confrontabili e inadeguati (Gelb & Siegel, 2000).

### ***5.1 Classi di rischio***

Prescindendo dalla natura degli intangibili, acquisiti o internamente prodotti, vengono stilati lunghi elenchi a titolo di esempio. La ricerca, si pone l'obiettivo di creare classi omogenee in relazione a criteri logici e, in particolare, sfruttando il criterio della dominanza. L'obiettivo di questo metodo, è di evitare le sovrapposizioni tra beni immateriali e identificare due macro classi entro cui farli rientrare: marketing e tecnologici. Tra gli intangibili di marketing, possiamo citare il nome e il logo della società, la denominazione dei marchi, le insegne, le marche secondarie, le idee pubblicitarie, le strategie di marketing, le garanzie sui prodotti,

la grafica, lo sforzo di pubbliche relazioni, le idee promozionali, il design delle etichette, il design dell'imballaggio, la registrazione dei marchi.

Mentre tra gli intangibili legati alla tecnologia ricordiamo il know-how produttivo, i progetti di ricerca e sviluppo, i brevetti, i segreti industriali, il design (styling), il software, i database (Guatri, L. 2007). Esistono alcuni esempi di beni immateriali che non rientrano in nessuna delle due categorie per i quali occorre sempre rispettare il criterio della dominanza. Questo, per evitare il rischio di duplicazione e di sovrapposizioni, dove esistano intangibili sia tecnologici che di marketing. Al contempo, è opportuno indicare delle classi di riferimento perché ciò che tende ad essere inficiato è lo scenario reddituale dell'impresa. In altri termini, occorre capire se l'azienda o il ramo hanno o meno la capacità di produrre intangibili capaci di generare adeguati redditi rispetto ai valori imputati. Occorre tenere presente, che anche i beni materiali, in quest'ottica, non possono, spesso, essere valutati come singoli beni ma inseriti nel contesto produttivo. Ciò che più importa, è la certezza di non sovrapporre i valori dei beni creando, di conseguenza, uno scenario reddituale completamente diverso dalla realtà.

## ***5.2 Le finalità della stima degli intangibili***

I revisori, con la loro concezione fortemente empirica di verifica e verificabilità, si aggrappano al paradigma della tangibilità. *“Quale prova migliore dell'esistenza di un'attività potrebbe esserci di vedere e toccarla? E come si potrebbe realmente verificare l'esistenza e il valore dei marchi, la proprietà intellettuale e gli impegni di valore se non attraverso un auto-riferimento?”* (Power, M. 2001). Si possono distinguere oggi quattro essenziali finalità per la stima dei valori degli intangibili:

1. misure di performance economica (cioè risultato economico di periodo a fronte a quello contabile);
2. base informativa (economiche - patrimoniali) nella valutazione delle aziende;
3. nuovi principi contabili (IAS, IFRS) per la formazione del bilancio;
4. informazione volontaria.

“Una delle maggiori problematiche del reporting finanziario, riguarda proprio la determinazione degli intangibili” (Hùegh-krohn, N. E. J., 2000).

Il primo obiettivo che ci si pone, consiste nell'integrazione dei dati contabili con la variazione nel tempo di stock di intangibili ( $\Delta BI$ ). E' oramai nota l'importanza della determinazione degli intangibili, sia come dottrina che nella pratica. La difficoltà maggiore, consiste nell'evitare i problemi di anticipazioni o posticipazioni di utili contabili, tenuto conto che i costi che si sostengono per i beni immateriali possono generare redditività anche in anni successivi (*Earning Lending* ed *Earning Borrowing*). Questo, è un fatto che succede di continuo nelle imprese: se l'investimento nel bene immateriale è superiore al deperimento dell'intangibile, si può dire che stiamo prestando utili al futuro e viceversa. Nel caso in cui gli investimento sostenuto per gli intangibili si succedano temporalmente in maniera ordinata e i costi per la loro gestione e sviluppo siano costanti, allora siamo nella situazione di *steady state* dove il risultato contabile ed economico coincidono. Diversi studi hanno evidenziato la delicatezza dell'argomento, in particolare facendo emergere le problematiche legate all'impresa nel suo interno, aziende che distruggono valore pur producendo buoni risultati contabili, e all'esterno, ovvero pubblicando informazioni forvianti per gli investitori.

Il REI (Risultato Economico Integrato) è una misura di risultato economico espresso dalla formula:

$$REI = E + \Delta BI + \Delta PL$$

dove:

E = reddito contabile (normalizzato) nel periodo;

$\Delta BI$  = variazione di valore degli intangibili nel periodo

$\Delta PL$  = variazione di plusvalenze e minusvalenze (inespresse contabilmente) su beni materiali, crediti e debiti nel periodo.

La variazione dello stock di intangibili è misurabile di anno in anno e può essere trasportata nel futuro al fine delle relative valutazioni. Nella misurazione del REI, Guatri (Guatri, L. 2007) evidenzia come i problemi legati alla misura della

dinamica dell'intangibile specifico di anno in anno sia non poco marcata. Tanto è vero che numerosi esperti dedicano interesse alla definizione del  $\Delta$  BI in rapporto al REI generato dall'impresa. Ciò che altresì non convince, è la proiezione della variazione di intangibili così calcolate nel tempo in quanto sono molti i fattori che alimentano la variabilità di tale dato. Resta comunque inteso, che occorre determinare il valore più possibilmente vicino alla realtà del flusso di intangibili analizzati. Nella maggior parte dei casi, nei processi di valutazione d'azienda, si utilizzano metodi che determinano un valore unico oppure metodi che producono una serie di valori analitici delle diverse attività. Sia i metodi reddituali che finanziari generano un valore unico, cosa che accade anche con i metodi dei multipli utilizzati nelle transazioni comparabili. A seconda che il valore unico sia al netto oppure al lordo delle passività finanziarie, parliamo rispettivamente di valutazioni *equity side* ed *asset side*. Tipicamente, il valore unico delle valutazioni *asset side* è l'*Enterprise Value*. Si raggiunge un valore composto quando si utilizzano i metodi cosiddetti patrimoniali – reddituali, generando una netta distinzione tra intangibili generici (*goodwill*) e specifici (*badwill*).

## ***5.2 Intangibili: principi contabili***

La misura degli intangibili specifici per la formazione del bilancio è divenuta di grande attualità negli ultimi anni, specie con i nuovi principi contabili internazionali. Il problema della allocazione del prezzo di acquisizione si connette all'obbligatorietà di contabilizzare le acquisizioni di aziende, le fusioni, le scissioni e altre operazioni straordinarie con il cosiddetto *purchase method*. A tal fine partendo dal prezzo (ovvero dal costo totale dell'acquisizione), si rende necessario un processo di allocazione, che deve fornire alla contabilità tutti valori analitici necessari ai fini del controllo e del bilancio. Molte delle informazioni legate ai beni immateriali, possono essere espresse all'esterno del bilancio d'esercizio (Guatri, L. 2007). Diversi sono i metodi utilizzati per la determinazione di tale valore, in particolare, l'attenzione è posta al deperimento della stessa e rientra nel grande capitolo dell'informazione volontaria. Il reporting esterno, potrebbe essere redatto nell'ottica di fornire informazioni utili riguardanti lo sviluppo dei prodotti,

la quota di mercato detenuta dalle maggiori linee di business, dalla *customer satisfaction*. Il tutto, al fine di integrare le informazioni contenute in contabilità.

### **5.3 Misurazione degli intangibili**

Negli ultimi anni vi è stato un notevole aumento dell'interesse sia da parte dell'industria sia da parte delle università, per fornire criteri di misurazioni adeguate che possano essere utilizzate nella valutazione del "valore aggiunto" di *intangibles* nel processo aziendale. Le misure contabili dell'era industriale non sono più l'unico sistema in grado di misurare le prestazioni aziendali in epoca post-industriale (Kaplan e Norton, 1992). Inoltre, le aree di attività funzionali che hanno dimostrato particolari resistenze alla misurazione, sono state chiamate a rendere conto. Una di queste, è il marketing. C'è stato un aumento delle richieste effettuate da dirigenti in merito alla necessità di misurare il ritorno sugli investimenti in marketing (Clancy & Stone, 2005). Il marketing ha avuto un apporto limitato alla formulazione della strategia (Srivastava, Shervani, e Fahey, 1998) e una delle ragioni di questo è stata l'incapacità del marketing di identificare e misurare il valore che apporta all'impresa. L'entità di questo problema è tale che il *Marketing Science Institute* ha fatto valutare la produttività di marketing (*return on marketing*) e le metriche di marketing quale argomento prioritario di ricerca in nel 2002, 2004 e 2006. Questo è importante perché il *MSI* funge da ponte tra il mondo accademico e aziendale nel marketing. Alcuni ricercatori hanno seguito la pista di fortificare le misure contabili attuali che vengono utilizzate. Primo fra questi approcci è stato il valore economico aggiunto (EVA) (Stewart, 1993), una prospettiva che va oltre le misure contabili semplici e ritiene le spese effettuate come investimenti che devono essere valutati in linea con il ritorno dell'investimento. Altri ricercatori hanno preso una diversa impostazione e cercato di formulare metriche extra-contabili che possano essere utilizzate in combinazione con i parametri finanziari già disponibili (Gelb, D., 2000). Questa prospettiva riconosce il valore delle attività immateriali. I primi esempi di questi tipi di metriche includono l'approccio *Balanced Scorecard* (Kaplan e Norton, 1992), il più recente trend del *Customer Equity* (Blattberg, R. C., 1996) e il

*Customer Life Time Value* (Jackson, D. 1989). Una delle ragioni principali per la misurazione della performance è quello di ottenere un riscontro tempestivo in modo che le azioni correttive possono essere prese (Ambler, Kokkinaki e Puntoni, 2004). Probabilmente, uniformare il linguaggio di marketing a quello finanziario, permette ai dirigenti di ottenere una maggiore comprensione delle iniziative di marketing, di intervenire più rapidamente quando la creazione di valore sta rallentando e adottare opportune misure correttive. In passato, il rapporto tra i vari criteri di misurazione non finanziari e le prestazioni dell'impresa, era poco chiara. Spesso, i *payoff* finanziari promessi dai miglioramenti nelle misure intermedie non si sono presentati. Il *senior management* chiede che le azioni di marketing siano rese in termini di impatto finanziario e che gli investimenti di marketing superino gli stessi ostacoli finanziari come gli altri tipi di investimento. La mancanza di chiarezza tra le misure non finanziarie e le prestazioni aziendali ha inoltre presentato l'opportunità per i problemi tra la dirigenza e il marketing. L'utilizzo di una singola misura finanziaria per monitorare le prestazioni di marketing rende molto più difficile il sistema in questi modi (Morrison & Wensley, 1991).

Il valore economico di un marchio è legato alla capacità di un produttore di imporre un prezzo di vendita più elevato (Dubin, J. a. 2007). L'incertezza circa la qualità dei prodotti a marchio, o la mancanza di familiarità con alternative non di marca, rende molti consumatori riluttanti ad acquistare tali prodotti, anche in caso di cessione a prezzi inferiori. La conseguenza è che i consumatori preferiscono il bene di marca ai suoi concorrenti senza marchio e, per questo, il bene di marca può essere venduto ad un prezzo superiore a quello non di marca. Nonostante la differenza di prezzo, il produttore del bene di marca è, di solito, in grado di vendere quantità maggiori rispetto al produttore senza marchio. La combinazione di *premium price* e quota di mercato maggiore, determina la redditività relativa di prodotti di marca e non di marca. Da un punto di vista economico, il valore appropriato per un marchio dovrebbe essere riferito alla perdita dei profitti che ne deriverebbe se al produttore di marca fosse negato l'uso delle trademark. Approcci alternativi per la valutazione del marchio tra cui il *premium price*, sono la valutazione al consumo, il costo di sostituzione del marchio, i *comparables* e il valore in acquisizione e finanziaria (Simon, C. 1993). Il metodo econometrico

(Dubin, J., 1998) determina un patrimonio netto o del diritto di marchio in base al tasso di impatto sul mercato del produttore di perdere il diritto di utilizzare il marchio. La premessa di questo metodo è che il valore economico di un marchio è uguale alla differenza tra i profitti economici che un produttore potrebbe ottenere con il marchio ed i profitti guadagnati senza il marchio.

L'intangibilità delle diverse attività aziendali, data la scarsa possibilità di utilizzare strumenti specifici per definirla, viene ad essere spesso trascurata. Per questo occorre definire una logica, caratterizzata dalla scelta tra i criteri di valutazione, criteri e metodi di valutazione rispondenti a specifici requisiti, vincolarli allo scenario reddituale, così da evitare che il valore degli intangibili specifici superi un valore limite aziendale legato dallo scenario reddituale, e, in ultima istanza, la logica legata alla finalità della stima.

La scelta dei metodi si ispira ad alcuni concetti, che possono essere riassunti come segue:

- *credibilità affidabilità*: esso dipende dall'impostazione razionale delle formule, dai fattori che le definiscono ed alla possibilità di tradurre tali fattori in quantità, dalle ipotesi assunte ai fini dei calcoli (affinché sia evitato un eccessivo grado di soggettività);
- *coerenza*: i valori devono essere basati sull'analisi fondamentale dell'impresa (e della business unit), esprimendo grandezze coerenti sia con i risultati economici sia con il sistema complessivo;
- *continuità*: i calcoli devono essere ripetibili nel tempo, evitando sostanziali variazioni di criteri;
- *dimostrabilità - verificabilità*: il processo valutativo deve risultare chiaramente dimostrabile nelle sue componenti, nelle ipotesi assunte, nello svolgimento dei calcoli;
- *efficienza*: la procedura non deve essere eccessivamente onerosa.

A questi concetti base se ne possono aggiungere altri:

*adattabilità*: sono a volte giudicati preferibili metodi applicabili in molte situazioni. Ma non sempre questa è una necessità: vi sono metodi peculiari ad alcuni settori che traggono vantaggi da tale circostanza;

*confrontabilità*: è spesso giudicata interessante la possibilità di confrontare i risultati ottenuti con diversi metodi. La tabella che segue è un elenco dei vari criteri e metodi che oggi si conoscono (e che sono stati sperimentati) per la valutazione degli intangibili specifici (Guatri, L. 2007).

<b>Criterio del costo</b>
Metodo del costo storico
Metodo del costo reddituale
Metodo del costo di riproduzione
<b>Criterio dei risultati differenziali</b>
Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali (o del premium price)
Metodo del costo della perdita
<b>Criterio comparativo</b>
Metodo delle transazioni comparabili
Metodo del royalty rates (r/r) o del relief of royalties
Metodo dei multipli impliciti nei deals
Metodo dei multipli empirici
Metodo dei differenziali di multiplo sulle vendite
<b>Criterio delle ricerche di mercato</b>
Metodo interbrand
Metodo brand rating
<b>Criterio del valore della relazione con il cliente</b>

Quali che siano i metodi e criteri adottati e quali che siano le finalità della stima, il valore degli intangibili specifici trova sempre il limite del valore dell'azienda nel suo complesso, o di singole *business unit*, appropriatamente stimato e depurato del valore delle altre attività e passività. Ciò significa che esso è condizionato dallo scenario di utili. Questo è il vincolo fondamentale. La verifica di questa condizione pone sia problemi concettuali sia problemi operativi. La scelta

fondamentale sul piano metodologico si pone tra valore economico e valori potenziali, sia che si scelga la via dell'*equity side*, sia quella dell'*asset side*. Il quesito che occorre porsi è dunque: nelle valutazioni condotte con criteri assoluti, fino a che punto può spingersi la previsione dei flussi attesi?

Se si assumono nelle previsioni flussi basati sulla capacità reddituale già dimostrati storicamente, di probabile raggiungimento nel breve termine, si perviene a una stima di capitale economico ( $W_e$ ): una scelta che può essere appropriata per certe finalità nella stima degli intangibili. La formula del valore potenziale controllabile ( $W_{pc}$ ) può essere appropriatamente utilizzate per la contabilizzazione degli intangibili specifici acquisiti, nonché per il loro *impairment*. Questa formula può talvolta essere usata anche nelle misure di performance economica, quando si vogliono evitare rischi di stime eccessive. La formula del valore potenziale puro ( $W_p$ ) può essere usata per esprimere la dinamica degli intangibili specifici nelle misure di performance economica ( $\Delta BI$ ). Solo in via eccezionale, con molte cautele, può essere impiegata per la scomposizione e l'*impairment* di intangibili acquisiti. A supporto delle valutazioni assolute possono, in ogni caso, essere impiegate le valutazioni relative a mezzo dei moltiplicatori di società comparabili, secondo le regole di un impiego razionale e più specificatamente secondo le regole del giudizio integrato di valutazione. Ciò significa:

- che sia individuabile e dimostrabile un nesso causale tra il prezzo (o l'EV) al numeratore del multiplo e la quantità aziendale (generalmente una performance contabile) espressa dal denominatore; che il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- che siano identificabili elementi atti a spiegare le differenze nei multipli delle imprese comparabili, in modo;
- che il campione sia significativo;
- che multipli grezzi siano adeguatamente rettificati (*adjusted e/o cleaned*).

Anche i multipli di transazioni comparabili possono in taluni casi, sempre secondo le regole del giudizio integrato di valutazione, essere impiegate supporto delle

valutazioni analitiche. Ciò, naturalmente, con tutte le cautele sempre necessarie per l'uso di questa categoria di multipli, cioè avendo presenti le condizioni che interessano i *deal price* (perimetro di cessione, strumento di pagamento, sinergie stimate dall'acquisizione e così via). In tempi recenti, sotto la spinta dei nuovi principi contabili internazionali, si è fatta strada l'idea che l'adeguatezza del rendimento degli intangibili, sia nel loro complesso sia nelle varie componenti, sia da verificare per via diretta. Ciò significa che il loro valore limite può discendere dall'attualizzazione dei flussi reddituali a essi riferibili; flussi che possono dedursi dai flussi complessivi previa sottrazione dei flussi convenzionalmente attribuiti ad altre attività. Da ciò la deduzione che per stimare un valore affidabile dell'intangibile sia necessario disporre di tre elementi:

1. il reddito normale che l'intangibile è in grado di produrre;
2. la durata della sua vita;
3. il tasso di attualizzazione.

Com'è evidente, la misura del reddito normale attribuito all'intangibile è sempre frutto di un *assumption*.

#### **5.4 I metodi del costo**

Il criterio del costo si applica secondo tre metodi principali:

1. il metodo del costo storico;
2. il metodo del costo storico residuale;
3. il metodo del costo di riproduzione.

L'espressione del valore degli intangibili specifici sulla base dei loro costi è, in sostanza, la rinuncia a un giudizio di valutazione. Il metodo è tipicamente usato per gli intangibili in via di formazione, quando l'efficacia degli investimenti che li riguardano e quindi la probabilità di successo sono difficili o impossibili e i loro ritorni attesi sono alla base dei piani d'investimento, in mancanza di verifiche

successive. Nell'area della tecnologia, per esempio, la cosiddetta ricerca di base, generatrice di costi che si trovano ancora lontani dal mercato, rientra nella cosiddetta area dei costi (Guatri, L. 2007).

Il metodo del costo storico residuale, consiste nell'accertamento dei costi che storicamente sono stati necessari per la formazione degli intangibili; se del caso, nel loro allineamento monetario nella loro riduzione per tenere conto della residua utilità. Questa riduzione, che conduce al costo storico residuale, può avvenire con due soluzioni pratiche:

1. costo storico (riespresso in moneta corrente) con deduzione degli ammortamenti in proporzione al rapporto tra residua vita utile e vita complessiva del bene;
2. dopo la formazione iniziale mediante la sommatoria degli investimenti eccedenti o carenti rispetto al livello di spesa di mantenimento del intangibile specifico; in questo caso senza deduzione di ammortamenti.

Questo procedimento consiste nella stima di quanto costerebbe ricreare oggi gli intangibili oggetto di valutazione, cioè nella stima degli oneri da sostenere per riprodurli. Anche in questo caso si tratta di individuare le componenti di costo significative o rilevanti. Il calcolo può essere condotto:

1. per via analitica, individuando puntualmente volumi di attività necessarie e prezzi unitari. Per esempio, in vista di un certo obiettivo di notorietà di un marchio, quanti avvisi pubblicitari di data e dimensioni occorrono, quali siano i loro prezzi odierni, come la spesa globale si ripartisca nel tempo, quali siano le altre iniziative necessarie e i loro costi;
2. per via di indici, stabilendo per esempio coefficienti, intesi come moltiplicatori della spesa annuale sopportata, espressiva dell'impegno economico necessario per riprodurre, ai prezzi correnti, i beni questione.

In taluni casi si ipotizza che volumi annuali di spesa, espressi a valori correnti, debbano essere ripetuti per un certo periodo: il numero di anni diventa il

moltiplicatore (Guatri, L. 2007). Il costo di riproduzione, comunque calcolato, va poi sottoposto a rettifica per tenere conto dello stato d'uso del bene. Ciò avviene talora attraverso un coefficiente proporzionale tra vita residua e vita totale del bene, per cui il valore finale  $V$  risulta:

$$V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$$

dove:

$C_r$  = costo di riproduzione

$V_r$  = vita residua del bene

$V_t$  = vita totale del bene

Sul tema non si hanno regole, anche se peso rilevante assumono in proposito non tanto le caratteristiche intrinseche dell'intangibile specifico considerato, quando le condotte dei concorrenti, che possono, con le loro attività, condizionare fortemente il residuo valore competitivo. La verità è che una previsione di durata prolungata è spesso ardua: perciò anche formule di ammortamenti decrescenti, anziché di ammortamenti lineari, potrebbero essere preferite (Guatri, L. 2007). Renoldi (Renoldi, A. 1992), in merito agli intangibili attinenti alla sfera del marketing, evidenzia che i costi rilevanti sono quelli sostenuti una sola volta nel ciclo di vita del prodotto, ovvero relativi alle fasi di lancio. E' importante notare, che si fa riferimento all'investimento cumulativo, capitalizzato, utilizzato dall'impresa per consolidare il proprio marchio sul mercato in relazione al prodotto. Da ciò, sono escluse le spese di marketing che non hanno natura di investimento in quanto contribuiscono al mantenimento dell'immagine e notorietà del marchio presso i consumatori.

### ***5.5 I metodi dei risultati differenziali***

Il metodo del costo residuale, si caratterizza dalla stima del valore degli *intangibles* attraverso l'analisi dei costi sostenuti per la realizzazione dei beni ma, tenendo conto, della vita residuale. I maggiori ricavi ottenibili da un *premium*

*price*, vanno epurati dai costi connessi alla maggior qualità del prodotto, alla pubblicità alla distribuzione. Il vantaggio netto differenziale così calcolato va poi attualizzato in relazione alla durata di  $n$  anni, con un adeguato tasso.

Occorre poi valutare il costo della perdita che si avrebbe in rapporto alla riduzione del margine di contribuzione che diversificherebbe nel caso di un disinvestimento / investimento di costi sul prodotto. Questo, andrebbe perpetrato per tutto l'arco temporale necessario ripristino della situazione di equilibrio e di normalità. Le perdite stimate vanno attualizzate, con i soliti criteri.

## **5.6 Comparazione**

Come dice il nome stesso, il metodo si fonda sul riconoscimento ad un bene immateriale specifico del valore corrispondente ai prezzi applicati in transazioni comparabili. Perché ciò possa avvenire correttamente, occorre valutare dei beni che siano omogenei e che siano stati comprati e venduti recentemente (< 5 anni). La più frequente debolezza del metodo è l'effettiva carenza di un numero sufficiente di casi comparabili. Esso assume significato in un ristretto ambito di situazioni, per le quali esiste un'adeguata disponibilità di informazioni su transazioni recenti, cioè non oltre gli ultimi tre - cinque anni. Tali informazioni devono offrire garanzie dell'omogeneità dei dati posti a raffronto, particolarmente in due aspetti: il contenuto della negoziazione, che deve essere esclusivamente composto dal *core asset* riguardante lo specifico intangibile, oppure dal *core asset* e da altre componenti cui si attribuisce un valore certo (cassa, crediti, debiti, eccetera) facilmente separabile; le condizioni che si accompagnano al prezzo (pagato per cassa o contro azioni; a pronti o differito; con o senza garanzie) (Guatri, L. 2007).

Tra i metodi più conosciuti, c'è l'informazione di mercato, ovvero le royalties annuali applicate nella cessione di un uso di marchi (o di brevetti) comparabili. Nella definizione della comparazione, occorre valutare la "forza" del marchio delle transazioni che si prendono ad esempio.

Il metodo, che è stato per almeno un decennio lo strumento più utilizzato, è applicato alla stima di marchi brevetti assumendo, in via di principio, che il loro valore corrisponda alle royalty derivanti dalla cessione in uso a terzi di intangibili; le royalties sono stimate in riferimento a specifici parametri (di solito sono in percentuale del fatturato) il tasso di *royalty* è ridotto per via di comparazione con casi omogenei. Poiché i proventi ( $r \times S$ ) sono distribuiti su un arco temporale di medio lungo termine aperta parentesi ( $n$  anni), devono essere ovviamente attualizzati. La formula può scriverci (Guatri, L. 2007):

$$BI = \sum_1^n r \times S_i \times v^i$$

dove:

$r$  = tasso di royalty, scelto per via di comparazione con casi omogenei dedotti dal mercato

$S_i$  = vendite attese su un orizzonte temporale corrispondente alla vita residua dell'intangibile specifico

$v^i$  = coefficiente di attualizzazione

Il problema è rappresentato dalla scelta del tasso di royalty ( $r/r$ ). Occorre pervenire un adeguato numero di transazioni comparabili di cui si conoscono i dettagli, dalle quali sia deducibile un *range di royalties* relativo al mercato di riferimento. Nel *range* dei valori considerati, va scelto quello specifico da applicare all'intangibile valutato. Questo fattore prende il nome di *forza del marchio* ( $f_m$ ), oppure, *score* dal quale dipende la definizione del  $r/r$  nell'ambito dell'ampio range derivato dalle informazioni di mercato disponibili.

*“Secondo diversi analisti, i fattori di forza da considerare sarebbero:*

- *l'estensione dell'uso,*
- *l'unicità,*
- *i margini di profitti incrementali,*
- *la protezione,*

- *vantaggio competitivo,*
- *le barriere all'entrata,*
- *lo stato legale,*
- *la posizione nel ciclo di vita” (Guatri, L. 2007).*

Tutto quanto sopra, è certamente utile alla definizione di uno score oppure di un tasso, ma è palese l'arbitrarietà del risultato. Una possibilità che tende a calmierare tale discutibilità, è l'utilizzo di un range di valori che vadano da un minimo ad un massimo in relazione al mercato. Anche il valore finale dell'intangibile specifico è espresso, o può essere espresso, con un minimo e un massimo in cui è implicito il riconoscimento della natura in parte discrezionale della scelta composta.

Riepilogando, il metodo dei tassi di royalty comparabili passa attraverso le seguenti fasi:

1. identificazione di transazioni afferenti e tassi royalty (r/r) o a prezzi di compravendita comparabile;
2. stima della forza del marchio da valutare rispetto a quelli oggetto delle transazioni identificate;
3. per via di comparazione con le informazioni disponibili su transazioni omogenee, attribuzione di un tasso specifico di royalty alla marca da valutare, o individuazione di un range ristretto entro cui tale tasso può essere compreso;
4. stima del potenziale di estensione e di espansione per la marca considerata;
5. stima della vita residua della marca;
6. stima del tasso di crescita di «g» dei ricavi derivanti dalla marca;
7. stima del tasso espressivo dei rischi associabili all'investimento, ai fini dell'attualizzazione dei flussi attesi.

In tempi più recenti le preferenze si sono spostate su un metodo concettualmente simile ma in alcuni aspetti più accurato. Il metodo del *relief di royalties* viene oggi espressamente citato come lo strumento più adatto per le stime di *impairment* dei marchi (Guatri, L. 2007). La premessa del metodo è l'ipotesi che un'azienda

sarebbe costretta a remunerare il legittimo proprietario dell'intangibile specifico (il marchio) se non possedesse il diritto di utilizzarlo. In effetti, l'utilizzo di un marchio in cambio del pagamento di una royalties, può essere considerato come una percentuale del ricavo della società che utilizza tale attività. Se l'azienda non pagasse tale percentuale, essendo ante imposte, migliorerebbe la sua performance finanziaria del valore della royalty stessa. Tale valore, varia sensibilmente con oscillazioni che vanno dall'1% al 10% con una media del 4%. Esistono società specializzate nella realizzazione di vere e proprie banche dati da poter utilizzare al fine sopra esposto. L'attenzione verso il problema, ha fatto emergere numerosi casi di società fornitrici di tassi specifici per operazioni omogenee. Resta inteso, che, nonostante si possa acquisire un dato, occorre valutarlo per la situazione che si esamina al fine di garantirne la reale omogeneità. Le varie indicazioni raccolte vanno infine composte in un valore numerico rappresentativo o in un range di valori rappresentativo. La formula che esprime il valore del *relief di royalties* assume tipicamente l'ipotesi di una durata indeterminata del marchio e perciò scompone il flusso di royalties in due parti:

1. le royalties annuali riferibili a un periodo di previsione analitica del fatturato, per esempio fino a cinque anni, che sono attualizzate anno per anno;
2. il flusso di royalties per il periodo successivo espresso mezzo di valore terminale.

$$BI = \sum_{t=1}^n r \times S \times v^t + \frac{r \times S_n}{i} \times v^n$$

Un metodo applicato con interesse in alcuni settori, basato sui multipli impliciti nei prezzi negoziati per operazioni di finanza straordinaria, cioè nel *deal price* esprime, fondamentalmente, la rarità del *core asset* che l'azienda negoziata contiene. Da ciò la possibilità di estrarre dai prezzi multipli che esprimono il valore di mercato di tali *assets* (Guatri L. 2007).

Ne sono esempi noti:

- la raccolta delle banche,
- il portafoglio premi di una compagnia di assicurazione,
- la capacità produttiva di aziende elettriche,
- le testate dei giornali periodici,
- il portafoglio clienti di aziende di servizi,
- la capacità ricettiva di una catena alberghiera, e così via.

Questi multipli corrispondono a prezzi standardizzati: un euro di raccolta, 1 MW di potenza, un euro di pubblicità o di vendita di un giornale, una camera d'albergo un cliente ecc. Il fondamento economico dei prezzi riconosciuti per questi *core assets* non va tanto ricercato nella capacità diretta di reddito dimostrato storicamente, quanto nelle prospettive di sfruttamento per gli acquirenti. I multipli impongono al numeratore del rapporto un prezzo (solitamente l'EV, cioè l'*Enterprise Value* rettificato; oppure W, inteso come valore del capitale) e al denominatore la misura di struttura prescelta, misura che può essere:

- *di capacità,*
- *di top line* del conto economico,
- *patrimoniale.*

In alcune situazioni i valori di *core assets* impliciti nell'EV (o in W) si riferiscono ai soli intangibili; in altre situazioni *core assets* comprendono anche beni intangibili. Con appropriate tecniche il numeratore del multiplo viene rettificato deducendo i valori (contabili o correnti) di tutte le attività diverse dai *core assets* oggetto della stima (Guatri, L. 2007). La formula che esprime il moltiplicatore implicito nel prezzo negoziato è dunque:

$$\frac{EV - \text{Valore corrente di tutti gli altri assets}}{\text{Misura di struttura}}$$

I multipli empirici vengono considerati una sottospecie del metodo dei multipli impliciti nei *deals*. Sono multipli, ma non dispongono di una documentata

corrispondenza al *deals*. Tutto questo, dipende dall'insufficienza delle informazioni sui *deals*, dalla disomogeneità delle aziende target. Un esempio molto noto, riguarda le testate dei giornali. I giornali ed i periodici, non possono essere valutati solo in termini economici, perché, specie quelli di natura politica, hanno dei risvolti legati alla loro "influenza". Ovvero, alla loro capacità di influire sull'opinione pubblica. Ancora, l'investimento iniziale è di notevole entità generando, spesso, perdite ingenti. Si tratta, in quest'ottica, di un sostanziale costo di ricostruzione della testata, fino a portarla a livello di successo effettivamente raggiunto. Quale sia la spiegazione assunta, la formula basata su più moltiplicatori per la valutazione delle testate viene così espressa:

$$V = aF + b_1P_1 + b_2P_2 - cR$$

dove:

a, b<sub>1</sub>, b<sub>2</sub>, c sono quattro parametri e le variabili sono:

F = fatturato medio annuo per la vendita del giornale

P<sub>1</sub> = fatturato medio annuo per la pubblicità locale

P<sub>2</sub> = fatturato medio annuo per la pubblicità nazionale

R = livello medio delle perdite operative annuali

(Guatri, L. 2007).

Quando si valutano gli intangibili specifici, particolarmente i marchi, viene utilizzato il modello dei differenziali di multipli sulle vendite. La formula che esprime tale concetto, è la seguente:

$$\text{Valore del marchio} = \left[ \left( \frac{EV}{S} \right)_{\text{marchio}} - \left( \frac{EV}{S} \right)_{\text{generico}} \right] S$$

dove:

EV = Enterprise Value (cioè il valore del capitale + debiti finanziari)

S = vendite annuali

Nel caso si voglia rapportarla al valore *equity side*, ossia al valore del capitale:

$$\text{Valore del marchio} = \left[ \left( \frac{W}{S} \right)_{\text{marchio}} - \left( \frac{W}{S} \right)_{\text{generico}} \right] S$$

L'aspetto preponderante di tale metodo, deriva dalla scelta del moltiplicatore ricercato nel mercato. Non va mai esclusa, la scelta di una stima analitico - assoluta di EV o di W, dove le transazioni comparabili non siano particolarmente soddisfacenti. Chiaramente, la scelta si semplifica nel caso dei multipli impliciti, nei *deal price* o nelle quotazioni di borsa, dove la vera difficoltà, consiste nella disponibilità di *deal price* o di *stock prices* per società che operano senza marchi. Proprio la mancanza frequente di queste condizioni induce i fautori del metodo a proporlo nella seconda forma, che passa attraverso la stima analitica del numeratore. In tal caso le formule proposte sono:

$$\frac{EV}{S} = \left[ \frac{NOPAT}{S} - \left( \frac{NFA + WCR}{S} \right) g \right] \times \frac{1 + g}{WACC - g} \times \left[ 1 - \left( \frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^{n-1} \times \frac{(g - g_n)}{WACC - g_n} \right]$$

dove:

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes

NFA = variazione (annuale) delle attività fisse nette (Net Fixed Assets)

WCR = variazione (annuale) del fabbisogno di capitale circolante (Working Capital Requirement)

g = fattore di crescita

(Guatri, L. 2007).

### **5.7 Le ricerche di mercato**

I metodi delle ricerche di mercato, definiscono, primariamente, una serie di criteri essenziali per la stima. In particolare, viene ricercata la forza della marca, secondo le accezioni che il mercato in cui opera l'impresa predilige.

La formula *interbrand* deduce il seguente totale: i costi di vendita del marchio, costi di marketing, spese generali, compreso l'ammortamento, un costo per capitale investito, e le imposte. Il risultato di queste deduzioni è successivamente rettificato per tener conto del ruolo del marchio nel guidare la domanda, di determinare la percentuale di utili immateriali da attribuire al marchio. I guadagni risultanti dal marchio sono poi ulteriormente corretti con la forza del marchio. La forza del marchio coinvolge diversi fattori: leadership (25%), capacità del marchio di dominare un mercato, la stabilità (15%), valutando quanto tempo il marchio è stato istituito, la volatilità del mercato (10%), che rappresenta il rischio di nuove tecnologia e basse barriere all'entrata, portata (25%), la diffusione geografica delle vendite del marchio, evoluzione (10%), sostegno (10%), valutare la coerenza dei supporti di marketing e tutela giuridica (5%), affrontare i problemi dell'impresa nel proteggere il marchio in tutti i mercati (Johansson, J. K., 2012). Questi fattori sono combinati secondo i pesi percentuali in un indice di forza del marchio, che viene utilizzata per ottenere un fattore di sconto per proiettate guadagni futuri. Un marchio forte con un punteggio alto produrrà forti guadagni futuri e quindi avrà un tasso piccolo di sconto (intorno al 5% tipico di un basso rischio di investimento). Un marchio più debole avrà un tasso di sconto più alto, che riflette il maggior rischio associato ai suoi guadagni futuri. Il risultante valore attuale netto per ogni marca produce il punteggio e la classifica *interbrand* associata (Lindemann, J. 2003).

## **6. Caso di studio**

L'azienda analizzata è una Società Agricola (Codice ATECO 01114 Coltivazioni miste di cereali, legumi da granella e semi oleosi) che coltiva cereali destinati alla produzione di energia elettrica e calore attraverso l'utilizzo di biogas prodotto dalla fermentazione anaerobica delle biomasse. Nonostante il primo bilancio depositato si riferisse all'esercizio dell'anno 2008, l'impianto è entrato in produzione dalla seconda metà del 2009. Ai fini della valutazione oggetto dello studio, verranno confrontati i bilanci 2009, 2010 e 2011.

Il bilancio di esercizio è stato redatto in conformità alla normativa del Codice Civile come modificata in conseguenza dell'entrata in vigore delle disposizioni contenute nel D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6.

### ***6.1 Premesse all'analisi di Bilancio***

Ricorrendo i presupposti di cui all'art. 2435/bis del Cod. Civ. il presente bilancio è stato redatto nella forma abbreviata ed è costituito dallo stato patrimoniale (predisposto secondo lo schema dell'art. 2424 del Cod. Civ., indicando solamente le voci che l'articolo citato contrassegna con lettere maiuscole e numeri romani ma senza avvalersi delle altre semplificazioni previste dal 2° comma dell'art. 2435/bis del Cod. Civ.), dal conto economico (predisposto secondo lo schema dell'art. 2425 del Cod. Civ. senza avvalersi delle semplificazioni previste dal 3° e 4° comma dell'art. 2435/bis del Cod. Civ.) e dalla presente Nota Integrativa, che contiene le sole informazioni richieste dell'art. 2427 del Cod. Civ., nella sua nuova formulazione, che a norma dell'art. 2435/bis del Cod. Civ. sono obbligatorie per le società che redigono il bilancio in forma abbreviata e quelle richieste da altre disposizioni del decreto legislativo n. 127/91, nonché le indicazioni previste da norme diverse da quelle sopra richiamate.

Sempre ai sensi dell'art. 2435/bis del Cod. Civ. si segnala che non è stata redatta la Relazione sulla Gestione e che non vengono fornite le informazioni richieste dai punti 3 e 4 dell'art. 2428 del Cod. Civ. per mancanza dei relativi presupposti. Si fa presente inoltre che:

- tutti gli importi contenuti nei prospetti di stato patrimoniale, di conto economico facenti parte del bilancio in esame sono stati indicati in unità di Euro (arrotondando i dati espressi in centesimi di Euro nel bilancio di verifica secondo quanto previsto dall'art. 5 del Regolamento CE n. 1103/97);
- nello stato patrimoniale e nel conto economico, per consentire una più agevole lettura dei dati, è stata omessa l'indicazione delle voci previste dagli schemi di cui agli articoli 2424 e 2425 Cod. Civ. aventi saldo zero in entrambi gli esercizi posti a confronto.

Per la redazione del presente lavoro, in particolare per comodità di lettura, sono stati inseriti 3 esercizi a confronto.

## **6.2 Bilanci 2009 – 2010 – 2011 a confronto**

### STATO PATRIMONIALE (Valori in Euro)

*Forma abbreviata*

#### **Stato Patrimoniale Attivo**

	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
<b>B) IMMOBILIZZAZIONI</b>			
I - IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI			
lorde			
Immobilizzazioni immateriali	1.043.347	1.174.587	1.174.587
Fondo ammortamento immobilizzazioni immateriali	28.977-	123.099-	219.818-
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	<b>1.014.370</b>	<b>1.051.488</b>	<b>954.769</b>
II - IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI			

	<b>31.12.2009</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2011</b>
Immobilizzazioni materiali lorde	4.514.848	4.799.278	4.799.278
Fondo ammortamento immobilizzazioni materiali	72.867-	174.224-	281.846-
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>	<b>4.441.981</b>	<b>4.625.054</b>	<b>4.517.432</b>
III - IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	1.823	1.823	1.823
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)</b>	<b>5.458.174</b>	<b>5.678.365</b>	<b>5.474.024</b>
<b>C) ATTIVO CIRCOLANTE</b>			
I - RIMANENZE	530.315	474.002	295.876
II - CREDITI			
esigibili entro l'esercizio successivo			
<b>TOTALE CREDITI</b>	<b>1.578.666</b>	<b>1.123.912</b>	<b>860.138</b>
IV - DISPONIBILITA' LIQUIDE	12.063	33.145	88.219
<b>TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)</b>	<b>2.121.044</b>	<b>1.631.059</b>	<b>1.244.233</b>
<b>D) RATEI E RISCONTI</b>			
Ratei e risconti attivi	504.411	391.508	350.354
<b>TOTALE RATEI E RISCONTI (D)</b>	<b>504.411</b>	<b>391.508</b>	<b>350.354</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>8.083.629</b>	<b>7.700.932</b>	<b>7.068.611</b>
<b>Stato Patrimoniale Passivo</b>			
	<b>31.12.2009</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2011</b>
<b>A) PATRIMONIO NETTO</b>			
I - Capitale	10.000	10.000	10.000
VII - Altre riserve	22.852	22.852	22.852
Versamenti in conto capitale	22.852	22.852	
Riserva arrotondamento Euro	1-	1-	
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	530.106-	292.151-	454.850-
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO (A)</b>	<b>497.254-</b>	<b>259.299-</b>	<b>421.998-</b>
<b>D) DEBITI</b>			
esigibili entro l'esercizio successivo	2.618.523	3.443.124	

	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
esigibili oltre l'esercizio successivo	5.865.466	4.505.807	
<b>TOTALE DEBITI (D)</b>	<b>8.483.989</b>	<b>7.948.931</b>	<b>7.481.145</b>
<b>E) RATEI E RISCONTI</b>			
Ratei e risconti passivi	96.894	11.300	9.464
<b>TOTALE RATEI E RISCONTI (E)</b>	<b>96.894</b>	<b>11.300</b>	<b>9.464</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>8.083.629</b>	<b>7.700.932</b>	<b>7.068.611</b>

## CONTO ECONOMICO

(Valori in Euro)

### Conto Economico

	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE</b>			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	524.160	1.931.557	539.580
2) Variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	59.147	58.028-	188.218-
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	23.058		
5) Altri ricavi e proventi	120.225	118.136	1.201.986
Contributi in conto esercizio	67.689	68.991	1.173.612
Ricavi e proventi diversi	52.536	49.145	28.374
<b>TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>726.590</b>	<b>1.991.665</b>	<b>1.553.348</b>
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE</b>			
6) Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	323.980	609.169	452.593
7) Costi per servizi	307.485	679.983	636.696
8) Costi per godimento di beni di terzi	234.303	510.606	436.454
10) Ammortamenti e svalutazioni	85.473	195.479	204.342
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	25.266	94.122	96.719

	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	60.207	101.357	107.623
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	34.835-	1.714-	10.092-
12) Accantonamenti per rischi		2.268	47.795
14) Oneri diversi di gestione	49.537	14.827	16.231
<b>TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>965.943</b>	<b>2.010.618</b>	<b>1.784.019</b>
<b>Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)</b>	<b>239.353-</b>	<b>18.953-</b>	<b>230.671-</b>
<b>C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>			
16) Altri proventi finanziari	524	931	62
d) Proventi diversi dai precedenti	524	931	62
da altre imprese	524	931	62
17) Interessi ed altri oneri finanziari	291.277-	241.116-	207.400-
verso altri	291.277-	241.116-	207.400-
<b>TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI (15+16-17+-17bis)</b>	<b>290.753-</b>	<b>240.185-</b>	<b>207.338-</b>
<b>E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI</b>			
20) Proventi straordinari		2	
Differenza da arrotondamento all'unità di Euro		2	
21) Oneri straordinari		32.708-	16.841-
Altri oneri straordinari		32.708-	16.841-
<b>TOTALE DELLE PARTITE STRAORDINARIE (20-21)</b>		<b>32.706-</b>	
<b>Risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D+-E)</b>	<b>530.106-</b>	<b>291.844-</b>	<b>454.850-</b>
Imposte correnti sul reddito d'esercizio		307	
<b>23) Utile (perdite) dell'esercizio</b>	<b>530.106-</b>	<b>292.151-</b>	<b>454.850-</b>

### 6.3 Commenti

L'azienda analizzata, fin dal primo anno di attività, ricerca e sviluppa una tecnologia, protetta da brevetto, utile al recupero di calore da immettere, successivamente, in rete. Nei bilanci analizzati, tutto quanto descritto non compare. Eppure, parte dei costi sostenuti nell'esercizio  $n$ , produrrà redditività nell'anno  $n+1, n+2, n+3$ . Secondo il criterio del costo, si dovrebbe utilizzare la seguente formula:

$$V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$$

dove:

$C_r$  = costo di riproduzione

$V_r$  = vita residua del bene

$V_t$  = vita totale del bene

Che nel nostro caso, se avessimo utilizzato questa formula il primo anno in cui l'attività è stata posta in essere, darebbe il seguente risultato:

$$V = 60.000 \times \frac{11}{12}$$

Ovvero: 55.000 Euro. Nel caso in cui l'azienda decida di adottare il metodo di cui sopra dall'esercizio 2012, risulterebbe, dalla formula di cui sopra, un valore di 35.000 Euro. Ciò significa, che nel periodo 2008 – 2011 in cui non è stato attribuito alcun valore, il risultato economico dell'impresa non rispecchiava la realtà potenziale espressa dall'investimento.

Non è mai sorprendente sentire che la valutazione della tecnologia non è una scienza ma un'arte. La ragione può essere attribuibile ai seguenti fattori. In primo luogo, la tecnologia non è né visibile né tangibile. Si è spesso incarnata nella conoscenza umana o in beni materiali e, quindi, difficili da individuare. Secondo, il valore economico della tecnologia è influenzato da diversi fattori non tecnici e realizzato solo dopo che è commercializzato sul mercato (Tipping et al., 1995). Pertanto, è un compito difficile quantificare a priori il legame tra ricerca

tecnologica e *payoff* commerciale (Kash, 1997). In terzo luogo, la valutazione è una attività soggettiva. *“Il valore è molto simile alla bellezza che si inquadra negli occhi di chi guarda”* (Boer, P. 1998). Inoltre, la tecnologia è negoziata in un mercato di forniture e, per questo, è estremamente complesso raggiungere un prezzo equilibrato attraverso meccanismi di mercato. L'approccio del costo si basa sul principio economico di sostituzione, secondo cui il prezzo pagato per una tecnologia, è il prezzo massimo che un acquirente pagherebbe, nonché il prezzo che un venditore cercherebbe di aumentare. In particolare, ci sono due tipi di costi:

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

Il costo di riproduzione prevede la costruzione di una replica esatta della proprietà intellettuale valutata, mentre il costo di sostituzione contempla il costo per ricreare la funzionalità o l'utilità della tecnologia soggetto, ma in una forma o aspetto che può diversificare dal soggetto (Park, Y., 2004). Anche se la logica di questo approccio ha senso, la domanda che rimane parzialmente soddisfatta riguarda la creazione di ricchezza potenziale. In questo caso, la valutazione del bene oggetto di stima, tenuto conto della singolarità della macchina, potrebbe essere il costo di sostituzione. Ma il brevetto ad essa correlata gioca un ruolo fondamentale al fine della valutazione. In quest'ottica, occorre considerare i costi di invenzione, legati all'attività di ricerca, progettazione e sviluppo, i costi di formalizzazione sostenuti per il trasferimento delle informazioni dal progettista al consulente brevettuale ed i costi procedurali, ossia gli oneri imputabili al consulente brevettuale per la redazione ed il deposito della domanda di brevetto, per l'ottenimento del brevetto ed il suo mantenimento. Quindi:

$$\text{Costo Complessivo} = \text{Costo Medio Invenzione} + \text{Costo Formalizzazione} + \text{Costi Procedurali}$$

Nel caso valutato:

$$114.000 \text{ Euro} = 90.000 \text{ Euro} + 4.000 \text{ Euro} + 20.000 \text{ Euro}$$

Occorre tenere presente, che un brevetto dura 20 anni e che la vita residua del progetto è 14 anni, per cui l'indice di efficacia residua è 0,7. Il valore ottenuto è pari a circa 80.000 Euro. Il criterio del costo ha suscitato interesse fin dalla sua origine, in quanto l'oggettività, in presenza di informazioni quali - quantitative adeguate ed in relazione alla misura ed alla sequenza temporale degli investimenti effettuati per generare intangibili. Inoltre, la prudenza, fondata su elementi certi, come sono i costi realmente sostenuti, è un elemento essenziale che dovrebbe essere presente in ogni stima. Al contempo, tali metodi presentano una scarsa significatività nel lungo periodo e rischiano di creare numerose differenze quando tali metodi vengono applicati al marketing oppure agli *intangibles* tecnologici. Infine, non considerano i flussi attesi di benefici futuri.

L'approccio di mercato è un metodo piuttosto semplice e diretto. Esso sostiene che il valore della tecnologia è equivalente a quello che gli altri *players* del mercato hanno giudicato che fosse. Pertanto, il presupposto per l'approccio di mercato è l'esistenza di attività nel mercato pubblico, con transazioni di immobili comparabili. Anche se la logica è ragionevole, l'applicabilità di approccio al mercato è molto limitato poiché vi è raramente un mercato attivo in cui l'informazione pubblica, il prezzo e la comparabilità, siano interamente disponibili (Park, Y., 2004).

Nella fase di analisi dell'attività immateriale tecnologica, abbiamo cercato di identificare il valore secondo il principio del mercato. L'attrezzatura utilizzata per il processo produttivo, così come è stata realizzata, non esiste in commercio, pertanto occorre valutare attrezzature simili. Come analizzato in precedenza, non è sufficiente avere il prodotto simile, ma occorre reperire sul mercato il valore scaturito dalla transazione. Pur non avendo un risultato specifico con tale metodo, la ricerca di transazioni simili attraverso società specializzate ha consentito di conoscere l'attività in maniera approfondita. Ai fini dell'analisi fondamentale, sono emerse peculiarità molto utili che hanno permesso di elaborare i flussi contabili futuri.

L'obiettivo più ambito consiste nel capitalizzare gli investimenti su attività intangibili come la costruzione del marchio, l'utilizzo di brevetti, le operazioni rivolte alla soddisfazione del cliente, la ricerca di attrezzature che migliorino il processo produttivo e tutto quanto si possa definire immateriale. Spesso, la funzione marketing, che si occupa della valorizzazione degli intangibili e la funzione finanza, parlano linguaggi completamente differenti: ROI, ROE, P/E sono indici finanziari assolutamente lontani da quota di mercato, *customer satisfaction*, fidelizzazione, *customer relationship management*.

## **Bibliografia**

- Ambler, T., Kokkinaki, F., & Puntoni, S. (2004). Assessing marketing performance: Reasons for metric selection. *Journal of Marketing Management*, 20 (3/4), 475–498.
- Airoldi, G. (ed.) (2005). Corso di economia aziendale. Bologna, IT: Il Mulino.
- Balducci, D. (ed.) (2008). La valutazione dell'azienda. Milano, IT: Fag., 44.
- Balestri, G. (ed.) (2005). Manuale di economia e gestione aziendale. Milano, IT: Hoepli.
- Barlev, B., & Haddad, J. R. (2003). Fair Value Accounting and the Management of the Firm. *Critical Perspectives on Accounting*, 14(4), 383–415.
- Barth, M. E., Hodder, L. D., & Stubben, S. R. (2008). Fair Value Accounting for Liabilities and Own Credit Risk. *The Accounting Review*, 83(3), 629–664.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249–283.
- Blattberg, R. C., & Deighton, J. (1996). Manage marketing by the customer equity test. *Harvard Business Review*, 74(4), 136–144.
- Boer, P., Traps, A., 1998. Pitfalls and snares in the valuation of technology. *Research Technology Management* 41 (5), 45–54.
- Bonbright, J. (1965). The valuation of property. Charlottesville, VA (first published 1937).
- Byrnes, N., Dwyer, P., Henry, D., Thornton, E., 2003. Reform: Who's making the grade; A performance review for CEOs, boards, analysts, and others. *Business Week*, September 22.
- Chua, C. T., Eun, C. S., & Lai, S. (2007). Corporate valuation around the world: The effects of governance, growth, and openness. *Journal of Banking & Finance*, 31(1), 35–56.
- Clancy, K. J., & Stone, R. L. (2005). Don't blame the metrics. *Harvard Business Review*, 83(6), 26–28.
- Danthine, J.-P., & Jin, X. (2006). Intangible Capital, Corporate Valuation and Asset Pricing. *SSRN Electronic Journal*, 1–26.

- Dubin, J., 1998. The Demand for Branded and Unbranded Products — An Econometric Method for Valuing Intangible Assets. Studies in Consumer Demand—Econometric Methods Applied to Market Data. *Kluwer Academic Publishers*, Massachusetts, Boston, pp. 77–127.
- Dubin, J. a. (2007). Valuing intangible assets with a nested logit market share model. *Journal of Econometrics*, 139(2), 285–302.
- Eckstein, C. (2004). The measurement and recognition of intangible assets: then and now. *Accounting Forum*, 28(2), 139–158.
- Fernandez, E., Montes, J., & Vazquez, C. (2000). Typology and strategic analysis of intangible resources. A resource-based approach, 20, 81–92.
- Fernandez, P. (2004). Most common errors in company valuation. IESE Business School, 1–14.
- Gelb, D., & Siegel, P. (2000). Intangible assets and corporate signaling. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, 307–323.
- Giussani, A., Nava, P., Portalupi, A. (2010a). Principi contabili internazionali. Memento pratico IPSOA – Francis Lefebvre, 15 – 26.
- Giussani, A., Nava, P., Portalupi, A. (2010b). Contabile 2011. Memento pratico IPSOA – Francis Lefebvre, 60 – 64.
- Guatri, L. (ed.) (2007). La valutazione delle aziende. Milano, IT: Egea. Pagina 4, 117.
- Gwilliam, D., & Jackson, R. H. G. (2008). Fair value in financial reporting: Problems and pitfalls in practice. *Accounting Forum*, 32(3), 240–259.
- Hansen, G.S., Wernerfelt, B., 1989. Determinants of firm performance: the relative importance of economic and organizational factors. *Strategic Management Journal* 10, 399–411.
- Hùegh-krohn, N. E. J., & Knivsfla, K. H. (2000). Accounting for Intangible Assets in Scandinavia , the UK , the US , and by the IASC : Challenges and a Solution. *The International Journal of Accounting*, 35(2), 243–265.
- Jackson, D. (1989). Determining a customer's lifetime value. *Direct Marketing*, 51(11), 60–63.
- Joaquin, D. C., & Khanna, N. (2000). Cannibalization risk and limited liability: implications for firm valuation and capital budgeting. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40(2), 247–262.

- Johansson, J. K., Dimofte, C. V., & Mazvancheryl, S. K. (2012). The performance of global brands in the 2008 financial crisis: A test of two brand value measures. *International Journal of Research in Marketing*, 29(3), 235–245.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard—measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 70(1), 71–79.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2004). Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. *Harvard Business Review*.
- Kash, D., 1997. Taking the Measure of Basic Research. *Chemical and Engineering News* 20, 30–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., ‘Investor protection and corporate valuation’, *Journal of Finance*, Vol. 57, 2002, pp. 1147–70.
- Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Lindemann, J. (2003). Brand valuation. In R. Clifton, & J. Simmons (Eds.), *Brands and branding*. New York, NY: The Economist and Bloomberg Press.
- Morrison, A., & Wensley, R. (1991). Boxing up or boxed in? A short history of the Boston Consulting Group share/growth matrix. *Journal of Marketing Management*, 7(2), 105–129. In
- Park, Y., & Park, G. (2004). A new method for technology valuation in monetary value: procedure and application. *Technovation*, 24(5), 387–394.
- Porter, M.E. (ed.) (2004). *Il vantaggio competitivo*. Milano, USA: Thomson South Western.
- Power, M., (2001). Imagining, measuring and managing intangibles. *Accounting, Organizations and Society*, 26, 691–693.
- Renoldi, A. (1992). *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Milano, Egea.
- Simon, C., Sullivan, M., 1993. The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. *Marketing Science* 12 (1), 28–52.
- Sraffa, P. (1951–1973). *The works and correspondence of David Ricardo* (eleven volumes). Cambridge University Press.
- Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L. (1998). Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. *Journal of Marketing*, 62(1), 2–18.

Stewart, S. (1993). *The Stern Stewart Performance 1000 Database Package: Introduction and documentation*. New York: Stern Stewart Management Services.

Tipping, J., Zeffren, E., Fusfeld, A. (1995). Assessing the value of your technology. *Research Technology Management* 38 (5), 22–39.

Vélez-pareja, I., & Tham, J. (2001). *Firm Valuation: Free Cash Flow or Cash Flow to Equity?* Bogota.