



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea in
Economia e Gestione delle Aziende
Ordinamento Ex DM.270/2004

Tesi di Laurea

Metodologie di valutazione del capitale intangibile: il metodo Civ

Relatore

Ch. Prof. Marco Fasan

Correlatore

Ch. Prof.ssa Chiara Mio

Laureando

Alessandro Sguotti 833323

Anno Accademico

2016 / 2017

Indice

Introduzione	8
Capitolo 1	10
Il Capitale Intangibile	10
1.1 Crescita d'importanza degli asset intangibili	10
1.2 Caratteristiche Intangibles: la non-concorrenzialità.....	16
1.3 Caratteristiche Intangibles: l'effetto rete.....	18
1.4 Caratteristiche Intangibles: escludibilità parziale	19
1.5 Rischi legati ad una scarsa conoscenza del valore degli intangibles.....	24
1.6 Principali obiettivi ottenibili da una corretta valutazione del proprio capitale intellettuale	29
1.7 Alcune definizioni di Intangibles	31
Capitolo 2	38
Metodologia	38
2.1 Metodi di valutazione del capitale intangibile	38
2.2 Analisi comparativa dei metodi di valutazione del capitale intellettuale...	47
2.3 Indicatori non finanziari per il monitoraggio del capitale intangibile.....	51
2.3.1 <i>Indicatori volti al monitoraggio del capitale umano</i>	52
2.3.2 <i>Indicatori per il controllo del capitale strutturale</i>	55
2.3.3 <i>Indicatori per la valutazione del capitale relazionale</i>	56
2.3 La metodologia CIV	58
2.4 Limiti della metodologia Civ emersi dalla letteratura.....	62
2.5 Rettifiche al modello di base.....	65
Capitolo 3	67
Applicazione della metodologia Civ a Came S.p.A e competitor	67

3.1 Applicazione metodologia a dati settoriali.....	67
3.2 Presentazione del caso aziendale ed applicazione della metodologia Civ a Came S.p.A.	74
3.2 Presentazione dei dati non consolidati	75
3.3 Riflessioni emerse dalla presentazione dei dati non consolidati	81
3.4 Presentazione dei dati consolidati	82
Capitolo 4.....	91
Analisi della relazione tra Civ e performance.....	91
4.1 Indicatori utilizzati e significatività della relazione	91
4.2 Sviluppo ipotesi.....	92
4.3 Metodologia	96
4.4 Risultati	101
4.5 Prospettive di sviluppo future	106
Conclusione.....	108
Bibliografia	109
Sitografia.....	114

Indice delle Figure

Figura 1 - Componenti del valore di mercato, indice S&P 500.....	11
Figura 2 - Teece Model.....	22
Figura 3 - Composizione del capitale intellettuale	32
Figura 4 - Componenti del Capitale Intellettuale, Brooking 1996.....	35
Figura 5 - Matrice di classificazione delle metodologie di valutazione del capitale intangibile	40
Figura 6 - Risorse primarie per la creazione di valore secondo il metodo VAIC.....	43
Figura 7 - Skandia Navigator: rappresentazione grafica.....	46
Figura 8 - Matrice comparativa dei metodi di valutazione del capitale intangibile, criteri K1 - K3	49
Figura 9 - Matrice comparativa dei metodi di valutazione del capitale intangibile, criteri K4 - K7	50
Figura 10 - Numerosità campione oggetto d'analisi diviso per settore.....	68
Figura 11 - Valori Wacc	69
Figura 12 - Influenza degli elementi del capitale intangibile sulla performance.....	94

Indice dei Grafici

Grafico 1 - Analisi settoriale: Average Civ Values in K euros.....	70
Grafico 2 - Analisi settoriale: Ebitda in k euros	71
Grafico 3 - Analisi settoriale: Civ/Tangibles	73
Grafico 4 - Caso aziendale: evoluzione temporale Civ in k euros (dati non consolidati)	77
Grafico 5 - Caso aziendale: andamento temporale Ebitda in k Euro (dati non consolidati)	78
Grafico 6 - Caso aziendale: Ebitda Margin (dati non consolidati)	79
Grafico 7 - Caso aziendale: Civ/Tangibles (dati non consolidati).....	80
Grafico 8 - Caso aziendale: Civ values in k euros (dati consolidati).....	87
Grafico 9 - Caso aziendale: Ebitda in k euros (dati consolidati)	87
Grafico 10 - Caso aziendale: Civ/Tangibles (dati consolidati).....	89

Indice delle tabelle

Tabella 1 - Civ in K Euro (dati non consolidati).....	75
Tabella 2 - Tangibles in K euro (dati non consolidati).....	75
Tabella 3 - Ebitda in K euro (dati non consolidati).....	76
Tabella 4 . Civ/Tang (dati non consolidati)	76
Tabella 5 - Ricavi dalle vendite in K euro (dati non consolidati)	76
Tabella 6 - Ebitda Margin (dati non consolidati).....	76
Tabella 7 - Civ in k euro (dati consolidati)	84
Tabella 8 - Tangible Assets in k euro (dati consolidati).....	84

Tabella 9 - Ebitda in k euros (dati consolidati).....	85
Tabella 10 - Civ/Tangibles (dati consolidati)	85
Tabella 11 - Ricavi di vendita in k euros (dati consolidati).....	85
Tabella 12 - Ebitda Margin (dati consolidati).....	86
Tabella 13 - Risultati T - Test.....	103
Tabella 14 - Risultati regressione	104

*A Elia,
maestro di vita ed esempio
di lealtà e coraggio*

Introduzione

La scarsa considerazione ad oggi riservata nel bilancio d'esercizio a elementi di natura non finanziaria, fornisce un'immagine incompleta di quali siano le reali componenti in grado di generare valore aggiunto nell'attività d'impresa. Nell'economia della conoscenza la ridotta considerazione riservata alle componenti del capitale intangibile, porta le imprese ad affrontare diverse criticità sia dal punto di vista strategico che gestionale. La conoscenza delle componenti non-finanziarie non è mai stata considerata come prioritaria, specialmente nel periodo delle produzioni in serie (fordismo) con un focus riservato ai soli volumi produttivi e alle economie di scala. La differenziazione, definita da Porter come una delle componenti in grado di garantire un vantaggio competitivo nel medio lungo termine alle imprese, ha lentamente portato le aziende a porre attenzione all'importanza dei bisogni del consumatore e ad apprendere nuove modalità per rispondere al crescere della concorrenza che si stava sviluppando nei mercati globali. La creazione di appositi prodotti, con lo scopo di assolvere ai bisogni dei consumatori, delinea una prima fattispecie di capitale relazionale. La capacità di un'impresa di apprendere le esigenze del mercato, è in grado di garantirle un vantaggio competitivo tangibile rispetto ai diretti concorrenti e nessuna componente materiale del patrimonio d'impresa è in grado di assolvere a tale scopo. Nell'economia della conoscenza, sempre più caratterizzata dalla crescita esponenziale di attività di consulenza, progettazione, marketing, appare fondamentale comprendere e valorizzare quali siano le reali componenti intangibili del patrimonio d'impresa.

L'obiettivo del progetto di tesi è di fornire alcune risposte allo scetticismo che caratterizza il mondo degli intangibles, cercando una metodologia per la loro valutazione e tentando di verificare se vi sia una concreta relazione tra capitale intangibile e performance. Si cercherà in tal modo, di fornire uno strumento utile alle aziende per il monitoraggio del proprio capitale intangibile e per verificare

costantemente il proprio andamento rispetto ai competitor. Con l'ausilio di alcuni KPI's presentati nel corso della trattazione, inoltre, sarà fornito un cruscotto di indicatori per verificare e monitorare l'efficienza dei propri intangibles aziendali. La prima parte del progetto di tesi, avrà il compito di analizzare le trasformazioni in atto nell'economia di mercato legate alla crescente importanza riservata ad oggi alle componenti del capitale intangibile. Saranno inoltre descritte le principali caratteristiche degli intangibles d'impresa e le problematiche legate ad una loro scarsa conoscenza e comunicazione.

Nel secondo capitolo, riservato alla parte metodologica, dopo aver brevemente descritto alcune modalità per la valutazione del capitale intangibile d'impresa, sarà riservato ampio spazio all'analisi del *Calculated Intangible Value*, tecnica scelta nel progetto di tesi per la valorizzazione degli intangibles aziendali.

Nel terzo capitolo saranno esposti i risultati derivanti dall'applicazione della metodologia Civ dapprima ad alcuni dati settoriali, in seguito a Came S.p.A. e alcuni competitor diretti, utilizzando dapprima risultati d'esercizio non consolidati e tentando successivamente l'applicazione del modello anche a dati consolidati. I risultati ottenuti, saranno analizzati considerando le modificazioni di altri valori desumibili dal bilancio d'impresa, come l'ammontare di asset fisici, Ebitda ed Ebitda Margin.

Il quarto capitolo è dedicato alla ricerca di una correlazione tra capitale intangibile e performance, ipotesi fortemente sostenuta nella numerosa letteratura che tratta di intangibles. Nello specifico, verranno analizzati i risultati di Civ ed Ebitda Margin ottenuti dal campione settoriale definito dal codice Ateco 279009 "Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca", in cui Came S.p.A. insiste, dapprima con l'ausilio di funzioni logiche Excel, poi con T-Test e analisi di regressione.

Capitolo 1

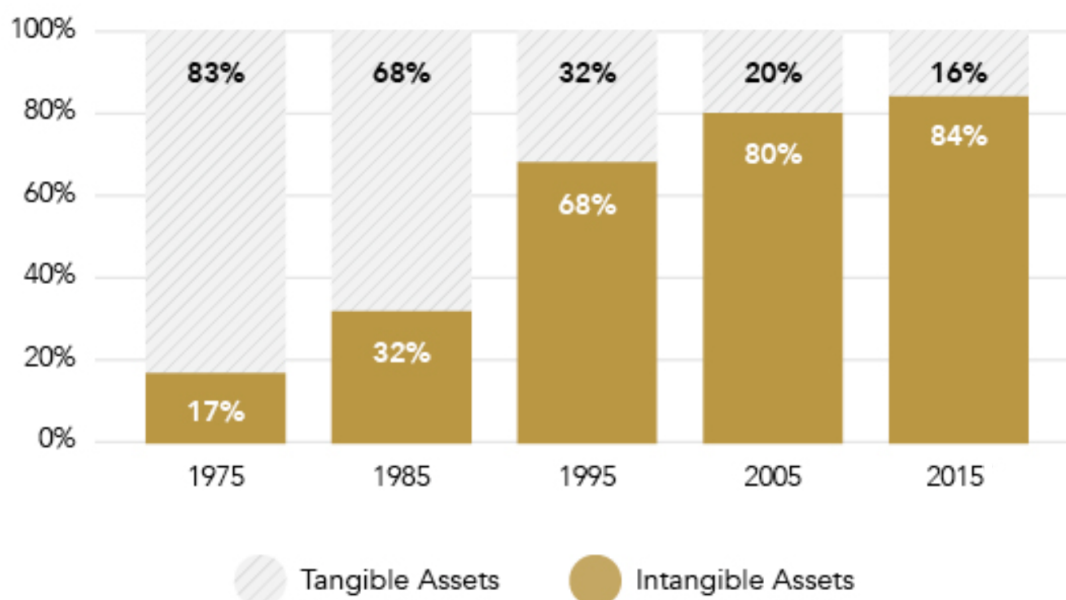
Il Capitale Intangibile

1.1 Crescita d'importanza degli asset intangibili

La trasformazione in atto dell'economia e dei mercati globali ha portato a una lenta modificazione dei tradizionali metri di valutazione d'impresa. Gli asset fisici non sono il principale driver utilizzato per emergere nell'attuale contesto competitivo, sempre più contaminato e dominato da risorse di natura intangibile. Sono i soli intangibles a garantire un discreto vantaggio competitivo nel medio e lungo termine. Essendo tali asset di natura meramente astratta, risulta difficile "istituzionalizzare" le metriche di misurazione del valore di capitale intangibile. La natura dell'attuale bilancio di esercizio è legata all'inserimento a bilancio di soli asset fisici, fatta eccezione per alcune particolari tipologie di intangibles, tra i quali brevetti, marchi etc. Nell'economia della conoscenza negare spazio tra le attività patrimoniali a elementi di natura non-finanziaria, porta necessariamente a fornire un'informazione incompleta del reale patrimonio d'impresa. Il valore degli asset intangibili, è spesso notevolmente superiore rispetto all'ammontare di asset fisici. Tuttavia gli investimenti in intangibles, secondo gli attuali principi contabili, vengono quasi totalmente spesi all'interno dell'esercizio e non trovano alcun posto tra le attività patrimoniali. Alla luce di tali evidenze, la pressoché totale assenza di informazioni di carattere non finanziario all'interno del bilancio di esercizio crea non soltanto *incompletezza*, ma anche una *distorsione* del corretto e reale valore aziendale. La contabilità dei costi, inoltre, essendo fundamentalmente basata su dati forniti dalla contabilità generale, non è attualmente in grado di tenere in alcun modo sotto controllo asset di natura intangibile, nonostante l'attuale avanguardia dei sistemi informativi di controllo.

L'attenzione verso gli intangibles è cresciuta in modo esponenziale negli ultimi anni. L'analisi del valore di mercato delle aziende (*market to book value*) è uno dei metodi maggiormente utilizzati in letteratura per descrivere il motivo della crescita di importanza del capitale intellettuale. Guatri¹, definisce *differenziale fantasma* il delta tra valore di mercato reale e quello definito considerando i soli asset fisici aziendali. Il rapporto tra il patrimonio netto, così come desumibile dallo stato patrimoniale, e il relativo prezzo in Borsa delle azioni, mostra come il valore aziendale non sia direttamente correlato all'ammontare del patrimonio fisico.

Figura 1 - Componenti del valore di mercato, indice S&P 500



Fonte - Ocean Tomo, 2015

In figura, appare evidente come la composizione del valore di mercato si sia modificato nel corso del tempo. Se nel 1975 la presenza di intangibili era contenuta e si assestava attorno al 17%, nel 2015 la situazione appare diametralmente opposta. A partire dal 2005 in poi, è rintracciabile un sostanziale appiattimento

¹ Guatri, L., "Il differenziale fantasma: i beni immateriali nella determinazione del reddito e nella valutazione delle imprese", Finanza, Marketing e Produzione, n.1, 1989

della curva che descrive il rapporto in analisi, evidenziando che il boom di crescita del valore di capitale intangibile, rispetto ai meri asset fisici, è avvenuto a cavallo tra gli anni 90 ed i primi anni del nuovo millennio. Appare evidente come una componente di intangibles sia comunque sempre esistita; pertanto, la crescita d'importanza che la letteratura assegna a tali tematiche negli ultimi anni non è spiegabile soltanto con l'utilizzo delle fonti appena citate.

Ciò che ha davvero portato ad analizzare in modo concreto la natura e il valore del capitale intangibile, è il passaggio avvenuto dall'economia industriale all'economia della conoscenza, unitamente a un incremento della pressione competitiva, alla nascita di nuove tecnologie informatiche e di nuovi canali di comunicazione (internet). La sostanziale saturazione delle economie produttive basate sull'utilizzo di numerosi asset fisici, in grado di ottenere vantaggi competitivi con il raggiungimento di economie di scala, ha portato le imprese a seguire vie di sviluppo differenti.² Sono facilmente ravvisabili, nelle strutture aziendali che attualmente popolano il mercato produttivo, da un lato imprese che hanno tentato di rispondere al cambiamento modificando la propria struttura organizzativa, con l'obiettivo di *esternalizzare* parti del processo produttivo, considerate non in grado di garantire valore aggiunto al prodotto finale; dall'altro, aziende orientate al perseguimento di obiettivi non solo nel breve, ma anche nel medio-lungo termine, che hanno individuato nell'*innovazione* il driver in grado di garantire un vantaggio competitivo duraturo. Gli *asset fisici*, in grado un tempo di garantire economie di scala crescenti e vantaggio competitivo, si sono sostanzialmente trasformati, nel contesto attuale, in *commodities*. Le attività *asset intensive* insistevano in un mercato caratterizzato da elevate barriere all'entrata date dagli elevati costi degli impianti necessari per essere competitivi all'interno del settore. L'incremento della concorrenza, conseguenza di un'epoca in cui risultava più semplice l'accesso al finanziamento per il miglioramento delle

² Shapiro, C., Varian Hal R., "Information Rules. Le regole dell'economia dell'informazione", p. 179, Etas, 1999

condizioni del mercato dei capitali, e che ha permesso alle aziende “minori” di acquisire gli impianti loro necessari per essere competitivi all’interno del mercato, ha trasformato quelle che erano economie di scala crescenti in decrescenti definendo sempre più gli asset di natura intangibile quali fattori distintivi. Di conseguenza, è notevolmente aumentata la necessità di innovare per incrementare l’efficienza dei processi e la qualità dei prodotti, risultato tuttavia ottenibile soltanto con l’ausilio di dipendenti e tecnologie in grado di accrescere il valore aggiunto della produzione. Da ciò si desume come la crescita d’interesse verso l’innovazione, i cambiamenti avvenuti nel mercato e l’abbattimento dei costi di comunicazione abbiano portato, inevitabilmente, alla crescita d’importanza del valore del capitale umano e degli intangibles nel suo complesso.

L’accresciuta attenzione alle tematiche sopra affrontate trova riscontro nella recente emanazione del decreto legislativo n. 254 del 30.12.2016 denominato “Non-financial disclosure”, in attuazione della direttiva europea 2014/95/UE, che impone di fornire informazioni riguardo tematiche di natura non-finanziaria ad aziende che sottostiano a determinanti criteri, ovvero:

“...enti di interesse pubblico che abbiano avuto, in media, durante l’esercizio finanziario un numero di occupati pari o superiore a cinquecento e che alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali:

a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro;

b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro.”³

L’informazione di carattere non-finanziario oggetto del decreto, riguarda molto da vicino tematiche legate alla sostenibilità:

“1. La dichiarazione individuale di carattere non finanziario, al fine di assicurare la necessaria comprensione dell’attività di impresa, del suo andamento, dei suoi

³ D.L. 30 dicembre 2016, n. 254, “Dichiarazioni di carattere non finanziario”, art. 2

risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, descrivendo almeno:

- a) il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, anche con riferimento alla gestione dei suddetti temi;*
- b) le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti tramite di esse ed i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario;*
- c) i principali rischi, generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto;*

2. In merito agli ambiti di cui al comma 1, la dichiarazione di carattere non finanziario contiene almeno informazioni riguardanti:

- a) l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche;*
- b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera;*
- c) l'impatto attuale e prevedibile sull'ambiente nonché, ove opportuno, sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio di cui al comma 1 lettera c) o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario;*
- d) aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali;*
- e) rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni poste in essere per impedire atteggiamenti ed azioni comunque discriminatori;*
- f) lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati... ”⁴.*

⁴ D.L. 30 dicembre 2016, n. 254, “Dichiarazioni di carattere non finanziario”, art. 3

L'obbligatorietà di fornire informazioni di carattere non finanziario porta inevitabilmente l'attenzione sulla necessità di rintracciare una metodologia in grado di misurare in modo concreto l'impatto di metriche di natura intangibile all'interno dell'attività d'impresa. Le metodologie di misurazione del capitale intangibile si suddividono principalmente in due macro-categorie. Da un lato risiedono i metodi di natura matematico-statistica che cercano di fornire informazioni sul capitale intangibile d'impresa, semplici da comunicare e facilmente confrontabili. Dall'altra parte vi sono metodologie che tentano di fornire un'informazione veritiera circa il capitale intangibile aziendale, attraverso la narrazione più qualitativa che quantitativa di quali siano gli intangibles aziendali, servendosi di specifici KPI's e analizzando le interrelazioni tra loro presenti. Non potendo definire una corrente di pensiero abbastanza esaustiva da escludere l'altra, il progetto di tesi si pone l'obiettivo di fornire un metodo che prenda in considerazione entrambe le ipotesi sopra descritte.

Nonostante l'oggetto della direttiva sia maggiormente incline a richiedere informazioni circa tematiche inerenti la sostenibilità, ciò non significa che tali elementi non abbiano correlazione alcuna con la performance d'impresa e, in genere, con capitale di natura intangibile. La sostenibilità complessiva, identificabile nelle sue tre diverse componenti ovvero ambientale, sociale ed economica, permette nel medio-lungo termine di garantire risultati positivi.⁵ Basti pensare all'investimento di un'azienda in ricerca e sviluppo per riorganizzare i processi e sfruttare al meglio energie rinnovabili, tentando di garantire una maggiore efficienza e una riduzione delle emissioni. Alla base di una ristrutturazione del processo risiede, inevitabilmente, un'idea di fondo, una competenza che assume la forma di un capitale di natura intangibile. In tale iniziativa è rintracciabile, allo stesso tempo, una sostenibilità di tipo sociale, con una maggior attenzione verso l'ambiente e quindi alla popolazione che vi risiede, di tipo ambientale, con un minor impatto in termini di inquinamento, e di tipo

⁵ Mio C., "Il budget ambientale. Programmazione e controllo della variabile ambientale", Egea, 2002

economico, legato ad una riduzione degli sprechi e dei costi per l'acquisto di energie. L'investimento in ricerca per ottimizzare gli aspetti appena descritti potrebbe tradursi, ad esempio, in una riduzione di costi dovuti legati a precedenti fenomeni di inquinamento e un incremento della reputazione presso il consumatore, sempre più attento a tematiche di natura ambientale. Le competenze apprese dal processo di ristrutturazione di un'attività aziendale, in ottica di sostenibilità, portano l'impresa, unitamente agli asset fisici necessari a raggiungere gli obiettivi sopra definiti, a possedere numerosi asset di natura intangibile che sinora non trovano posto alcuno tra le attività patrimoniali, pur essendo il fulcro centrale del progetto sopra descritto. Questo è un semplice esempio atto a dimostrare come la performance aziendale, sia in termini di riduzione di costo o di posizionamento nel mercato, sia realmente legato a elementi non direttamente controllabili con il mero investimento in asset fisici, bensì, in questo caso, incrementando i propri costi di R&S, ovvero incentivando la formazione di capitale di natura intangibile.

1.2 Caratteristiche Intangibles: la non-concorrenzialità

Dai manuali di microeconomia emerge una chiara distinzione tra beni *concorrenziali* e *non-concorrenziali*⁶. Si definiscono *concorrenziali* le tipologie di beni soggetti a *scarsità*, ovvero non utilizzabili indifferentemente e allo stesso momento in diversi contesti, e che portano alla nascita di *costi opportunità*. L'utilizzo di un bus su di una determinata tratta anziché su un'altra, comporta una scelta decisionale, in cui il decisore è costretto a preferire un percorso anziché un altro. Ciò sta ad indicare l'impossibilità, per il medesimo mezzo, di coprire entrambe le tratte e, allo stesso tempo, la nascita di un *costo opportunità* per il mancato ricavo ottenuto dallo svolgimento del servizio anche nel secondo percorso. L'utilizzo di asset fisici, possano essere mezzi, persone o impianti, è

⁶ Bernheim, D., Whinston, M., "Microeconomia", McGraw-Hill, 2009

soggetto a un processo di decisionale, vista la non infinita capacità dei mezzi a disposizione. Il bene non-concorrenziale, invece, permette di non sottostare, entro certi limiti, alle scelte decisionali di cui sopra. Il limite unico del bene non-concorrenziale risiede nella *scalabilità*, ovvero nella dimensione della domanda. Basti pensare, per rimanere nel medesimo esempio di cui sopra, al software in grado di gestire le prenotazioni e la vendita di biglietti per la compagnia di bus precedentemente analizzata. Se il numero di bus utilizzabili è per definizione finito, e lo stesso bus non è in grado di coprire nel medesimo momento tratte differenti, il software di prenotazione è invece in grado di fornire biglietti ad un numero sostanzialmente infinito di consumatori e per tutte le tratte disponibili. Gli unici limiti rintracciabili dal software possono essere la scarsità tecnologica delle vie di comunicazione, comunque risolvibili una tantum, e la finitezza della domanda. Potenzialmente infatti, l'applicativo potrebbe rispondere alle esigenze di un'infinità di consumatori. Allo stesso modo, il brevetto per l'utilizzo di una miscela materiale particolare, utilizzabile in tutte le linee di prodotto di una determinata impresa, potrebbe potenzialmente essere adoperato contemporaneamente su tutte le linee senza creare un costo opportunità, che è invece dato dalla scarsità degli impianti.

Idee, conoscenza, know-how non sono inoltre caratterizzati da *rendimenti di scala decrescenti* propri degli asset fisici. Relativamente a questi ultimi, basti pensare agli esiti che l'incremento della produzione richiesta può provocare sulla stanchezza della forza lavoro, costretta ad esempio, a svolgere ore di straordinario perdendo efficienza. I macchinari, allo stesso modo, per le manutenzioni necessarie a rispondere all'incremento della quantità richiesta dal processo produttivo, potrebbero essere costretti a subire numerosi fermi. Al contrario, un investimento innovativo, atto a migliorare la produttività ed efficienza del processo produttivo, è in grado di generare, grazie all'effetto apprendimento, *rendimenti di*

*scala crescente*⁷, garantendo così un incremento degli output rispetto alla quantità di intangibles inseriti nel processo produttivo.

1.3 Caratteristiche Intangibles: l'effetto rete

I beni intangibili sono inoltre caratterizzati dai benefici derivanti dall'effetto delle reti. Seppur tale condizione sia applicabile anche ad asset fisici, l'effetto rete è di gran lunga maggiore in beni di tipo tecnologico che, per definizione, sono knowledge intensive. L'effetto rete è definibile come il vantaggio incrementale che si genera nell'utilizzo di un determinato bene quando accresce il numero degli utilizzatori. Esempio lampante di tecnologia soggetta a tali effetti è la telefonia mobile. Un cellulare accresce il proprio valore all'aumentare degli interlocutori da esso raggiungibili. Anche le reti ferroviarie sono soggette al medesimo beneficio, pur essendo asset di natura tangibile. Ciò che risulta importante sottolineare è che, alla base di un bene in grado di generare vantaggi di rete, risiede un asset di natura intangibile, un'idea, una competenza, in grado di definire un disegno dominante. Il suo successo può portare, successivamente, alla creazione di uno standard. In tal modo, è la tecnologia Gsm, incorporata nel suo inventore, a garantire un effetto rete benefico agli utilizzatori di un telefono cellulare.

L'effetto rete è in grado di fornire vantaggio agli utilizzatori, anche in termini di creazione di beni complementari attorno ad un determinato disegno dominante. Prendiamo in tal caso il sistema operativo Microsoft Windows. Il numero pubblico di utilizzatori spinge le società produttrici di software ed applicativi a far funzionare i propri prodotti secondo i criteri imposti dal sistema operativo Windows. All'aumentare del numero di utenti, quindi, si giunge a un incremento del numero di servizi disponibili all'utilizzatore finale.

⁷ Lev B., "Intangibles. Gestione, valutazione e reporting delle risorse intangibili delle aziende", Etas, 2003

In tale contesto emerge quale sia la capacità degli intangibles di generare vantaggi durevoli nel medio-lungo termine, essendo spesso un asset di natura intangibile la base di partenza per la creazione di un bene tangibile.

1.4 Caratteristiche Intangibles: escludibilità parziale

Un asset di natura intangibile è per sua definizione astratto, difficile da controllare e istituzionalizzare. Tali caratteristiche, che descrivono la reale essenza degli intangibles, unitamente alla scarsa rilevanza loro riservata dai sistemi contabili, si traducono in una concreta difficoltà, per i possessori di capitale intangibile, nel tutelare il valore dei propri assets. I tangibles godono di diritti di proprietà ben definiti, che rendono possibile ai loro proprietari escludere completamente i terzi dal loro godimento. Seppur esistano tutele speciali, come brevetti o marchi registrati, non è sempre possibile controllare appieno l'esclusivo possesso ed utilizzo del proprio capitale intangibile da parte dei reali possessori. È in tal senso che gli intangibles possono essere definiti come *parzialmente escludibili* ai terzi. Buona parte del capitale intangibile è posseduto dai membri appartenenti e operanti in una determinata impresa. Seppur il know-how prodotto all'interno dell'azienda da lavoratori dipendenti appartenga all'azienda stessa, è difficile controllare appieno il flusso che le informazioni, anche non in situazioni limite quali dolo o colpa, possono avere verso l'esterno. L'investimento nel miglioramento del proprio capitale umano trova un chiaro esempio nel tentativo di far collaborare il più possibile tra loro gli attori interni all'impresa. Tale collaborazione crea una rete di relazioni in grado di incrementare la propria capacità creativa quanto più sono ridotti i limiti geografici e infrastrutturali. La collaborazione tra personalità "creative" incrementa ancor più se i soggetti sono in grado di comunicare in un ambiente libero e poco istituzionalizzato, anche

all'esterno dell'impresa. Tanto più tali condizioni sono rispettate, tanto maggiore può essere il potere creativo scatenato dalle relazioni in oggetto.⁸

Alla luce delle evidenze sopra esposte, appare ancor più problematico comprendere quanto queste conoscenze siano controllabili da parte degli effettivi proprietari.

Le competenze possono essere di tipo tacito, ovvero comprensibili soltanto al soggetto che le ha prodotte, oppure codificate, ovvero facilmente comunicabili perché tracciate e rese esplicite. Nel caso di conoscenze tacite, per il proprietario dell'impresa è ancor più difficile proteggere il know-how, non essendo in grado di rendere codificabile l'invenzione e di proteggerla, per esempio, con la registrazione di un brevetto per poi trarne guadagni sotto forma di royalties. La tutela brevettuale, inoltre, è soggetta a un limite temporale, oltre il quale a chiunque è permesso di utilizzare l'invenzione alla base del brevetto. La protezione da esso garantita cerca, infatti, di ottemperare agli interessi di diversi stakeholder: da un lato vi è l'interesse della comunità affinché una nuova tecnologia possa essere utilizzata liberamente, garantendo così ai consumatori miglioramenti nell'utilizzo di un determinato prodotto o servizio; dall'altro risiede il diritto dell'inventore di trarre maggior profitto possibile dalla propria creazione.

Può risultare interessante analizzare ed esporre quali possono essere le diverse tipologie di invenzione, al fine di comprendere quanto sia in realtà complesso il mondo dell'innovazione e la gestione del capitale intangibile nel suo complesso.

Le innovazioni possono essere di due tipi:

- *Incrementale*: è un processo di innovazione che si basa sul miglioramento di una tecnologia o conoscenza già esistente, senza apportare alcuna modificazione alle modalità di risposta a un determinato bisogno, e non rendendo obsoleti i prodotti esistenti.

⁸ Moretti E., "La nuova geografia del lavoro", Mondadori, 2014

- *Radicale*: è un processo di innovazione che rende completamente obsoleti i prodotti esistenti, creando una nuova modalità di risposta a un determinato bisogno collettivo.

Gli attori già presenti nel mercato, le cui attività sono caratterizzate inevitabilmente da una certa lentezza e rigidità, sono propensi a investire in innovazioni di tipo incrementale, cercando di migliorare il proprio prodotto rispetto alla concorrenza senza rendere obsoleti gli altri. Un'innovazione radicale potrebbe essere in grado di escludere alcuni attori dal mercato, se questi non sono in grado di rispondere prontamente alle modificazioni di prodotto introdotte. Un'iniziativa di tal tipo è conveniente nel caso l'attore in questione sia un nuovo entrante all'interno del mercato, caratterizzato da elevate barriere infrastrutturali all'entrata. Una tecnologia radicalmente innovativa potrebbe portare tali attori ad avere un ruolo importante all'interno del settore di mercato. Ed è proprio qui che si pone la problematica del regime di appropriabilità dell'innovazione introdotta. Seppur esistano, come detto in precedenza, tutele legali a favore della protezione dell'innovazione, non è detto che tali forme di protezione siano in grado di garantire in toto l'impossibilità ad altri attori di emularla. La protezione garantita dal brevetto è limitata agli specifici utilizzi dichiarati in sede di registrazione. In alcuni contesti territoriali, inoltre, non esiste alcuna forma di limitazione alla richiesta di tutele brevettuali per invenzioni già registrate entro altri confini nazionali.

Il Teece Model è in grado di descrivere quando, con l'innovazione, si è in grado di ottenere vantaggi competitivi consistenti. La costruzione del modello descrive due variabili come determinanti del successo o insuccesso:

- *regime di appropriabilità*: descrive quanto sia possibile, attraverso l'utilizzo delle forme di tutela previste dai diversi ordinamenti, proteggere le proprie invenzioni dall'utilizzo dei competitor;

- *necessità di asset complementari*: descrive se siano o meno necessari asset specifici per raggiungere una consistente quota di mercato.

Figura 2 - Teece Model

		Complementary assets	
		<i>Freely Available or Unimportant</i>	<i>Tightly held and important</i>
Appropriability regime	<i>Weak</i>	Difficulty to make money	Holder of complementary assets
	<i>Tight</i>	Inventor	Inventor or party with bargaining power

Ove il regime di appropriabilità risulti deboli e gli asset complementari siano sostanzialmente inutili, sarà difficile ottenere consistenti risultati economici. Nel caso in cui, invece, la presenza di asset complementari risulti notevole, e permanga una scarsa possibilità di controllo sulla proprietà intellettuale, sarà il possessore dei primi ad avere la meglio sul mercato, indipendentemente da chi sia stato il reale ideatore dell'oggetto in questione. Nel caso in cui la presenza di assets complementari risulti superflua o i medesimi siano facilmente reperibili, e la possibilità per l'inventore di appropriarsi dell'idea risulti elevata, sarà quest'ultimo a potersi giocare un ruolo importante all'interno del mercato. L'ultimo quadrante appare il più problematico, e descrive la situazione in cui è richiesta un'elevata presenza di asset complementari e si è allo stesso tempo in grado di avere un'elevata tutela del proprio capitale intangibile. Il vincitore nel mercato, in questo caso, sarà colui che è in grado di avere maggior potere contrattuale. Esemplificativo a tal proposito risulta essere il caso Pixar/Disney. Al momento della creazione del celebre cartone animato "Toy Story", Pixar risultava possedere

un know-how creativo che nessun altro al mondo era in grado di replicare. I suoi canali distributivi, tuttavia, non erano abbastanza ampi per permettere a “Toy Story” di avere il successo che avrebbe meritato. La formazione di una Joint Venture con Disney gli permise di accedere ad un pubblico smisuratamente vasto, e, allo stesso tempo, di potenziare il valore del proprio brand. L’invenzione di Pixar, tuttavia, era destinata prima o poi a divenire una commodity; di conseguenza, nel momento in cui il regime di appropriabilità stava diminuendo, Disney acquistò Pixar. Questo è un caso in cui, al termine del “conflitto”, il possessore degli asset complementari trionfa definitivamente sul mercato.

Anche il caso RC Cola è particolarmente interessante. Ci troviamo, in questo caso, in una situazione in cui vi è un’elevata necessità di asset complementari, e l’invenzione è facilmente replicabile. RC Cola fu la prima a inventare la diet cola. L’assenza di canali distributivi e di potere del marchio ha fatto sì che, molto rapidamente, Pepsi e Coca Cola si impadronissero del mercato in questione, escludendo totalmente RC Cola dai possibili guadagni.

La limitatezza delle tutele previste per i possessori di un brevetto fa sì che talvolta risulti preferibile avvalersi del segreto industriale anziché brevettare una propria invenzione. Il brevetto garantisce il monopolio dell’invenzione per un certo numero di anni, ma il prezzo da pagare per l’ottenimento di tale tutela è la comunicazione verso l’esterno della propria scoperta. Coca Cola non ha mai registrato un brevetto relativo alla composizione della sua celebre bevanda. La sua strategia è stata quella di mantenere il segreto all’interno dei confini aziendali, impedendo in tal modo ai competitor di poter utilizzare liberamente, al termine della durata del brevetto, la ricetta in questione. Coca cola, inoltre, possiede un brand di valore quasi inestimabile, rendendo impossibile per qualunque competitor tentare di emularne la bevanda e avere successo sul mercato. È anche questo un caso in cui il possesso di beni complementari prevale sulla necessità di tutelare in modo forte il regime di appropriabilità.

1.5 Rischi legati ad una scarsa conoscenza del valore degli intangibles

È stato possibile verificare come gli asset di natura intangibile siano difficili da monitorare e controllare. Esistono tuttavia sostanziose problematiche legate a una scarsa informazione dei sistemi contabili riguardo ad asset di natura intangibile, che sfociano in una concreta asimmetria informativa tra soggetti operanti all'interno dei confini aziendali e stakeholder esterni.

Rylander et al (2000)⁹, riassume i problemi derivanti da una mancata comunicazione di dati di natura non finanziaria verso l'esterno:

- l'asimmetria informativa cresce all'aumentare della rilevanza attribuibile a elementi di natura intangibile all'interno delle imprese;
- le informazioni di lungo termine sugli intenti strategici aziendali non sono presenti all'interno del reporting pack, ma sono considerate fondamentali per gli stakeholder esterni, specialmente per gli investitori.

Saranno in seguito riportate alcune complessità derivanti da una diversa conoscenza qualitativa e quantitativa, di informazioni riguardanti soprattutto asset di natura intangibile.

Le problematiche esposte trarranno spunto dal mondo finanziario e creditizio.

Poniamoci nella situazione di un'azienda farmaceutica, in procinto di sviluppare un prodotto con ampia richiesta sul mercato e con concrete probabilità di realizzare il progetto in questione. Non esiste nulla all'interno del bilancio d'esercizio che permetta di verificare e reperire informazioni di questo tipo. In tale contesto, appare evidente come gli *insider* possiedano informazioni qualitativamente superiori rispetto agli eventuali investitori esterni. È chiaro il beneficio goduto dagli insider rispetto ai terzi, gap impossibile da colmare anche in caso di

⁹ Rylander, A., Jacobsen, K., Ross, G., "Towards improved information disclosure of intellectual capital", International Journal of Technology Management, 2000

tempestiva ricerca di informazioni in tutti i canali disponibili da parte degli stakeholder esterni. Essendo gli asset intangibili, come discusso nei precedenti paragrafi, parte integrante del valore di mercato delle azioni e causa della volatilità del loro prezzo, il valore dell'asimmetria informativa sarà quindi funzione dell'incremento del valore degli intangibles. Maggiore sarà il valore di capitale intellettuale, maggiore sarà il differenziale informativo posseduto dagli insider rispetto agli stakeholder esterni. Ciò si traduce in considerevoli benefici economici per gli attori interni all'azienda (*insider trading*¹⁰), e una crescita della sfiducia da parte degli investitori esterni. L'attività di insider trading è, tuttavia, ora normata dal Testo unico sulla Finanza, il cui art. 184 cita chiaramente che compie un reato:

“...chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;

¹⁰ “Viene definita Insider Trading la compravendita di strumenti finanziari da parte un insider, cioè di una persona che, in virtù della posizione che ricopre, è a conoscenza di informazioni privilegiate che vengono appunto utilizzate per ottenere un profitto.

Le informazioni sono privilegiate se sono specifiche e di contenuto determinato, non sono a disposizione del pubblico, sono concernenti strumenti finanziari e sono idonee, se rese pubbliche, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono”. www.borsaitaliana.com

c) *raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)*”¹¹.

Allo stesso modo, le asimmetrie informative sono causa dell’incremento del *bid-ask spread*¹². Un dealer maggiormente informato sarà infatti disposto a vendere azioni a un prezzo maggiorato nel caso in cui sia a conoscenza di notizie positive dall’interno dei confini aziendali. Tale spread può aumentare sino al punto di provocare la chiusura del mercato, che si riaprirà soltanto nel momento in cui gli insider saranno disposti a riversare verso l’esterno alcune informazioni cruciali sull’andamento aziendale¹³.

L’inasprimento del *bid-ask spread*, inoltre, si traduce nell’incremento del costo del capitale di rischio per le aziende. Essendo gli investitori costretti a sostenere maggiori costi di transazione impliciti per acquistare le suddette azioni, essi si aspetteranno maggiori retribuzioni in sede di distribuzione dei dividendi. Ciò si

¹¹ D.L. 24 febbraio 1998, n. 58, “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, art 184

¹² “Differenza tra il prezzo bid (denaro) e il prezzo ask (lettera) praticato da un dealer. Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario. Il prezzo ask (detto anche offer) è superiore al prezzo bid. Il cosiddetto best bid è il più elevato prezzo bid presente sul mercato. Analogamente, è detto best ask il più basso prezzo ask presente sul mercato. Una quotazione di mercato riporta il best bid e best ask disponibili sul mercato, ed è nota come BBO (Best Bid and Offer). In tal senso il bid-ask spread è la differenza tra best ask e best bid. Con riferimento all’operatività del dealer, il bid-ask spread è il margine di profitto lordo di tale intermediario, che negozia strumenti di proprietà appartenenti al proprio portafoglio (noto come inventory). Con riferimento all’investitore, il bid-ask spread rappresenta un costo di transazione implicito (che si differenzia dal principale costo di transazione esplicito, ovvero dalla commissione pagata). Il concetto di bid-ask spread è applicabile anche ai mercati ad asta e in tal senso è dato dalla differenza tra la miglior proposta in vendita e la miglior proposta in acquisto presenti sul mercato.” www.borsaitaliana.it

¹³ Glosten, L. R., Milgrom, P., “Bid, Ask and transaction prices in specialist market with heterogeneously informed traders”, *Journal of Financial Economics* vol. 14, 1985

traduce in un incremento dei costi del capitale di equity per le aziende, che ne inibiranno gli investimenti e la crescita¹⁴.

Anche il costo del capitale di debito non è indifferente alle tematiche sopra esposte. La possibilità di accesso al credito, per le aziende composte principalmente da asset di natura intangibile, risulta complessa e spesso più costosa rispetto alle tradizionali attività *physical intensive*. Visti i cambiamenti avvenuti all'interno mercato e presentati nei precedenti paragrafi, la considerazione di variabili qualitative soggettive nell'analisi del merito di credito da parte degli istituti bancari dovrebbe a oggi rivestire un ruolo essenziale.¹⁵ Sarebbe dunque necessario affiancare ai tradizionali sistemi di IRB (Internal Rating Banking), criteri di valutazione qualitativi, basati sull'autonomia di giudizio soggettivo (componente *judgemental*). Le prassi dei processi di finanziamento per le PMI hanno visto, in letteratura, un susseguirsi di idee contrapposte: da un lato alcuni ricercatori sostengono l'idea che gli istituti bancari, nel valutare il merito di credito delle PMI, debbano basarsi su aspetti qualitativi quale il *relationship banking*; dall'altro viene delineata la completa supremazia di variabili hard finanziarie. Il Comitato di Basilea garantisce completa autonomia nella creazione e nello sviluppo di modelli di rischio di credito.

Per comprendere l'evoluzione nella considerazione di variabili qualitative nella valutazione del merito di credito risulta interessante uno studio svolto da Albareto (Albareto et al, 2008)¹⁶, condotto da Banca d'Italia tra il 2000 ed il 2006 su un campione di 322 banche. Dall'analisi risulta evidente come le soft information

¹⁴ Amihud, Y., Mendelson, H., "Asset pricing and the bid-ask spread", Journal of Financial Economics vol. 17, 1986

¹⁵ Quintiliani A., "Internal rating systems e soft information: Il ruolo degli intangibili e del contesto territoriale nella valutazione del merito creditizio delle PMI", Franco Angeli, 2016

¹⁶ Albareto, G., Benvenuti, M., Mocetti, S., Pagnini, M., Rossi, P., "L'organizzazione dell'attività creditizia e l'utilizzo di tecniche di scoring nel sistema bancario italiano: i risultati di un'indagine campionaria." Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 12, 2008

vengano considerate marginali sia per le grandi banche che per le piccole/locali. Dall'analisi empirica svolta tramite questionario emerge che:

- le imprese (Large e PMI) sono valutate prevalentemente secondo criteri quantitativi;
- nel determinare il merito creditizio delle PMI appaiono maggiormente rilevanti i bilanci e le relazioni creditizie con il sistema;
- per i pesi attribuiti nei modelli di rating appaiono marginali gli aspetti qualitativi, insieme a dati territoriali e settoriali.

La perplessità del sistema considerato aumenta integrando alle evidenze appena esposte una ricerca svolta nel 2003 da Bina Lehman¹⁷. Lo studio si poneva l'obiettivo di valutare come le informazioni qualitative fossero in grado di incrementare il livello di predittività dei credit rating basati solamente su analisi quantitative. Le variabili qualitative utilizzate riguardano aspetti tra i quali: la qualità del management, il posizionamento di mercato dell'impresa, la qualità delle relazioni banca-cliente. I risultati evidenziano come la considerazione di variabili qualitative incrementi la predittività dei modelli di rischio tradizionali. In linea con le evidenze esposte da Lehman, i risultati proposti da Grunert, Nodern e Weber (Grunert et al, 2004)¹⁸ dimostrano l'incremento di predittività risultante dall'utilizzo di variabili qualitative nei modelli di analisi, e nella previsione di una possibilità di default da parte dell'azienda.

La scarsa conoscenza del valore del capitale intangibile e la sua scarsa comunicazione verso l'esterno porta al verificarsi delle problematiche sopra esposte. I modelli di valutazione del merito di credito, appaiono sostanzialmente inefficaci nel verificare il concreto valore di un'impresa, dal momento che non

¹⁷ Lehmann, B., "Is It Worth the While? The Relevance of Qualitative Information in Credit Rating.", Working Paper, EFMA 2003, Meetings 2003.

¹⁸ Grunert, J., Norden, L., Weber, M., 2004. "The Role of Non-Financial Factors in Internal Credit Ratings.", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, issue 2, 509- 531.

considerano in alcun modo asset di natura intangibile. Appare a mio avviso preoccupante che il mondo finanziario, nel suo complesso, non tenga affatto in considerazione l'effetto dirompente che gli asset di natura intangibile sono in grado di scatenare nell'attuale scenario di mercato. Nello specifico, il mondo creditizio basa le proprie stime di affidabilità su elementi che da tempo sono esclusi dalle variabili competitive in grado di fornire valore aggiunto nel medio-lungo termine. Ritengo, per tali ragioni, collegabile, seppur in parte, alla scarsa considerazione degli intangibles, l'attuale crisi del mercato creditizio e la scarsa recuperabilità dei crediti erogati dai sistemi bancari, i quali si traducono in un incremento dei tassi di interesse sui prestiti e una ridotta liquidità per le imprese italiane.

1.6 Principali obiettivi ottenibili da una corretta valutazione del proprio capitale intellettuale

In letteratura emergono diverse motivazioni che evidenziano l'importanza della corretta valutazione del capitale intangibile. Gli obiettivi che le imprese mirano a ottenere, attraverso una corretta valutazione del proprio capitale intangibile, sono sostanzialmente due¹⁹:

- *miglioramento della propria immagine e credibilità verso l'esterno*: l'azienda ha la necessità di descrivere sé stessa, nel modo più accurato possibile, agli stakeholder esterni, ai clienti, ai creditori e agli shareholders, in modo che tali soggetti possano esaminare la qualità del management e valutarne l'affidabilità;
- *monitoraggio interno della propria performance*: il management deve essere in grado di monitorare l'andamento e mettere in atto

¹⁹ Hunter, L., Webster, E., Wyatt, A., "Measuring Intangible Capital: a review of current practice", Research Institute of Australia, 2005

tempestivamente eventuali azioni correttive in caso di evidenti problematicità. Le decisioni saranno tanto più corrette quanto saranno maggiori le informazioni possedute dal management.

Secondo un survey svolto dal ministero danese per la scienza, la tecnologia e l'innovazione²⁰, la comunicazione verso l'esterno punta a raggiungere i seguenti risultati:

- mostrare che il capitale umano è l'asset aziendale più importante;
- dimostrare che l'impresa è innovativa;
- attrarre nuovi dipendenti;
- dimostrare che la conoscenza è uno dei propri asset principali;
- dimostrare che l'impresa è flessibile;
- creare un supporto ai financial reports;
- attrarre nuovi clienti e mantenere quelli attuali.

Il medesimo questionario dimostra come gli obiettivi interni che le imprese appartenenti al campione cercano di raggiungere con il monitoraggio del proprio capitale intangibile siano i seguenti:

- fornire un supporto all'elaborazione della strategia aziendale²¹;
- assicurarsi un aggiornamento e un incremento delle proprie conoscenze;
- assicurarsi una condivisione interna delle competenze;
- creare innovazione;
- implementare un sistema interno di knowledge management.

²⁰ Danish ministry of Science, Technology and Innovation, "Intellectual Capital Statements – The New Guideline", 2003

²¹ Marr, B., Gray, D., Neely, A., "Why Do Firms Measure their Intellectual Capital?", Journal of Intellectual Capital, 2003

Dalla letteratura, relativamente alle problematiche finanziarie precedentemente esposte, emerge inoltre che la comunicazione di informazioni relative ad asset di natura intangibile sia positivamente correlata con l'incremento del valore delle azioni²². Allo stesso modo, vi sono alcune evidenze empiriche che dimostrano come le aziende che non comunicano il valore del proprio capitale intangibile verso l'esterno sostengono costi del capitale più elevati²³.

1.7 Alcune definizioni di Intangibles

Sono diverse le interpretazioni e definizioni di capitale intangibile che emergono dalla letteratura. La differenziazione si manifesta, in modo particolare, nel classificare quali siano gli elementi distintivi che compongono il capitale intellettuale. La disciplina aziendalistica definisce, in via generale, il capitale intellettuale come summa di quattro componenti:

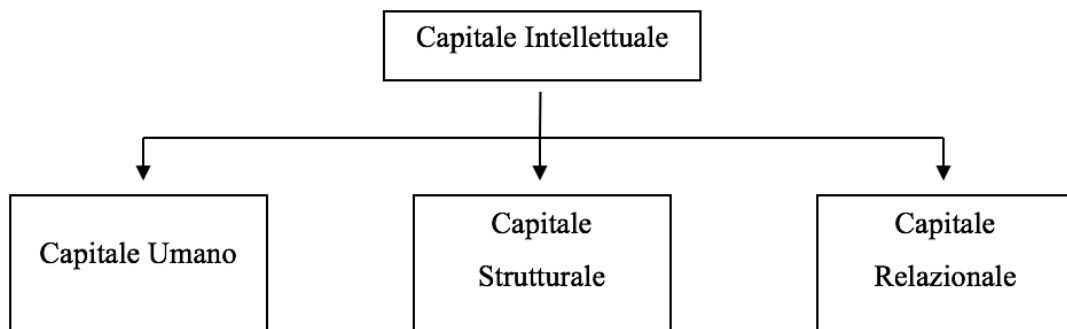
- *capitale umano*: è costituito dall'insieme delle competenze eterogenee possedute dagli individui che operano all'interno dell'azienda. Il valore del capitale umano è definibile come funzione del livello medio di istruzione e specializzazione;
- *capitale organizzativo o strutturale*: è costituito dall'insieme delle procedure organizzative e dagli strumenti utilizzati dall'impresa, al fine di permettere il corretto ed efficiente svolgimento delle attività aziendali;
- *capitale relazionale*: è costituito dai legami che l'impresa è in grado di allacciare con l'esterno, la cui qualità è funzione della durata e della

²² Wyatt, A., "Accounting Recognition of Intangible Assets: Theory and Evidence on Economic Determinants", 2005

²³ Boone, J.P., Raman, K.K., "Unrecognized R&D Assets and the Market Microstructure", working paper, Mississippi State University, 1999

frequenza con cui essi vengono adoperati. Gli attori con cui l'impresa è in grado di stabilire relazioni sono, in ordine d'importanza, i clienti e gli stakeholder.

Figura 3 - Composizione del capitale intellettuale



Fonte: Orlandi, M., "Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione", Franco Angeli, 2012

Brooking A. (1996)²⁴ dà una propria definizione di capitale intellettuale. Il capitale intangibile viene definito come un asset essenziale, senza il quale l'impresa non può sopravvivere né tantomeno ottenere alcun tipo di vantaggio competitivo. "Capitale intellettuale" è il termine adoperato per definire, in maniera onnicomprensiva, l'insieme degli intangible assets. Brooking vede nella seguente funzione la reale definizione di impresa:

$$\text{Impresa} = \text{Asset fisici} + \text{Capitale Intellettuale}$$

Gli Intangibles, per l'autrice, possono essere categorizzati come segue:

- **Assets di mercato:** rappresentano il potere che un'azienda possiede grazie alle proprie relazioni con il mercato. I market assets possono essere il potere

²⁴ Brooking, A., "Intellectual Capital", International London Business Press, 1996

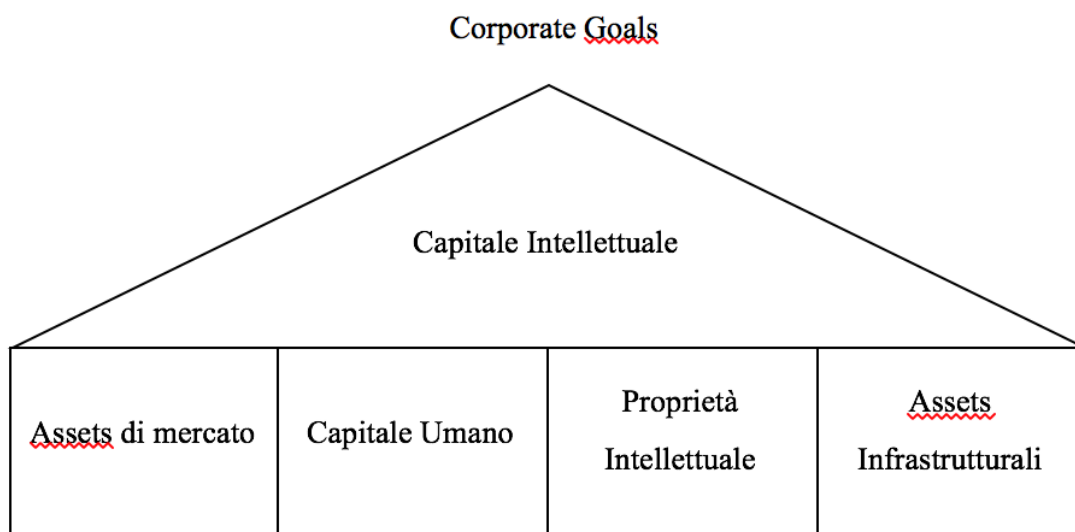
del *brand*, i *clienti* e la loro *fedeltà*, i *canali distributivi*, particolari tipologie di *accordi contrattuali* e molto altro. I market assets sono molto importanti, perché sono in grado di fornire all'impresa un vantaggio competitivo all'interno del mercato. Il branding denota proprietà e identità dei prodotti e servizi erogati sul mercato, mentre la fedeltà dei clienti garantisce la prosecuzione nel tempo del rapporto instaurato. La qualità dei canali distributivi assicura all'intera platea di potenziali clienti un servizio celere e allo stesso tempo una massimizzazione delle vendite di prodotti e servizi per l'impresa. Il possesso di buoni contratti con i fornitori può portare a una cospicua riduzione delle spese di acquisto, rispetto a coloro che non godono dei medesimi privilegi. Gli asset di mercato assicurano che il cliente conosca al meglio l'identità dell'azienda e ciò che essa produce. Se un'impresa non è in grado di controllare le proprie strategie di marketing porta a un decremento dei propri market assets, causando confusione nella platea di potenziali consumatori.

- ***Proprietà intellettuali***: includono know-how, segreti industriali, copyright, brevetti e diritti di progettazione. Vi fanno parte, inoltre, i marchi commerciali. I copyright sono generalmente utilizzati per la protezione dei diritti d'autore su libri, musica e software per computer. Gli asset di mercato sono tutelati dalla registrazione dei marchi commerciali. Infine, il segreto industriale trova la propria protezione nel non rivelare all'esterno il know-how posseduto all'interno dei confini aziendali. Chiunque entri in un accordo che preveda il mantenimento di un segreto industriale è punito per la sua eventuale rivelazione, voluta o causale, verso l'esterno.
- ***Capitale Umano***: sono composti dalle expertise, dalla creatività e dalle capacità di problem solving, di leadership e di coordinamento incorporati nei dipendenti dell'impresa. Il punto di vista proposto da Brookings non è la visione di un individuo come statico, impegnato solo ed esclusivamente nello svolgimento di una particolare funzione, ma spinge verso l'identificazione dei dipendenti come entità dinamiche, che giocano un

ruolo di rilievo in diverse attività aziendali. Il compito di un buon manager è di porre la forza lavoro nelle condizioni ottimali, che gli permettano di lavorare al meglio. Al contrario degli asset di mercato, intellettuali ed infrastrutturali, il capitale umano non è posseduto dall'impresa e non è da essa totalmente controllabile.

- ***Assets infrastrutturali***: sono composti dalle tecnologie, metodologie e processi che permettono all'impresa di funzionare. Vi sono inclusi elementi quali la cultura organizzativa, le metodologie per monitorare il rischio, i metodi di valutazione della forza vendite, la struttura finanziaria, le informazioni possedute sui clienti, i sistemi di comunicazione e molto altro. Non sono definiti asset intangibili infrastrutturali mezzi come il computer. A titolo esemplificativo si pensi a internet; la qualità dei propri canali distributivi, per imprese che usano l'e-commerce, è funzione della capacità dell'organizzazione di utilizzarne le enormi potenzialità. Tali competenze consentono un miglior svolgimento dell'attività d'impresa, e sono identificabili come asset, pur non trovando alcun posto all'interno dell'attivo dello stato patrimoniale. Gli asset infrastrutturali sono molto importanti perché sono in grado di apportare all'organizzazione ordine, sicurezza e qualità. Sono, inoltre, in grado di fornire alla forza lavoro un mezzo per comunicare e svolgere al meglio le proprie attività.

Figura 4 - Componenti del Capitale Intellettuale, Brooking 1996



Fonte: Brooking, A., "Intellectual Capital", International London Business Press, 1996

Anche **Sveiby K.E.** (1997)²⁵ fornisce una sua definizione di capitale intangibile. Egli definisce in via preliminare qualunque tipologia di asset, sia essa fisica o intangibile, come risultato dell'attività umana, la cui esistenza dipende solo e unicamente dalle persone. All'interno di un'impresa, il capitale umano può usare le proprie competenze in due diverse direzioni: verso l'*esterno*, lavorando con i clienti, e verso l'*interno*, mantenendo o costruendo i processi organizzativi necessari allo svolgimento dell'attività d'impresa. Se i manager focalizzano la loro attenzione verso l'interno, allora tentano di creare strutture intangibili come migliori processi o nuovi design di prodotto. Quando la loro attenzione è volta all'esterno dell'impresa, essi possono creare, oltre a cose tangibili, relazioni con i clienti e nuove esperienze, traducibili in nuove competenze possedute dall'organizzazione. Il valore economico di una relazione non può essere maggiormente invisibile del valore di mercato di una casa. Il motivo per cui una relazione a oggi appare così invisibile è che non ne esiste una definizione generalmente accettata, e non è misurabile con una metodologia standard

²⁵ Sveiby, K., E., "The Intangible Assets Monitor", Journal of Human Resource Costing and Accounting, vol. 2, n.1, 1997

univocamente condivisa. La parte invisibile di un stato patrimoniale può essere divisa, secondo Sveiby, in tre macro-famiglie:

- **employee competences**: includono le capacità dei dipendenti di agire all'interno di diverse situazioni, nelle due prospettive sopra citate ovvero verso l'esterno o internamente;
- **internal structure**: vi appartengono brevetti, concetti, modelli, computer e sistemi gestionali integrati. Sono creati dai dipendenti o possono essere acquistati esternamente, e sono asset generalmente posseduti dall'organizzazione. Anche cultura e spirito organizzativo appartengono alla struttura interna. Internal structure e persone costituiscono ciò che noi generalmente chiamiamo organizzazione; è l'interazione tra i diversi individui di un'azienda a costruire e formalizzare l'organizzazione aziendale;
- **external structure**: include le relazioni con clienti e fornitori, il valore del brand, i marchi e l'immagine (reputation) aziendale. Alcuni di questi elementi possono essere tutelati da proprietà legale. Il loro valore, secondo Sveiby, dipende primariamente da quanto l'azienda sia in grado di risolvere i problemi e i bisogni dei propri clienti. La reputation e le relazioni con i consumatori possono mutare il loro valore nel tempo.

Lev B. definisce gli intangibles come beni patrimoniali immateriali in grado di generare risultati economici nel futuro, pur non avendo aspetto fisico o finanziario. Egli individua tre grandi famiglie di risorse intangibili, ovvero le **innovazioni**, gli intangibili **organizzativi** ed il **capitale umano**.

Al gruppo delle innovazioni appartengono invenzioni, marchi e brevetti derivanti dall'attività di R&D dell'impresa. La parte organizzativa, come esposto nei paragrafi precedenti, si compone di tutte le procedure e le formalità organizzative che permettono all'impresa di lavorare in modo fluido ed efficiente. Le risorse umane recitano per Lev un ruolo essenziale: vanno gestite adeguatamente dal

punto di vista retributivo, e devono essere correttamente incentivate, incrementando la condivisione tra le risorse e codificando al meglio le competenze possedute da esse possedute, evitando problematiche legate a fenomeni di turnover.

Lev, inoltre, pone in concreta evidenza la particolare essenza del capitale intangibile. Esso, infatti, non risulta del tutto scisso dal patrimonio tangibile. Il limite tra tangibile e intangibile è molto labile, e rende ancor più difficoltosa la misurazione e la valutazione dei beni intangibili in presenza di elevate interazioni tra capitale intellettuale e asset fisici.

Le definizioni sopra esposte possono risultate esaustive nel verificare come, seppur con differenze terminologiche, sia comune la definizione di capitale intangibile, soprattutto in merito alla descrizione delle sue componenti. Appare evidente come gli intangibles aziendali siano in realtà presenti in ogni struttura aziendale ed in tutte le funzioni che la compongono. Alla luce di tali affermazioni, appare ancor più corretto cercare di individuare un metodo per definire il valore del proprio capitale intangibile e tenere sotto controllo il proprio posizionamento rispetto ai principali competitor.

Capitolo 2

Metodologia

2.1 Metodi di valutazione del capitale intangibile

La misurazione del capitale intellettuale, vista la natura delle sue componenti, non risulta semplice e immediata. Sono molteplici le metodologie utilizzabili per stimare quale sia l'effettivo valore delle risorse intangibili²⁶. Sveiby, fornisce una prima classificazione delle metodologie utilizzabili a tal scopo, suddividendole in quattro differenti gruppi:

- I. *Direct Intellectual Capital Methods (DIC)*: il valore del capitale intangibile viene stimato identificandone le diverse componenti e il relativo valore monetario. Una volta individuati gli elementi che lo compongono, il valore del capitale intangibile può essere descritto monetariamente, sia come valore aggregato sia individualmente.
- II. *Market Capitalization Methods (MCM)*: il valore del capitale intangibile viene definito come la differenza tra il valore contabile aziendale e l'effettivo valore di mercato.
- III. *Return on Assets Methods (ROA)*: il Roa viene utilizzato per valutare il valore del capitale intangibile aziendale. Si assume che il valore degli intangible assets sia la differenza (opportunamente capitalizzata tenendo conto di un'adeguata quota di costo del capitale) tra l'effettiva performance aziendale e il valore che dovrebbe essere fornito dagli asset tangibili.

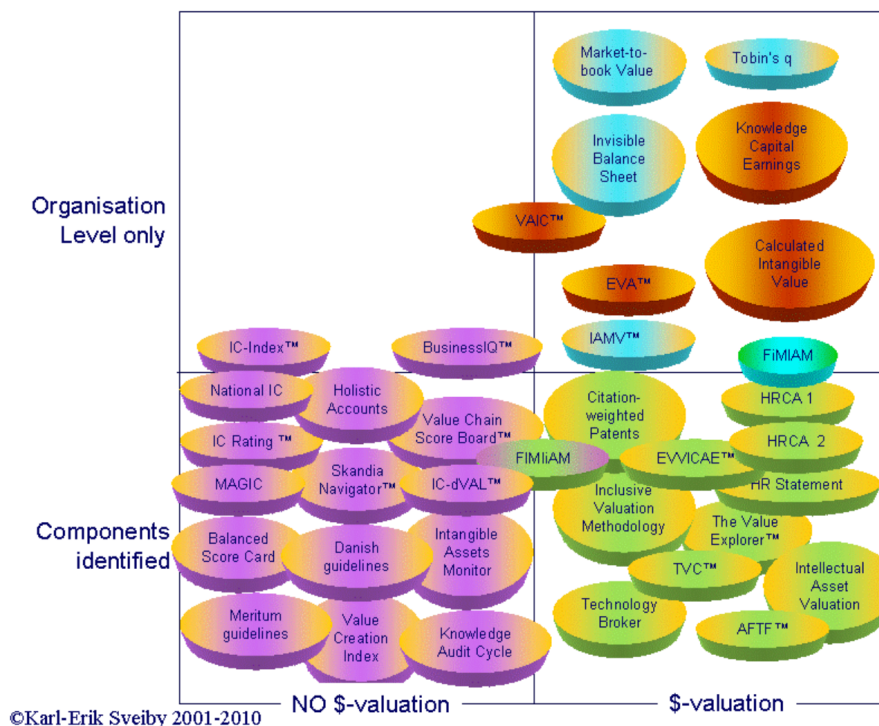
²⁶ Sveiby K.E. Methods for Mesasuring Intangible Assets, gennaio 2001; www.sveiby.com.au

IV. *Scorecard Methods (SC)*: il capitale intangibile viene scomposto nelle diverse variabili che lo compongono e si procede alla creazione di specifici KPI's per un adeguato monitoraggio del valore degli intangibles aziendali.

I metodi di valutazione del capitale intellettuale possono essere suddivisi in base a due variabili: la prima distingue i diversi modelli in base al metro di misurazione da essi adottato, suddividendoli in *monetari* e *misti*. I metodi monetari si pongono l'obiettivo di definire gli intangible assets secondo il valore economico che li caratterizza. I metodi misti, all'interno dei quali rientrano tutte le metodologie SC, misurano il capitale intellettuale secondo metriche diverse dal mero valore monetario, contenendo metodologie che non puntano alla valutazione economica del capitale intellettuale, ma fungono da strumenti di monitoraggio e tutela del valore del capitale intangibile, fornendo una linea guida per incrementare e tutelare il valore degli intangibles aziendali.

La seconda variabile crea una classificazione delle metriche utilizzate in base al loro oggetto di valutazione suddividendo i modelli in *sintetici* e *analitici*. Le metodologie sintetiche valutano, in modo globale, il valore degli intangible assets aziendali; sono invece analitici quegli strumenti che definiscono il valore del capitale intangibile aziendale, considerando individualmente le componenti che ne definiscono il valore.

Figura 5 - Matrice di classificazione delle metodologie di valutazione del capitale intangibile



Fonte: <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>

Le metodologie qui proposte offrono differenti vantaggi. I metodi ROA e MCM offrono una valutazione monetaria del capitale intangibile aziendale, e possono risultare utili ed efficaci in operazioni di *merger & acquisition*; sono, inoltre, utilizzati per attività di *benchmarking* tra imprese dello stesso settore. Vista la loro natura monetaria, essi sono in grado di fornire un valore finanziario facile da comunicare e di diretto interesse per gli amministratori. I dati utilizzati nelle metodologie ROA sono facilmente reperibili, provenendo per la maggior parte da voci di bilancio. Le informazioni utili per la definizione del valore di mercato aziendale, nei metodi MCM, sono invece desumibili, per le imprese quotate, dalla consultazione dei rispettivi valori azionari.

Esistono, tuttavia, anche diversi limiti nell'applicazione di tali metodologie. I metodi ROA dipendendo esclusivamente da valori rintracciabili nei bilanci aziendali, e potrebbero risentire notevolmente delle problematiche legate a fenomeni di *earnings management*. Essi sono molto sensibili alle assunzioni fatte

alla base dei modelli, e risentono di eventuali cambiamenti dei tassi di interesse o di sconto applicati. I metodi MCM, d'altro canto, sono facilmente utilizzabili per aziende quotate, rendendone difficoltosa l'applicazione per le PMI e le aziende no-profit.

Le metodologie SC sono in grado di fornire una rappresentazione più globale del capitale intangibile aziendale rispetto alle metriche meramente finanziarie. Vista la loro natura non monetaria, i modelli appartenenti a tali categorie sono utilizzabili per aziende no-profit e per organizzazioni appartenenti al settore pubblico. Risulta tuttavia difficile, creare un set di indicatori adottabili da aziende di dimensioni variabili e operanti in diverse *industries*, richiedendo una customizzazione degli indicatori utilizzati nei vari modelli. La costante attenzione dei manager a metriche di natura meramente finanziaria, rende difficile comunicare la bontà e l'utilità di tali modelli, soprattutto in caso di orientamento al breve termine della mission aziendale.

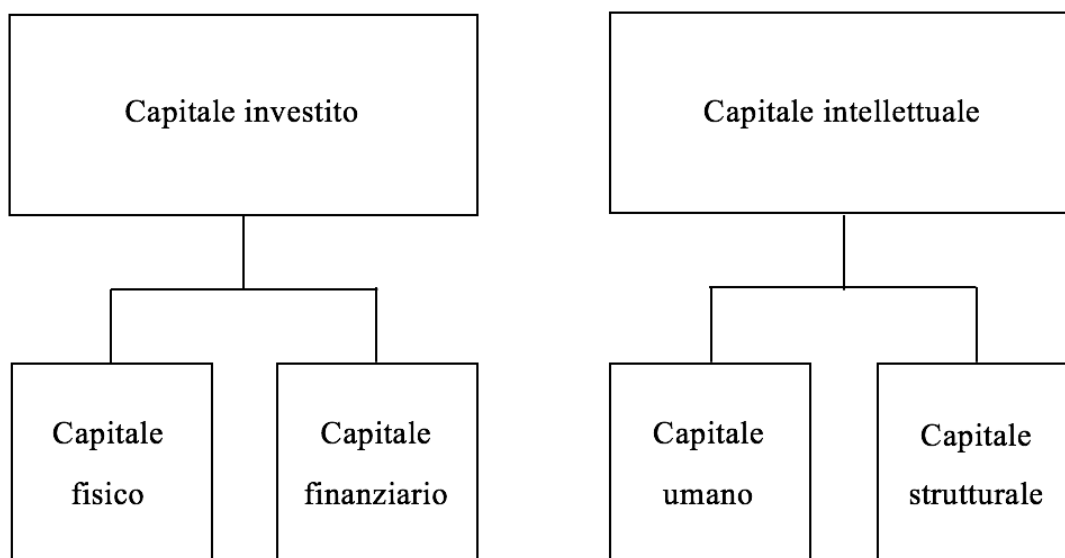
Tra le metodologie MCM, il Market-to-Book Value rappresenta uno dei modelli che ha riscosso più successo. Il valore del capitale intangibile viene definito come differenza tra il valore di mercato dell'azienda, calcolato moltiplicando il prezzo di mercato delle azioni dell'impresa per il numero totale delle azioni in circolazione, e il rispettivo valore contabile definito dal patrimonio azionario aziendale al netto dell'ammontare delle azioni privilegiate. L'assunzione alla base di tale modello è che tutto il valore eccedente fornito dal mercato, dopo aver considerato la valorizzazione degli asset fisici, sia da definirsi come frutto di capitale di natura intangibile (Stewart, 1997). Un ulteriore affinamento del modello non tiene in considerazione la mera differenza tra valore di mercato e valore contabile, ma ne analizza bensì il rapporto (valore di mercato/valore contabile), ottenendo il Market-to-book Ratio. Tale valore assume notevole importanza se paragonato ai risultati ottenuti dai competitors e al valore medio del settore di appartenenza, valutandone annualmente l'andamento. Un Market-to-book Ratio che assuma valori decrescenti nel tempo potrebbe fungere da segnale di pericolo per l'impresa.

Sebbene appaia esplicita la semplicità applicativa del modello, emergono diverse perplessità sulla metodologia appena esposta. Sono molti i fattori che possono influenzare il valore di mercato dell'impresa e il relativo valore contabile; basti pensare all'andamento altalenante del mercato azionario.

Tra i metodi ROA, oltre al Civ di cui si tratterà ampiamente in seguito, il VAIC è una metodologia che ha riscosso notevole successo in letteratura, oltre numerose applicazioni in campo scientifico. Il Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) è stato sviluppato da Ante Pulic²⁷ come metodo analitico per valutare la performance di un'impresa. Il modello presuppone che misurare il valore aggiunto di un'azienda, abbia impatto sul suo valore di mercato. Uno studio empirico dimostra una stretta relazione tra il valore del VAIC e il valore di mercato delle aziende. La creazione del valore deriva da due risorse primarie e fondamentali, ovvero il capitale investito (CE) ed il capitale intellettuale (IC). Il primo è composto da capitale fisico e finanziario, il secondo da capitale umano e strutturale.

²⁷ Pulic, A., "MVA and VAIC Analysis of Randomly selected Companies from FTSE 250", Australian Intellectual Capital Research Center, 2000

Figura 6 - Risorse primarie per la creazione di valore secondo il metodo VAIC



Fonte: G. Fabbrini, A. Ricciardi, "Intangible Assets: principi contabili, modalità di reporting e tecniche di valutazione", F. Angeli, 2007

Il valore aggiunto di un'azienda è dato dal valore degli output al netto degli input necessari allo svolgersi dell'attività d'impresa. Il VAIC misura e monitora l'efficienza totale di un'azienda nella creazione di valore aggiunto. L'ICE, che è definibile come un concetto subordinato al VAIC, descrive l'efficienza del capitale intellettuale interno a un'azienda. L'esecuzione del modello è abbastanza semplice, e i dati necessari per il calcolo sono reperibili dal bilancio d'esercizio.

Il valore aggiunto viene calcolato con la seguente equazione:

$$VA = GM - sgaEXP + LExp$$

dove VA indica il valore aggiunto, GM è il Gross Margin, sgaExp sono le spese dell'area vendite, le spese generali ed amministrative e LExp sono i costi della forza lavoro. Le Labour Expenses sono considerate da Pulic come un asset e definiscono il valore dello Human Capital (HC).

$$HC = LExp$$

Il capitale strutturale (SC) viene calcolato sottraendo al valore aggiunto l'ammontare di Human Capital sopra definito:

$$SC = VA - HC$$

L'efficienza del capitale investito (CEE) è calcolata come il rapporto tra il valore aggiunto (VA) e il capitale investito (CE):

$$CEE = VA/CE$$

Il CEE indica l'ammontare di valore aggiunto aziendale conseguito dal più o meno efficiente impiego dal capitale investito, sia esso fisico o finanziario.

L'efficienza del capitale umano (HCE) è calcolata come rapporto tra il valore aggiunto (VA) e l'ammontare del capitale umano (HC):

$$HCE = VA/HC$$

L'HCE indica l'ammontare di valore aggiunto aziendale conseguito dal capitale umano investito. La terza componente, ovvero l'efficienza del capitale strutturale, viene calcolata dividendo il valore dello stesso (SC) per il valore aggiunto (VA):

$$SCE = SC/VA$$

Risulta ora possibile calcolare l'efficienza del capitale intellettuale (ICE), sommando insieme l'efficienza del capitale umano e strutturale:

$$ICE = HCE + SCE$$

È ora possibile calcolare il valore complessivo del VAIC come segue:

$$\text{VAIC} = \text{ICE} + \text{CEE}$$

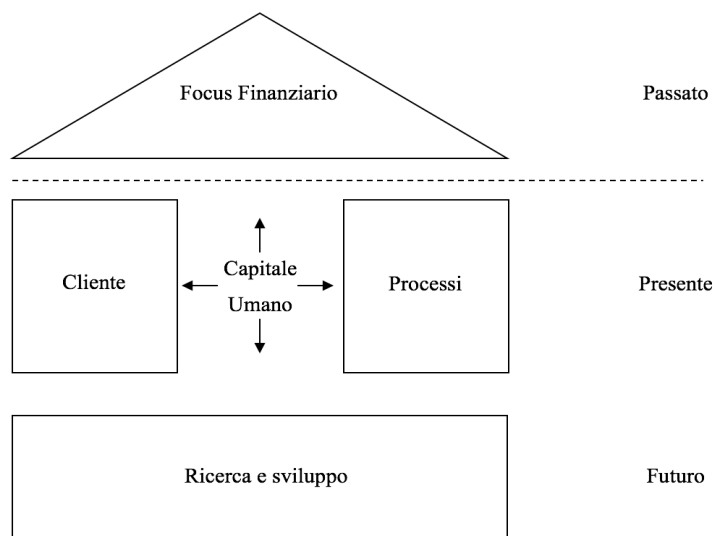
Il VAIC non indica un valore monetario degli intangibles, ma tenendo in considerazione diversi fattori collegati al capitale intellettuale, è in grado di garantire alcune informazioni di quanto gli intangibles siano in grado di fornire valore aggiunto all'attività d'impresa. Come il CIV, il VAIC è un metodo utile per svolgere analisi comparative tra aziende, e può fornire informazioni interessanti agli stakeholder esterni (Antola et al., 2005)²⁸.

Tra le metodologie SC, lo Skandia Navigator²⁹ (Edvinsson 2002) rappresenta uno degli schemi più applicati. Tale strumento è composto di cinque gruppi di indicatori, ognuno dei quali si focalizza su diverse aree di analisi. Il gruppo di indicatori financial, monitora i risultati finanziari dell'azienda con un orientamento temporale rivolto al passato. Gli indicatori volti al monitoraggio della relazione col cliente, del capitale umano e all'efficienza dei processi volgono il proprio sguardo al presente; l'andamento futuro è competenza degli indicatori di ricerca e sviluppo.

²⁸ Antola, J., Kujansivu, P. e Lönnqvist, A., "Management accounting for intellectual capital", Proceeding of the 7th Conference on Manufacturing Accounting Research, Tampere, May 30-June 1, 2005

²⁹ Andriessen, D., "The making sense of intellectual capital: designing method for the valuation of intangibles", Elsevier, 2004

Figura 7 - Skandia Navigator: rappresentazione grafica



Fonte: Andriessen, D., "The making sense of intellectual capital: designing method for the valuation of intangibles", Elsevier, 2004

Sono di quattro tipologie gli indicatori utilizzabili all'interno di ogni singola area di analisi:

- *Cumulativi*: misure dirette generalmente definite in termini monetari come, per esempio, il valore di mercato;
- *Competitivi*: misurano la situazione aziendale rispetto al proprio settore di appartenenza. Sono generalmente valori percentuali;
- *Comparativi*: analizzano l'andamento aziendale rispetto a un competitor;
- *Combinati*: misurano l'andamento della stessa azienda rispetto a una moltitudine di competitor, utilizzando diverse variabili.

Per favorire il corretto utilizzo dello strumento, Edvinsson e Malone hanno inoltre contribuito alla creazione di una lista di 111 indicatori, catalogabili secondo i criteri sopra esposti, utilizzabili anche da aziende appartenenti al settore no-profit. Il lavoro di Edvinsson, nel suo complesso, è indubbiamente uno dei maggiori contributi sulla valutazione del capitale intellettuale, e il suo Skandia Navigator è

probabilmente uno degli esempi più citati come metodologia per la misurazione degli intangibles. Edvinsson ha tentato di porre rimedio a una serie di problematiche molto ampia ed eterogenea, tra le quali la gestione interna del capitale intellettuale e il miglioramento della qualità della reportistica esterno verso gli stakeholder. Risulta tuttavia difficile, comprendere in che modo lo Skandia Navigator sia in grado di porre rimedio in modo concreto alle problematiche sopra esposte. Il metodo si definisce come strumento di “navigazione”, in grado di fornire la corretta direzione all’andamento dell’azienda. Gli indicatori presenti al suo interno, tuttavia, sono maggiormente in grado di fornire informazioni riguardo lo stato attuale dell’impresa, dimostrando alcune lacune nel descrivere l’orientamento futuro che l’azienda stessa dovrebbe intraprendere. Lo Skandia Navigator, inoltre, non contiene alcun metro di misura per i propri indicatori, non essendo in grado di fungere da strumento diagnostico.

2.2 Analisi comparativa dei metodi di valutazione del capitale intellettuale

Per comprendere al meglio quali siano le caratteristiche che compongono le diverse metriche di valutazione del capitale intangibile aziendale, può risultare di notevole importanza uno studio svolto da Dominiak³⁰ et al, che mette a confronto 21 tra le più note metodologie di valutazione degli intangibles in base a 7 differenti prospettive di analisi. I vari metodi applicativi sono classificati in base a diversi criteri, e viene attribuito un punteggio uguale a 1 nel caso in cui il metodo in analisi rispecchi la prospettiva prevista dal criterio identificato, e un punteggio pari a 0 se ciò non avviene. Vengono ora esposti i criteri adottati dagli autori per mettere a confronto le diverse metriche di valutazione del capitale intangibile:

³⁰ Dominiak, P., Mercik, J., Szymanska, A., “Comparative analysis of methods of measuring company’s intellectual capital”, Operations Research and Decisions, n.1, vol. 23, 2013

- *K1 Ambito di applicazione del metodo*: il primo criterio definisce se la metodologia utilizzata sia adatta per monitorare l'andamento del capitale intellettuale di un'azienda (K1.1), o sia piuttosto utile a fornire un'analisi comparativa tra imprese (K1.2);
- *K2 Disponibilità dei dati utili all'applicazione del metodo al di fuori dei confini aziendali*: sarà fornito un punteggio pari a 1 a quei modelli che necessitano di dati facilmente reperibili anche esternamente all'impresa e assegnato un valore pari a 0 a tutte le metriche che necessitano di dati specifici e privati, impossibili o difficili da reperire esternamente all'azienda;
- *K3 Tipologia dei dati richiesta dal metodo*: classifica le metodologie sulla base dei dati utilizzati ai fini dell'analisi, siano essi finanziari (K3.1) o non finanziari (K3.2);
- *K4 Elementi del capitale intangibile inclusi nel metodo*: la suddivisione qui proposta divide gli intangibles in capitale umano (K4.1), proprietà intellettuale (K4.2), capitale strutturale (K4.3), clienti (K4.4) e capitale relazionale (K4.5);
- *K5 Stabilità del metodo*: assegna un punteggio pari a 1 a quei modelli in grado di garantire una certa robustezza nei dati analizzati, nonostante le possibili modificazioni che i valori applicati nel modello possono avere nel corso del tempo (fluttuazione dei valori di borsa, cambiamenti del WACC);
- *K6 Valutazione sintetica della quantità di capitale intellettuale posseduta da un'azienda*: tale criterio garantisce un punteggio uguale a 1 a tutte le metriche che consentono di ottenere un valore esplicito del totale degli intangible assets presenti all'interno di un'impresa;
- *K7 Assegnazione di livelli d'importanza differenti alle diverse componenti del capitale intangibile*: il parametro assegna un punteggio pari a 1 a tutte le metodologie che considerano in maniera ponderata il peso relativo delle componenti degli intangibles nel processo di valutazione del valore totale degli asset intangibili.

Viene illustrata in tabella la matrice comparativa di alcune metodologie del capitale intangibili secondo i criteri sopra definiti.

Figura 8 - Matrice comparativa dei metodi di valutazione del capitale intangibile, criteri K1 - K3

Method		1	Criteria of evaluation							
			K1		S1	K2	S2	K3		S3
			K1.1	K1.2				K3.1	K3.2	
MCM	MV/BV index	2	0	1	0.5	1	1	1	0	0.5
	Tobin's q index	3	0	1	0.5	1	1	1	0	0.5
	IAMV™ model	4	1	0	0.5	0	0	1	1	1
ROA	KCE™ method	5	1	1	1	1	1	1	0	0.5
	EVA™ method	6	1	0	0.5	0	0	1	0	0.5
	VAIC™ method	7	1	1	1	1	1	1	0	0.5
	CIV method	8	1	1	1	1	1	1	0	0.5
DIC	Technology Broker model	9	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	IAV model	10	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	TVC™ model	11	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	AFTF model	12	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	Value Explorer™ model	13	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	IVM™ model	14	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	Citation-Weighted Patents index	15	1	0	0.5	0	0	1	1	1
SC	Skandia Navigator™ model	16	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	IC Rating™ model	17	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	Value Platform model	18	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	Intangible Assets Monitor model	19	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	Balanced Scorecard model	20	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	VCS™ model	21	1	0	0.5	0	0	1	1	1
	IC-Index	22	1	0	0.5	0	0	1	1	1

Fonte: Andriessen, D., "The making sense of intellectual capital: designing method for the valuation of intangibles", Elsevier, 2004, pg. 6

Figura 9 - Matrice comparativa dei metodi di valutazione del capitale intangibile, criteri K4 - K7

1	K4					S4	K5	S5	K6	S6	K7	S7	Total score	Total score [%]
	K4.1	K4.2	K4.3	K4.4	K4.5									
2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.00	28.6
3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.00	28.6
4	1	1	1	1	0	0.8	0	0	1	1	1	1	4.30	61.4
5	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	3.50	50.0
6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.00	14.3
7	1	1	1	0	0	0.6	1	1	1	1	0	0	5.10	72.9
8	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	3.50	50.0
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4.50	64.3
10	1	1	0	0	0	0.4	0	0	1	1	0	0	2.90	41.4
11	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2.50	35.7
12	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2.50	35.7
13	1	0	1	0	0	0.4	0	0	1	1	0	0	2.90	41.4
14	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	0	0	3.50	50.0
15	0	1	0	0	0	0.2	0	0	1	1	1	1	3.70	52.9
16	1	1	1	1	0	0.8	0	0	1	1	0	0	3.30	47.1
17	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4.50	64.3
18	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	2.50	35.7
19	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	2.50	35.7
20	1	1	1	1	0	0.8	0	0	0	0	0	0	2.30	32.9
21	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	2.50	35.7
22	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	4.50	64.3

Fonte: Andriessen, D., "The making sense of intellectual capital: designing method for the valuation of intangibles", Elsevier, 2004, pg. 7

Le colonne S1, S2, S3 e S4 rappresentano la percentuale ottenuta dalle metodologie analizzate sul totale dei punteggi ottenibili nei criteri inseriti nelle colonne precedenti a esse. S1 rappresenta, per esempio, la percentuale del punteggio massimo ottenibile dai criteri K1.1, K1.2 (pari a 2) raggiunta dai diversi metodi in analisi.

Risulta evidente dalle tabelle riportate che il metodo EVA ottiene il peggior punteggio finale (14,3%), rappresentando un modello non indicato per la valutazione del capitale intangibile, sulla base dei criteri sopra elencati. Al contrario il metodo VAIC (72,8%) considera nella propria prospettiva di analisi la maggior parte dei criteri in questione.

Tuttavia, nessuno dei criteri presi in esame incontra allo stesso tempo tutti i criteri definiti dall'analisi. Ciò dimostra come sia difficile muoversi nel campo

nell'intangibile, comprenderne le dinamiche, e come possa essere complicato misurarne il valore senza rischiare di commettere l'errore di sottovalutare qualche variabile, imbattendosi in errori o paradossi.

2.3 Indicatori non finanziari per il monitoraggio del capitale intangibile

La crescente importanza del valore imputabile agli asset intangibili, rende necessario porre sempre più attenzione al loro monitoraggio. Appare a tal proposito interessante fornire alcuni esempi di indicatori rintracciabili in letteratura³¹, per il costante controllo dei propri intangibles aziendali. I Kpi's analizzati verranno classificati in base alle voci in cui la disciplina aziendalistica suddivide il capitale intangibile:

- Indicatori volti al monitoraggio del capitale umano
- Indicatori per il controllo del capitale strutturale
- Indicatori per la valutazione del capitale relazionale

Verranno ora presentati alcuni indicatori derivanti dalla letteratura, categorizzati secondo i criteri precedentemente esposti. Saranno presi in considerazione Kpi's in grado di valutare, seppur indirettamente, attraverso metriche specialmente quantitative il valore qualitativo degli intangibles posseduti dall'impresa. A titolo esemplificativo, per comprendere il valore del proprio capitale relazionale aziendale, è necessario avvalersi di indicatori quantitativi come quota di mercato e grado di fedeltà dei consumatori. I Kpi's compongono solamente un cruscotto di monitoraggio, e non forniscono elementi quantitativi in grado di valutare l'effettivo ammontare di capitale intangibile aziendale.

³¹ Sveiby, K.E., "The Intangible Assets Monitor", Journal of Human Resource Costing and Accounting, Vol. 2, N.1, 1997, pg. 78 e ss.

2.3.1 Indicatori volti al monitoraggio del capitale umano

Valore aggiunto per dipendente: valuta in che modo i dipendenti dell'impresa siano in grado di partecipare alla creazione di profitto per l'impresa. Il valore aggiunto è il risultato operativo a cui si aggiunge il costo dei salari. Per calcolare l'indicatore in oggetto, si dividerà il valore aggiunto per il numero dei dipendenti aziendali, cercando di comprendere quanto il capitale umano sia in grado di partecipare alla creazione di valore. Il monitoraggio di tale indicatore è in grado di rendere comprensibile all'impresa quale sia l'efficienza del proprio capitale umano, e può fungere da utile strumento di benchmarking con i competitor appartenenti al medesimo settore.

Età media della forza lavoro: i lavoratori più anziani sono più "stabili" e tendono a non avere interesse a lasciare l'azienda presso cui prestano servizio, specialmente per motivi familiari. Un'azienda con un'età media maggiore è definibile come maggiormente stabile rispetto ad una più giovane. Importante sottolineare che la stabilità è frutto di maggiori competenze ed efficienza possedute dalla forza lavoro, sviluppate nel corso degli anni grazie ad effetto apprendimento e specializzazione. Al contrario, un'età media aziendale in crescita costante rappresenta un segnale d'allarme, indicando uno scarso turnover della forza lavoro e precludendo possibilità di sviluppo ulteriore e continuità nel lungo periodo.

Seniority: rappresenta il numero di anni in cui un dipendente presta servizio presso la medesima azienda. Esso può essere interpretato come un indicatore di stabilità delle competenze possedute dal capitale umano d'impresa. Il suo valore medio è in grado, inoltre, di far comprendere quanto un dipendente sia "affezionato" all'impresa. Oltre a motivazioni prettamente egoistiche, esso può essere un buon indicatore di welfare aziendale. Un elevato valore di tale indicatore spinge comunque a pensare che le condizioni lavorative ed economiche dell'impresa siano soddisfacenti e positivamente percepite.

Rookie Ratio: descrive il numero di persone che hanno trovato occupazione da meno di due anni. I giovani sono generalmente avvezzi al cambiamento, oltre che flessibili per eventuali avanzamenti di carriera. Essi, inoltre, sono meno efficienti in quanto non ancora perfettamente inseriti all'interno del contesto organizzativo. Un'impresa con un elevato Rookie ratio si definisce, per tali motivazioni, meno stabile. Esso assume significato se viene parallelamente preso in considerazione l'indicatore di *Seniority* precedentemente esposto.

Turnover: è generalmente adottato come indicatore di stabilità. È di semplice costruzione e un buon metro di comparazione con le altre imprese. Un valore di turnover molto basso, attorno al 5%, definisce una situazione stabile ma non dinamica. Un valore attorno al 20%, al contrario, indica una generale insoddisfazione della forza lavoro. Cambiamenti repentini dell'indice di turnover, identificano generalmente repentini cambiamenti aziendali. Esso può essere costruito secondo una prospettiva esterna o interna, valutando nel primo caso il numero di dipendenti che lasciano l'impresa, mentre nel secondo valuta la job-rotation all'interno dell'azienda. Generalmente è costruito in tal modo: numero di dipendenti che lasciano l'azienda nel corso dell'anno diviso per ammontare della forza lavoro a inizio anno. I valori critici che l'indicatore di turnover può raggiungere devono essere commisurati alla funzione e alle mansioni specifiche di ogni reparto aziendale. Al crescere del grado di specializzazione della forza lavoro risulterà più preoccupante l'eventuale aumento di valore assunto da tale indice, data la difficoltà di sostituire dipendenti con elevato livello di competenze specifiche.

Staff di supporto: misura la proporzione in cui sono presenti gli organi di staff all'interno della struttura interna aziendale. Il personale di staff è sinonimo di organizzazione ed efficienza della struttura interna. Un incremento di tale indicatore è chiaro segnale di un incremento dell'efficienza dell'organizzazione aziendale.

Livello medio di istruzione dei lavoratori: utile per monitorare quante siano le competenze specifiche che un'impresa cerca di ottenere dal mercato del lavoro. L'analisi dev'essere svolta per mansione e per reparto. Un valore mediamente elevato indica che un'impresa tenta di assorbire dall'esterno personale specializzato, in grado di incrementare le competenze interne della forza lavoro aziendale.

Fatturato per dipendente: è un indicatore di efficienza, il quale permette di comprendere in che modo la forza lavoro partecipi all'incremento delle vendite. L'incremento/diminuzione di tale indicatore descrive una crescita/inflessione dell'efficienza della forza lavoro. Il fatturato, tuttavia, non appare un buon metro di confronto per valutare la forza lavoro, dal momento che possono essere moltissimi i fattori che ne possono modificare il valore.

Percentuale del fatturato relativo a spese di formazione: permette di valutare in che modo l'impresa senta la necessità di rafforzare le competenze della propria forza lavoro. Un elevato valore di tale indice non è immediatamente significativo in termini di incremento di performance, soprattutto nel breve periodo. Investire in formazione, tuttavia, incrementa la probabilità di generare soddisfazione all'interno della forza lavoro e permette, seppur in parte, un incremento delle potenzialità dei propri dipendenti. Investire in formazione rappresenta comunque un'arma a doppio taglio. Un elevato ammontare di tali investimenti, correlato a un cospicuo livello di turnover, può portare a sostenere ingenti spese senza trarne alcun beneficio, con la concreta possibilità che diretti competitor traggano vantaggio dai propri investimenti (Spillover). Tale indicatore, pertanto, risulta sensato se monitorato assieme al livello di turnover. Appare significativo, inoltre, valutare i dipendenti attraverso questionari o test d'altro tipo, nel tentativo di verificare l'efficacia delle ore di formazione erogate.

2.3.2 Indicatori per il controllo del capitale strutturale

Numero di marchi e brevetti in proprietà ed in licenza d'uso: utile a monitorare gli asset che, anche dal punto di vista contabile, vengono definiti come intangibles. Fornisce un'indicazione approssimativa dell'efficacia degli investimenti in ricerca e sviluppo. Non è di per sé significativo stand alone, ma assume importanza se monitorato assieme ad altri indicatori che verranno in seguito esposti.

Percentuale di fatturato derivante da royalties: si calcola come rapporto tra il ricavo derivante da concessioni d'uso di marchi e brevetti e il fatturato totale. Risulta interessante se viene parallelamente considerato assieme al numero di brevetti posseduti dall'impresa, tentando di capire quanto sia il fatturato medio per brevetto/marchio posseduto o in licenza d'uso.

Quota fatturato nuovi prodotti: utile per monitorare quanto gli investimenti in ricerca e sviluppo abbiano effettivamente influito, al di là delle royalties per brevetti, sull'attività operativa e il core business aziendale. È utile per identificare se l'inserimento dei nuovi prodotti sia stato gradito o meno dal mercato. In caso l'inserimento di un nuovo prodotto vada a sostituirne un altro in grado di assolvere alle medesime esigenze, dev'essere considerato il fenomeno della cannibalizzazione. In tal caso è da considerare se la somma dei fatturati derivanti dai due prodotti superi l'ammontare di ricavi ottenuti con la precedente versione. In tal caso, ove il mercato non presenti soluzione omologhe, vi è buona probabilità di incrementare la propria quota di mercato.

Tempo medio di sviluppo dei nuovi prodotti: è un buon indicatore per verificare l'efficienza del reparto ricerca e sviluppo. La progettazione di un nuovo prodotto richiede elevate abilità di problem solving. Un ridotto tempo medio di sviluppo di nuove tecnologie permette una riduzione dei costi, e fornisce informazioni

riguardo alle abilità di gestione di situazioni caratterizzate da elevata complessità da parte del team dedicato al progetto.

Investimenti in sistemi informativi integrati: gli investimenti in sistemi ERP influenzano la struttura interna. In molti settori la presenza di un efficiente sistema integrato fornisce numerose e tempestive informazioni in grado di aiutare e velocizzare i processi di decision making. In ambito di e-commerce, ad esempio, un buon sistema informativo è in grado di assolvere tempestivamente alle esigenze dei clienti, incrementando il valore ed il numero delle interazioni con il mercato.

Anzianità dell'azienda: l'età di un'impresa è sintomo di stabilità. Per il consumatore è sinonimo di fiducia in diverse tipologie di business, siano aziende dedicate al largo consumo o alla produzione, per esempio, di macchinari produttivi. Basti pensare all'esigenza per un'impresa industriale, vista la necessità di dover accedere tempestivamente a manutenzioni e pezzi di ricambio, di considerare la prosperità di un'impresa al momento dell'acquisto di un impianto.

2.3.3 Indicatori per la valutazione del capitale relazionale

Quota di mercato: si calcola come rapporto percentuale tra la quota di mercato controllata dall'impresa ed il valore totale del mercato potenziale. Seppur di difficile costruzione, appare importante anche se calcolato tenendo soltanto in considerazione il mercato potenziale dei più stretti competitor.

Numero di nuovi clienti acquisiti: facilmente ottenibile con l'ausilio di uno storico clienti, permette di comprendere il numero di nuove relazioni instaurate con il mercato. Appare tuttavia importante monitorare, inoltre, il valore di turnover di clienti e la durata delle loro relazioni. Le nuove relazioni acquisite devono anche essere valutate in termini qualitativi, tentando di comprendere l'importanza della nuova relazione e la solvibilità e serietà del cliente acquisito. L'acquisizione di

nuovi ordini ed opportunità di mercato porta senz'altro ad un incremento dei valori fatturati, ma una scarsa attenzione alla qualità del cliente in termini di solvibilità, può causare impatti finanziari negativi.

Percentuale di fatturato da nuovi clienti: permette di comprendere la strutturazione del fatturato e di valutare la fedeltà dei clienti. Un'elevata percentuale di nuovi clienti sul totale del fatturato non è sempre un segnale positivo. Le relazioni in fase embrionale, sono spesso caratterizzate da instabilità, scarsa conoscenza delle preferenze del cliente ed elevata possibilità di abbandono. Al contrario, un valore piuttosto contenuto, indica la difficoltà per l'impresa di espandere le proprie relazioni e, seppur in possesso di una certa stabilità, risulta essere troppo dipendente da un pacchetto clienti oramai consolidato.

Fatturato medio per cliente: aldilà di criteri qualitativi per la valutazione della bontà del cliente, appare necessario ed utile monitorare il valore di fatturato medio per cliente. Al crescere dell'incidenza sul totale del fatturato, maggiore sarà l'attenzione necessaria al corretto e preventivo monitoraggio della relazione. L'importanza del cliente va inoltre valutata, dal punto di vista dei costi sostenuti per il mantenimento della relazione. Essi possono essere meramente costi di transazione, costi opportunità per l'impossibilità di servire altri potenziali clienti o dovuti ad una scarsa marginalità dei beni richiesti dal cliente. Se il fatturato per i *top customer* è composto esclusivamente da prodotti a scarsa marginalità è necessario valutare l'effettiva convenienza del mantenimento della relazione entro tali termini.

Incidenza dei big customer: valutare la proporzione dei maggiori clienti sul totale del fatturato, fornisce informazioni tangibili relativamente alla dipendenza dell'impresa dai propri maggiori clienti. Un'elevata incidenza, indica forte dipendenza dal mercato, scarso potere contrattuale e rappresenta un concreto segnale di debolezza dell'azienda.

Clients fedeli: permette di valutare quali siano i clienti con cui si stabiliscono reiterate relazioni. Si calcola come rapporto tra il numero dei clienti che ripetono le proprie interazioni con l'azienda ed il numero totale dei clienti serviti. Fedeltà è sinonimo di continuità, ed è un segnale positivo riguardo la qualità dei prodotti serviti. La reiterazione dei contatti con il cliente, permette inoltre un apprendimento proattivo e la possibilità di ricevere informazioni qualitativamente importanti dal mercato.

Anzianità dei clienti: al crescere della durata delle relazioni con il cliente, maggiore è la possibilità di mantenere tali relazioni nel medio-lungo. Rappresenta un indice di soddisfazione del cliente e segnale di affidabilità del prodotto. Al crescere dell'anzianità della relazione, inoltre, soprattutto in business caratterizzati da elevata specificità dei prodotti, aumenta il grado di dipendenza del consumatore servito, e di conseguenza un incremento del potere contrattuale dell'impresa nei confronti del cliente.

2.3 La metodologia CIV

La metodologia CIV (Calculated Intangible Value) è stata elaborata da T. A. Stewart³² nel 1997 con l'intento di valorizzare il capitale intangibile d'impresa, cercando di fornire un efficace aiuto agli investitori e ai decision-maker delle imprese knowledge-intensive, oltre che incrementare la loro attenzione verso gli intangible assets.

È condizione necessaria, enunciare quali siano i principali motivi che hanno portato verso la scelta di tale metodologia per lo svolgimento della successiva analisi. Il metodo Civ risulta, senz'altro, di semplice applicazione, richiede informazioni facilmente reperibili da voci di bilancio, definendosi a priori un facile

³² Stewart, T.A., "Intellectual Capital – The new Walth of Organizations", Doubleday, New York, NY, USA. pp. 226- 229

strumento di benchmarking, di rapida applicazione in diversi contesti aziendali e settoriali. La semplicità d'utilizzo, non nasconde tuttavia innumerevoli minacce che si celano inevitabilmente nel processo di applicazione del modello, la cui analisi sarà esplicitata in seguito. Alla luce di quanto descritto nei precedenti paragrafi, la metodologia Civ è un modello monetario (cfr. Fig. 5 Sveiby), in grado di stimare quale sia il valore degli asset intangibili utilizzato dall'impresa. Un risultato di questo tipo porta, senza dubbio, un elevato interesse da parte dei manager, molto attenti alle dinamiche finanziarie. L'idea di validare un modello in grado di fungere da strumento di benchmarking ha portato verso la scelta di una metodologia che richiedesse l'utilizzo di informazioni facilmente reperibili.

Alla luce dell'analisi comparativa precedentemente presentata (fig. 8, 9), è facile verificare come il modello Civ rispecchi le esigenze appena descritte: esso risulta un modello utile sia per monitorare l'andamento del valore del capitale intangibile d'azienda, sia come strumento di benchmarking tra imprese. Sono necessarie, ai fini della sua applicazione, soltanto informazioni reperibili esternamente all'azienda e di mera natura finanziaria. Il Civ non fornisce un valore analitico, non essendo in grado di scindere il valore del capitale intangibile nelle sue diverse componenti, traguardo per altro molto difficile da raggiungere senza avere alcun tipo di accesso a informazioni presenti internamente al contesto aziendale.

Riassumendo, i principali pregi della metodologia Civ sono i seguenti:

- i valori necessari al calcolo del Civ sono facilmente reperibili dalle mere informazioni finanziarie aziendali (Nayak et al., 2008)³³;

³³Maree, K.W., "Valuation of Intellectual Capital in South African Companies: A comparative study of three valuation methods", Master of Commerce dissertation, Department of Accounting, Rhodes University, Grahamstown, December, 2001

- può essere utilizzato come buon strumento di benchmarking per analisi intra ed inter – settoriali (Volkov and Garanina, 2007, Tillquist and Rodgers, 2002³⁴; Nayak et al., 2008);
- funge da utile strumento di supporto per decisioni di investimento e per processi di decision – making (Lönnqvist et al., 2006)³⁵;
- è in grado di incrementare la comprensione del capitale intangibile generando interesse nelle aziende al monitoraggio degli intangible assets (Aho et al., 2011)³⁶.

Alla base della metodologia Civ, risiede l’assunzione che il profitto derivante dagli asset tangibili possa equivalere esclusivamente al prodotto tra il valore dei suddetti asset e il Roa medio di settore. Tutto ciò che eccede a livello di profitto, i cosiddetti *premium earnings*, sono esclusivamente risultato di una concreta presenza di asset intangibili. Ciò equivale essenzialmente ad affermare che non può esservi enorme differenza nel rendimento degli asset fisici per aziende appartenenti al medesimo settore. La discrepanza dei Roa di diverse imprese appartenenti al medesimo settore può essere solo in minima parte spiegabile con l’avanzamento della tecnica o con l’utilizzo di tecnologie più efficienti. Esiste un valore nascosto, non espresso da voci di bilancio, che permette ad alcune aziende di ottenere performance superiori rispetto ad altre a parità di efficienza dei propri asset fisici.

La metodologia Civ, così come descritta da Stewart, si compone di sette diversi step:

³⁴ Volkov, D. e Garanina, T., “Intellectual capital valuation: case of Russian companies”, Discussion paper, St. Petersburg, State University Graduate School of Management Institute of Management, 2007

³⁵ Lönnqvist, A., Kujansivu, P. and Antola, J., “Are management Accountants Equipped to Deal with Intellectual Capital?”, *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, pp. 335-368, 2006

³⁶ Aho, S., Ståhle, S. and Ståhle, P., “Measuring Intellectual Capital: A critical Examination of the VAIC and CIV methods”, *The Finnish Journal of Business Economics*, 2011

1. Calcolare il profitto medio non tassato degli ultimi tre anni (a);
2. Calcolare il valore medio degli asset tangibili per un periodo pari agli ultimi tre anni (i.e. tutti gli asset presenti nello stato patrimoniale compresi quelli finanziari a esclusione di quelli intangibili) (b);
3. Dividere il profitto medio non tassato di cui al punto 1 per il valore degli asset di cui al punto 2 ($c: c = a/b$);
4. Calcolare il ROA medio di settore per gli ultimi tre anni. Se il ROA aziendale è superiore al ROA medio di settore è possibile procedere al punto successivo e calcolare l'eccesso del ritorno sull'investimento. Avere un ROA aziendale inferiore rispetto a quello settoriale, equivale a dire che gli asset fisici non sono usati in modo efficiente. Un ROA aziendale uguale al ROA medio di settore indica un'azienda in cui la performance è dovuta al solo corretto utilizzo di asset fisici, senza alcuna presenza di capitale intangibile al suo interno (d);
5. Calcolare l'eccesso di ritorno sull'investimento, moltiplicando il ROA medio di settore per il valore delle risorse tangibili aziendali. Sottrarre il valore così ottenuto dal profitto medio non tassato di cui al punto 1 riuscendo a ottenere il valore dei premium earnings [$e = a - (d*b)$];
6. Calcolare il profitto netto sottraendo al valore di cui al punto 5 il valore medio d'imposta negli ultimi 3 anni. Ciò si ottiene trovando il tasso medio d'imposta degli ultimi tre anni, e moltiplicando tale valore per il valore del profitto di cui al punto 5. Sottraendo il risultato così ottenuto dal profitto lordo, si ottiene il valore del medesimo al netto delle imposte [$f = e * (1 - \text{tasso medio d'imposta})$];
7. Calcolo l'effettivo valore degli intangible assets dividendo il valore di cui al punto 6, per un tasso di sconto che rappresenti il valore medio del costo del capitale del settore di appartenenza (WACC) (f / g).

Il Civ indica il valore stimato degli intangible assets posseduti da un'impresa. La presenza di capitale intangibile e il suo corretto utilizzo garantisce una

performance superiore rispetto alla semplice resa dei propri capitali tangibili, favorendo risultati profittevoli e un orientamento al lungo termine. Un Civ di valore contenuto indica l'incapacità di un'azienda di ottenere premium earnings rispetto alla performance ottenuta dai meri asset fisici; gli asset intangibili posseduti dall'impresa sono, in tal caso, o presenti in misura ridotta o non in grado di garantire un surplus quantitativamente rilevante al risultato d'impresa. Il Civ non può essere negativo, perché sarebbe un valore privo di significato.

2.4 Limiti della metodologia Civ emersi dalla letteratura

La difficoltà insista nell'individuazione del valore del capitale intangibile, si traduce nell'emergere di differenti limiti che si possono incontrare nell'applicazione delle metodologie atte a calcolare l'ammontare del capitale intangibile d'impresa. La relativa semplicità della tecnica Civ è afflitta da diverse problematiche che ne mettono in dubbio l'effettiva veridicità. Va fin d'ora chiarito che nell'applicazione della metodologia Civ utilizzata in questo studio sono state messe in atto diverse rettifiche, che verranno successivamente esposte per ridurre al minimo le problematiche in seguito elencate.

La difficoltà basilare nell'applicazione della metodologia Civ risiede nella dipendenza dalle medie per determinare il valore del capitale intangibile d'azienda. La situazione attuale d'impresa non è certo esplicabile utilizzando dati in media. Essa ingloba in un unico valore i risultati ottenuti in tre esercizi differenti non fornendo alcuna indicazione sul trend dei dati utilizzati, informazione basilare per creare previsioni sull'andamento presente e futuro della performance aziendale (Nayak et al., 2008). Nel calcolare i premium earnings ottenuti dagli intangible assets come differenza rispetto alla performance ottenuta dal Return on asset medio di settore, la metodologia Civ omette di effettuare alcun tipo di distinzione tra gli asset tangibili utilizzati per il calcolo del Roa, fornendo il medesimo indice

di ritorno sia per gli asset fisici che per quelli finanziari (Gigante e Previati, 2009)³⁷.

Uno dei maggiori problemi del metodo Civ è la forte dipendenza dal Roa. Per alcune imprese, il Roa può risultare sovrastimato, per altre sottostimato o addirittura negativo (Volkov e Garanina, 2007). Il calcolo del suo valore medio può inoltre essere distorto per problematiche legate agli outlier, ovvero a valori di Roa troppo bassi o eccessivamente elevati delle singole imprese appartenenti al campione in analisi. Ciò si evince soprattutto nello svolgimento di analisi comparative tra aziende appartenenti a paesi diversi, essendo il valore del Roa enormemente influenzato dai principi contabili nazionali e dall'utilizzo di tassi d'imposta differenti (Boutellier, 2000)³⁸.

Lo stesso Roa può essere inoltre distorto dall'anzianità degli asset fisici posseduti dall'azienda. Ad esempio, la voce Impianti e Macchinari (B, II, 2) dello Stato Patrimoniale può assumere valori contenuti, per effetto del processo d'ammortamento, in caso di considerevole anzianità degli impianti utilizzati per l'attività d'impresa. In tale situazione, il Roa può esprimere valori relativamente elevati, a meno che la diminuzione dell'efficienza legata all'anzianità degli impianti utilizzati non porti ad una proporzionale riduzione della performance aziendale. Al contrario, il Roa aziendale potrebbe assumere valori contenuti nel caso in cui sia stato effettuato nel corso degli ultimi esercizi un importante investimento in impianti da parte dell'impresa. Considerando unitamente un incremento del valore degli asset fisici dovuto all'acquisto dell'impianto, non influenzato da un processo di ammortamento ancora in fase embrionale, e un non proporzionale aumento della performance dovuto a un miglioramento

³⁷ Gigante, G. e Previati, D.A., "Intellectual Capital and Banking's Performance, Some Empirical Evidence from Italian Banking System", Palgrave Macmillian Studies in Banking and Financial Institutions, 2010

³⁸ Boutellier, C., "The Evaluation of Intangibles: Advocating for an Option Based Approach", Alternative Perspective on Financing and Accounting Conference, Hamburg, 2000

dell'efficienza produttiva, si ottiene inevitabilmente una diminuzione del valore del Roa.

Il metodo Civ risulta inapplicabile qualora il numero d'impresе presenti in un determinato settore sia ridotto. (Nayak et al. 2008). L'assunzione alla base del modello che rende necessario un valore di Roa aziendale superiore al Roa medio di settore per poter calcolare il valore dei suoi asset intangibili impone che il numero di imprese considerate nel calcolo sia relativamente elevato, affinché il valore della media risulti statisticamente significativo. Per molti settori, questa necessità può effettivamente tradursi nell'impossibilità di applicazione del modello.

Un altro problema risiede nel fatto che nell'era della Knowledge economy affermare che solo le imprese con un valore di Roa superiore alla media possiedono capitale intangibile sia piuttosto restrittivo. In tal senso, una media impresa del settore ICT, per definizione knowledge-intensive, in caso di valore di Roa pari alla media di settore, risulterebbe avere un ammontare pari a zero di capitale intangibile. Non vi sarebbe alcun valore di asset intangibile anche nel caso in cui l'impresa ottenesse un profitto netto negativo (Aho et al., 2011), anche se tale problematicità risulta già analizzata dalla metodologia che non assegna alcun significato a valori di Civ inferiori allo zero.

Il Roa utilizzato per il calcolo del Civ può inoltre essere influenzato da altri fattori (intangibili), tra i quali, per esempio, la struttura di mercato in cui l'azienda è inserita ed il suo posizionamento che possono sia essere collegati agli intangibles che non esserlo. Sostanzialmente, il Roa è collegato ad innumerevoli variabili di successo, e può migliorare in caso di tassi d'imposta relativamente contenuti, minori tassi d'interesse o un ridotto costo del lavoro (Aho et al. 2011). Tale distorsione può essere minimizzata nel caso si analizzino aziende appartenenti al un medesimo settore e operanti nello stesso contesto territoriale.

2.5 Rettifiche al modello di base

Sono evidenti le minacce rintracciabili nell'utilizzo della metodologia Civ. Resta tuttavia indiscussa la qualità del modello come analisi di benchmarking tra imprese, in grado di descrivere numericamente il valore del capitale intangibile d'impresa. Risulta pertanto essenziale applicare al calcolo del Civ alcune rettifiche, nel tentativo di ridurre le distorsioni insite alla base del modello. Si procede ad un'elencazione delle modifiche apportate alla metodologia, per svolgere l'analisi numerica successivamente esposta:

- il profitto medio non tassato, risulta essere un valore distorto da innumerevoli fattori che esulano dalla mera attività operativa. Volendo svolgere un'analisi settoriale, il risultato operativo risulta essere un fattore di primaria importanza. A tale scopo si è deciso di utilizzare come valore di profitto l'Ebitda al netto dei proventi finanziari e dei ricavi da partecipazioni, rendendo in tal modo più omogenea l'analisi comparativa tra le imprese del campione. Si è inoltre cercato di ridurre le problematiche relative alle aziende appartenenti ad un gruppo d'impres; sarebbe stato fuorviante estrapolarne i valori dal bilancio consolidato di gruppo. Tali realtà insistono in contesti esterni ai confini nazionali ed il profitto da loro ottenuto è composto da investimenti in attività diversificate. Per questi motivi l'utilizzo di dati di natura consolidata all'interno di un campione dimensionalmente eterogeneo, avrebbe reso l'analisi settoriale priva di significato;
- il valore degli asset tangibili è stato considerato al netto delle immobilizzazioni finanziarie per procedere ad una valutazione comparativa su valori meramente operativi;
- per ovviare alle problematiche causate dagli outlier nell'utilizzo delle medie, il Roa medio di settore è stato calcolato sulla mediana dei dati;

- il tasso medio d'imposta utilizzato è il tabellare Ires, che nei periodi d'imposta in analisi, ha sempre mantenuto il medesimo valore, pari a 27,5%;
- per capitalizzare il valore degli intangible assets calcolato con la metodologia Civ, è stato utilizzato il Wacc di settore, che ne descrive il costo del capitale.

Rimane invece dubbioso, il tentativo di cercare un criterio maggiormente adeguato per procedere alla capitalizzazione degli intangibles. Si è tentato di ricercare un valore che potesse esprimere il Roa degli asset intangibili ed è sembrato inizialmente definibile come il delta tra il valore del Roa aziendale e l'ammontare del Roa settoriale. Non sembra tuttavia realistico tale tentativo di valorizzazione del Roa intangibles che, se applicato alla metodologia, porta a risultati di Civ tanto più ridotti quanto maggiore è il valore del delta tra Roa aziendale e settoriale.

Capitolo 3

Applicazione della metodologia Civ a Came S.p.A e competitor

3.1 Applicazione metodologia a dati settoriali

La metodologia Civ è stata applicata, in primo luogo, al fine di comprendere quali fossero i settori con maggior presenza di capitale intangibile. La creazione dei campioni settoriali è stata fatta sulla base dei codici Ateco, forniti congiuntamente ai dati d'analisi dal database Aida. Le industries prese in considerazione sono le seguenti:

- Fabbricazione di calzature (cod. Ateco 152010)
- Consulenza nel settore delle tecnologie e dell'informatica (cod. Ateco 620200)
- Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca (cod. Ateco 279009)
- Fabbricazione di computer e unità periferiche (cod. Ateco 262000)
- Lavorazioni di meccanica generale (cod. Ateco 256200)
- Ideazione di campagne pubblicitarie (cod. Ateco 731101)

I campioni presi in analisi sono caratterizzati da una differente incidenza degli asset fisici rispetto a quelli di altra natura. Il settore "Lavorazioni di meccanica generale" risulta essere per definizione il settore con maggior incidenza di asset come impianti e macchinari, a differenza di quanto dovrebbe accadere in attività di consulenza o pubblicitarie. Un ulteriore criterio utilizzato nella selezione dei settori analizzati risiede nella numerosità; maggiore è la dimensione del campione migliore risulterà la veridicità dei dati forniti dalla metodologia applicativa. Sono

stati inoltre presi in considerazione soltanto quei record che fornissero informazioni, sui dati utili all'applicazione del modello, per almeno due dei tre anni richiesti come intervallo temporale per l'analisi del Civ.

Figura 10 - Numerosità campione oggetto d'analisi diviso per settore

Settore	Codice Ateco	Campione iniziale	Campione Rettificato Civ 2013	Campione Rettificato Civ 2014	Campione Rettificato Civ 2015	Campione Rettificato Civ 2016
Fabbricazione di calzature	152010	2.883	1.812	1.815	1.805	1.612
Consulenza nel settore delle tecnologie e dell'informatica	620200	5.820	2.968	3.229	3.507	3.163
Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca	279009	1.757	1.283	1.260	1.262	1.193
Fabbricazione di computer e unità periferiche	262000	1.401	1.104	1.038	976	887
Lavorazioni di meccanica generale	256200	11.337	7.865	7.893	7.946	7.442
Ideazione di campagne pubblicitarie	731101	2.326	1.160	1.201	1.280	1.108

La dimensione del campione in analisi, approssima al migliaio di unità per ogni intervallo temporale considerato, garantendo un risultato significativo.

Per il calcolo del Civ, come esplicito nella descrizione della metodologia, è richiesto un valore di sconto che approssimi al costo del capitale per settore. Per l'analisi in oggetto è stato scelto di utilizzare il *Weighted average cost of capital* (WACC), definito dall'equazione:

$$Wacc = Kd * (1-t) * D/(D+E) + Ke * E/(D+E)$$

dove:

- Kd: costo del capitale di debito (tasse incluse)
- t: aliquota fiscale
- D: ammontare dei debiti finanziari
- Ke: costo del capitale di equity
- E: equity

Il Wacc è un valore adatto per definire il costo del capitale per settore, in quanto nel calcolare il valore del costo del capitale di equity tiene in considerazione la rischiosità del settore di appartenenza, differenziandosi industry by industry.

I valori di Wacc utilizzati nell'analisi, sono stati estratti dal database di Aswath Damodaran³⁹.

Figura 11 - Valori Wacc

Settore	Codice Ateco	Industry name (Damodaran)	Wacc 2013	Wacc 2014	Wacc 2015
Fabbricazione di calzature	152010	Shoe	10,16%	7,68%	10,00%
Consulenza nel settore delle tecnologie e dell'informatica	620200	Computer services	7,62%	7,85%	7,47%
Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca	279009	Electrical equipment	9,07%	10,08%	8,81%
Fabbricazione di computer e unità periferiche	262000	Computers/peripherals	10,36%	10,64%	9,29%
Lavorazioni di meccanica generale	256200	Machinery	9,11%	9,50%	9,51%
Ideazione di campagne pubblicitarie	731101	Advertising	7,01%	6,72%	7,20%

Il Civ è stato calcolato con l'ausilio di dati dal 2011 al 2015, consentendo di fornire un risultato d'analisi su quattro intervalli temporali:

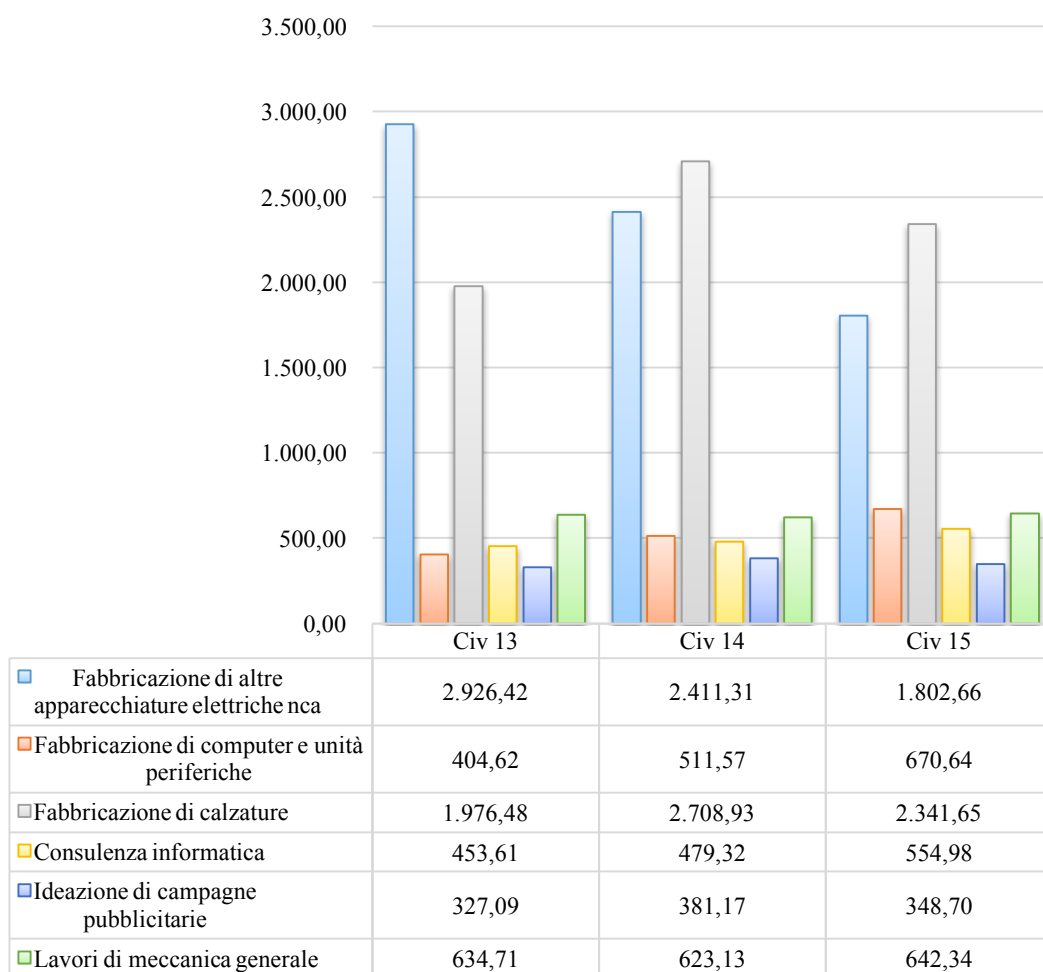
- 2011 - 2013 (Civ 13)
- 2012 - 2014 (Civ 14)
- 2013 - 2015 (Civ 15)

³⁹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Saranno di seguito esposti i risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia Civ.

Il grafico 1 mostra il valore di Civ ottenuto su base settoriale, ovvero l'ammontare di asset intangibili presenti nella specifica industry.

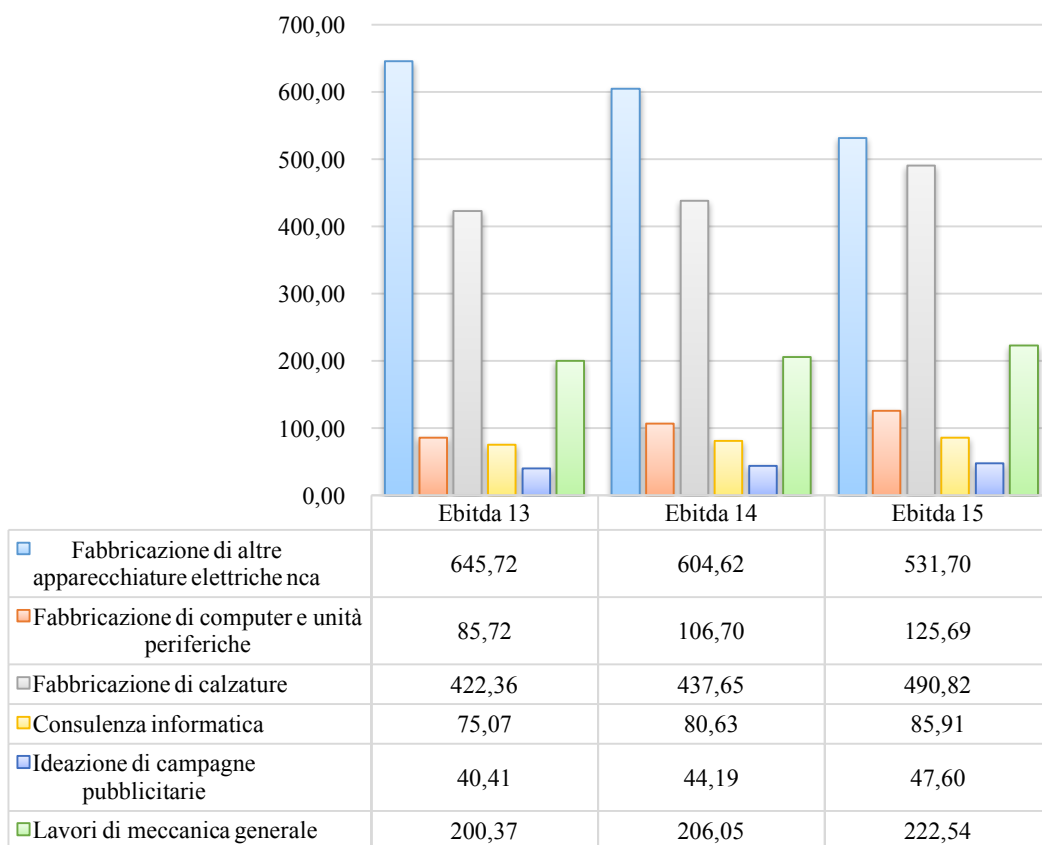
Grafico 1 - Analisi settoriale: Average Civ Values in K euros



Volendo fare un'analisi comparativa su tali valori, si potrebbe incorrere in diverse problematiche. Il settore "Lavori di meccanica generale" risulta avere un valore di Civ più alto rispetto ad altre attività, come ad esempio, "Ideazione di campagne pubblicitarie" o "Consulenza informatica". Il risultato, seppur veritiero, è poco significativo per un benchmarking settoriale in quanto l'ammontare di capitale intellettuale presente all'interno di una specifica industry, dipende da diversi fattori

come la dimensione delle aziende presenti all'interno del settore e il relativo fatturato, in grado di modificare considerevolmente i valori di Ebitda. Il Roa aziendale, anche se di molto maggiore rispetto alla media del settore, porta a risultati di Civ relativamente bassi se Ebitda assume valori contenuti. Come l'ammontare di asset fisici che, generalmente, segue l'andamento delle dimensioni aziendali, così il valore degli intangible assets risulta più contenuto per aziende con dimensioni e fatturati più contenuti. Vengono qui riportati i valori medi di Ebitda per settore nei diversi trienni considerati in analisi.

Grafico 2 - Analisi settoriale: Ebitda in k euros



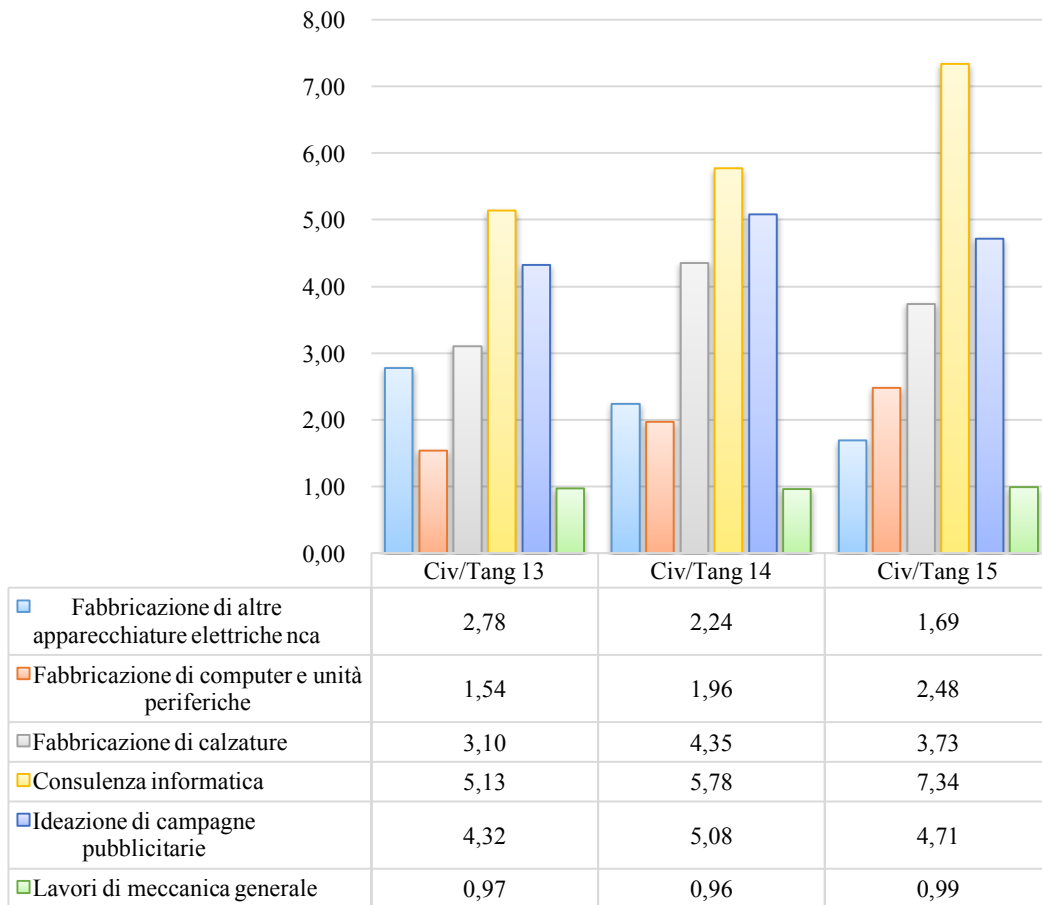
Appare evidente dai dati appena esposti, come Civ ed Ebitda siano tra loro correlati. I due valori possono, tuttavia, non assumere lo stesso andamento in caso di, ad esempio:

- aumento del Roa medio settoriale che porta a un incremento del profitto medio dovuto agli asset fisici ed una conseguente diminuzione del valore di Civ se l'incremento di Ebitda non è più che proporzionale all'aumento del profitto ottenibile dal corretto sfruttamento delle risorse tangibili settoriali (Roa settoriale x Asset fisici). Viceversa, un decremento del Roa settoriale ed una conseguente non proporzionale diminuzione di Ebitda, porterà a un incremento del Civ, dimostrando un incremento dell'operatività aziendale dovuto ad asset di natura non fisica;
- aumento e diminuzione del Roa aziendale dovuto a un incremento/decremento del valore dei tangibles assets porta a una variazione positiva/negativa di Civ a parità di Ebitda;
- aumento o diminuzione del valore di Wacc o dell'aliquota d'imposta.

L'andamento di Ebitda rispetta sempre l'andamento di Civ nel caso in cui vi sia parità di tutte le altre condizioni. Un incremento/diminuzione del valore dell'attività operativa con asset fisici, Roa medio di settore, Wacc ed aliquota d'imposta costanti, porta a un incremento del Roa aziendale e un conseguente aumento del valore degli asset intangibili. Ciò è logicamente realistico, dimostrando che il miglior Ebitda ottenuto è frutto di un cospicuo ammontare di capitale intellettuale.

Per svolgere un'analisi comparativa, è tuttavia necessario avvalersi di un driver che permetta di confrontare i valori del Civ su base settoriale. Un elemento utile per assolvere a tale scopo è rintracciabile nel valore delle risorse tangibili aziendali. Il rapporto tra valore degli Intangibles e valore degli asset fisici permette di comprendere quali siano gli asset patrimoniali che vengono maggiormente utilizzati nello svolgimento dell'attività operativa del settore. Di seguito, sono riportati i valori del rapporto testé definito.

Grafico 3 - Analisi settoriale: Civ/Tangibles



Appare evidente come i risultati ottenuti portino a una situazione sostanzialmente differente rispetto all'analisi del mero valore del Civ. Il settore "Lavori di meccanica generale", dimostra qui quanta sia l'incidenza dei propri asset fisici, con un rapporto Civ/tangibles molto più basso rispetto alle altre industries in analisi. I settori in cui tale rapporto assume i valori più consistenti sono caratterizzati, per definizione, da un'elevata presenza di asset intangibili: basti pensare ad attività di natura pubblicitaria o di consulenza. Tra gli intangibles in grado di modificare il valore del Civ assume una notevole importanza anche il brand. Esempari a tal proposito sono i settori "Fabbricazione di calzature" e "Fabbricazione di altre apparecchiature nca", in cui, nonostante una notevole presenza di asset fisici nell'attività operativa, è presente un cospicuo ammontare di intangibles. Il potere di brand come Came, Nice, Faac o Diadora, sono in grado di influire attivamente sui risultati aziendali, dimostrando una concreta incidenza

di asset intangibili nella costruzione di un miglior margine operativo. I valori raggiunti dal rapporto Civ/Intangibles nel settore “Consulenza informatica”, mettono in evidenza come il valore di intangibles interni all’ industry assuma valori sino a 7 volte superiori rispetto all’ammontare degli asset fisici.

La coerenza tra risultati ottenuti e le caratteristiche dei settori analizzati, dimostra come la metodologia utilizzata sia in grado di fungere da concreto strumento di benchmarking settoriale. Nonostante la difficoltà di approssimare a un concreto valore che definisca gli asset intangibili, la metodologia è in grado di fornire utili informazioni riguardo il posizionamento intra-settoriale rispetto ai competitor.

3.2 Presentazione del caso aziendale ed applicazione della metodologia Civ a Came S.p.A.

L’ambizioso obiettivo di definire la metodologia Civ come strumento utile alle aziende per monitorare il valore degli intangibles aziendali e per comprenderne il relativo posizionamento rispetto ai competitor, richiede inevitabilmente il tentativo di applicare il metodo in analisi a un caso concreto.

Visti i peculiari risultati di Civ ottenuti dal settore “Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca”, e la cortese disponibilità del Dott. Samiolo, si è individuata in Came una realtà interessante in cui applicare la metodologia precedentemente descritta.

In data 09/06/2017 si è tenuto, presso la sede di Came Spa sita in Casier di Dosson (TV), un incontro di presentazione del progetto di tesi “Metodologie di valutazione del capitale intangibile: il metodo CIV”.

Sono stati presentati i dati ottenuti dall’applicazione della metodologia ai principali competitor la cui attività è compresa nel settore “Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca” (cod. Ateco 279009).

Sono stati individuati come principali competitor:

- Nice Spa
- Faac Spa

Nel tentativo di tenersi il più possibile fedeli al modello, e vista la difficoltà di applicazione del modello a dati consolidati, si sono utilizzati dati solamente di competitor appartenenti al medesimo settore (così definito dalla classificazione Ateco), con lo stesso Wacc e Roa medio di settore.

3.2 Presentazione dei dati non consolidati

I risultati presentati nel corso del primo incontro tenutosi presso la sede di Came Spa, non basati su dati di natura consolidata, vengono ora esposti.

Tabella 1 - Civ in K euros (dati non consolidati)

Ragione sociale	Civ 13	Civ 14	Civ 15
CAME S.P.A.	117.818,55	132.956,16	162.277,77
NICE S.P.A.	188.452,45	134.026,83	101.640,65
FAAC - S.P.A.	84.260,28	80.047,15	74.575,19

Tabella 2 - Tangibles in K euros (dati non consolidati)

Ragione sociale	Tang 13	Tang 14	Tang 15
CAME S.P.A.	3.139,68	4.135,39	5.393,51
NICE S.P.A.	11.982,67	12.891,33	13.791,67
FAAC - S.P.A.	15.369,09	14.866,95	14.376,93

Tabella 3 - Ebitda in K euros (dati non consolidati)

Ragione sociale	Ebitda 13	Ebitda 14	Ebitda 15
CAME S.P.A.	16.464,72	20.758,05	23.133,66
NICE S.P.A.	30.170,00	25.701,33	21.067,33
FAAC - S.P.A.	19.004,53	19.274,72	18.146,90

Tabella 4 . Civ/Tang (dati non consolidati)

Ragione sociale	Civ/Tang 13	Civ/Tang 14	Civ/Tang 15
CAME S.P.A.	37,53	32,15	30,09
NICE S.P.A.	15,73	10,40	7,37
FAAC - S.P.A.	5,48	5,38	5,19

Tabella 5 - Ricavi dalle vendite in K euros (dati non consolidati)

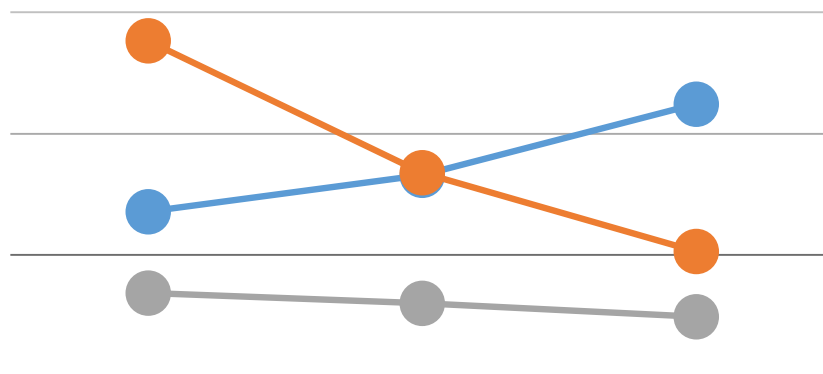
Ragione sociale	Ricavi dalle vendite 13	Ricavi dalle vendite 14	Ricavi dalle vendite 15
CAME S.P.A.	111.560,87	124.075,12	132.394,27
NICE S.P.A.	122.589,33	118.212,67	115.998,00
FAAC - S.P.A.	117.782,48	124.714,70	132.833,15

Tabella 6 - Ebitda Margin (dati non consolidati)

Ragione sociale	Ebitda Margin 13	Ebitda Margin 14	Ebitda Margin 15
CAME S.P.A.	14,76%	16,73%	17,47%
NICE S.P.A.	24,61%	21,74%	18,16%
FAAC - S.P.A.	16,14%	15,46%	13,66%

Il grafico 4 descrive l'andamento del Civ nell'orizzonte temporale 2011-2015. Risulta evidente come spostando l'analisi su aziende di dimensioni simili i valori assunti dal Civ siano maggiormente paragonabili. I valori di Civ descrivono una curva ascendente per Came, rendendo esplicito un incremento del valore degli asset intangibili nel corso del tempo. Al contrario il Calculated Intangible Value di Nice, descrive una funzione decrescente. Per Faac, il valore di capitale intellettuale è sostanzialmente il medesimo nel corso dell'arco temporale oggetto di analisi.

Grafico 4 - Caso aziendale: evoluzione temporale Civ in k euros (dati non consolidati)

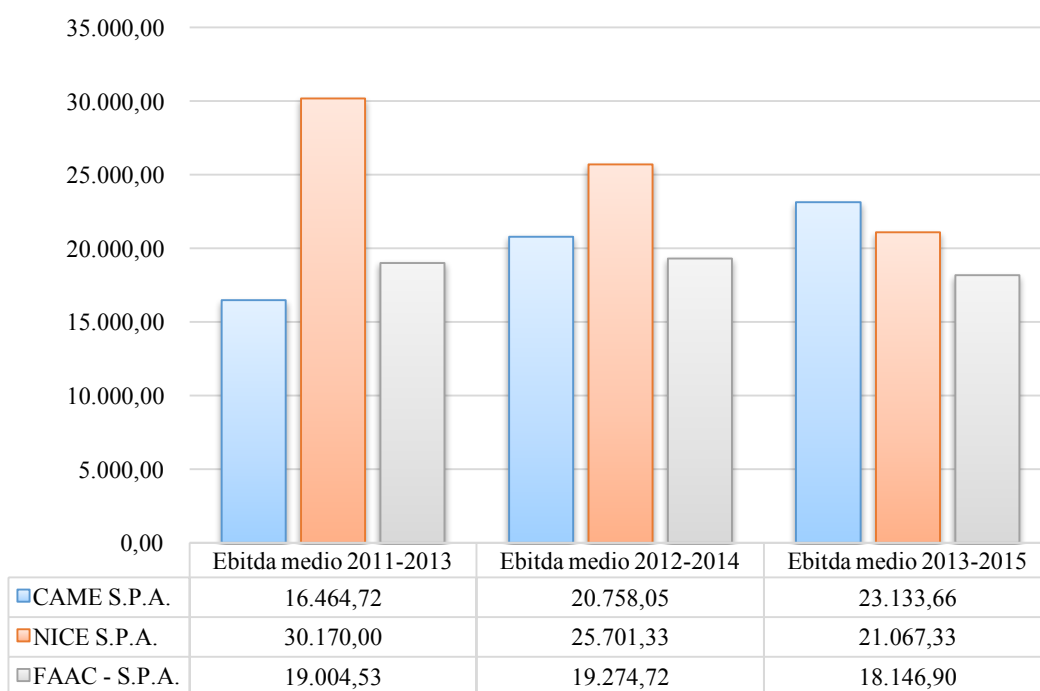


	CIV 13	CIV 14	CIV 15
—●— CAME S.P.A.	117.818,55	132.956,16	162.277,77
—●— NICE S.P.A.	188.452,45	134.026,83	101.640,65
—●— FAAC - S.P.A.	84.260,28	80.047,15	74.575,19

Risulta interessante analizzare l'andamento del Civ di Came in relazione ai valori di cui la metodologia si compone. Il valore del capitale intangibile cresce costantemente nell'intervallo temporale considerato, nonostante nello stesso periodo aumentino sia il Roa medio di settore che il valore delle risorse tangibili aziendali. Il valore del Roa è infatti passato dal 55,09% nel triennio di analisi per

il Civ 13 (2011-2013) al 63,17% nel 2015. Il valore medio delle risorse tangibili aziendali è cresciuto costantemente partendo da un valore iniziale di 3.139.680 € e arrivando a 5.393.510 nel 2015. Nello stesso intervallo temporale il volume dei ricavi di vendita per Came si è ridotto passando da un valore medio iniziale (2011-2013) di 132.394.270 € a 111.560.870 € nel triennio 2013-2015. Ebitda segue anch'esso un andamento crescente, nonostante la diminuzione dei volumi di vendita. L'aumento del Roa di settore, unitamente ad un incremento del valore delle risorse tangibili aziendali, ha portato a un incremento del valore prodotto dalle sole risorse fisiche aziendali.

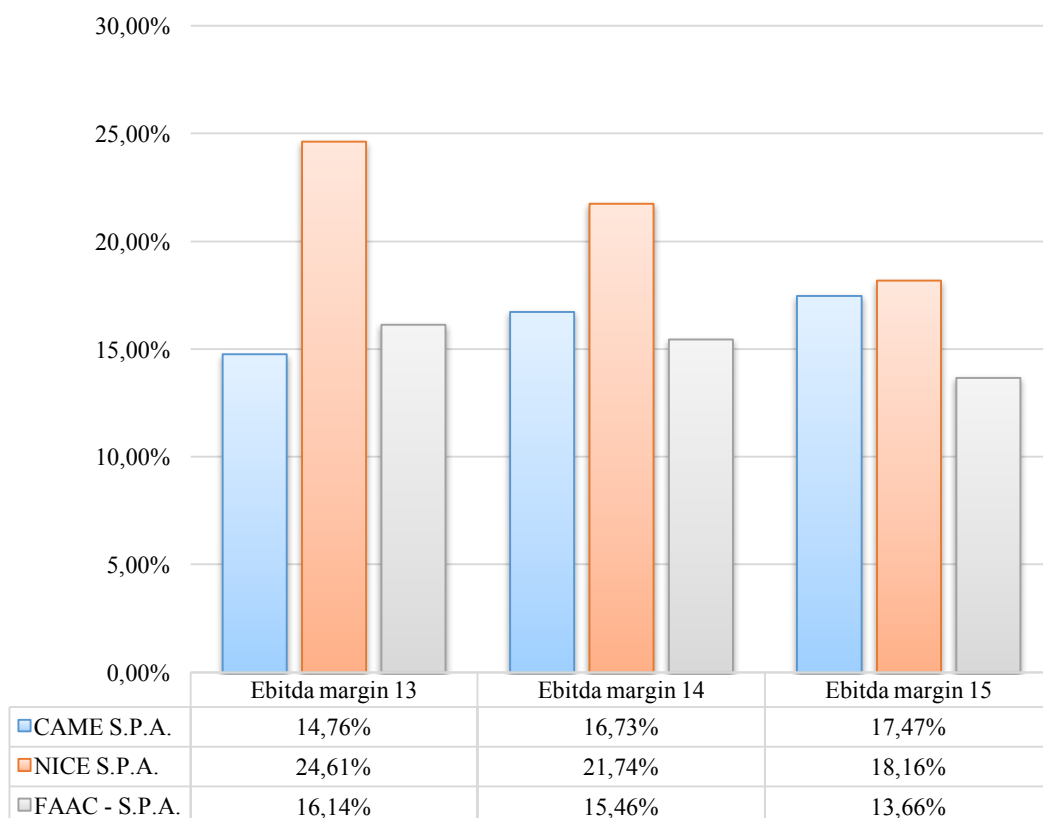
Grafico 5 - Caso aziendale: andamento temporale Ebitda in k Euro (dati non consolidati)



Come appare in figura Ebitda, tuttavia, è aumentato in maniera maggiore rispetto a quello che avrebbe dovuto essere un mero incremento di performance delle proprie risorse tangibili, altrimenti il valore di Civ sarebbe rimasto costante. Ciò sta ad identificare un diretto legame tra un incremento di Ebitda e il valore prodotto

da asset di natura intangibile; l'incremento del Civ che segue l'andamento di Ebitda dimostra come il risultato positivo ottenuto da Came sia attribuibile ad asset di natura intangibile.

Grafico 6 - Caso aziendale: Ebitda Margin (dati non consolidati)

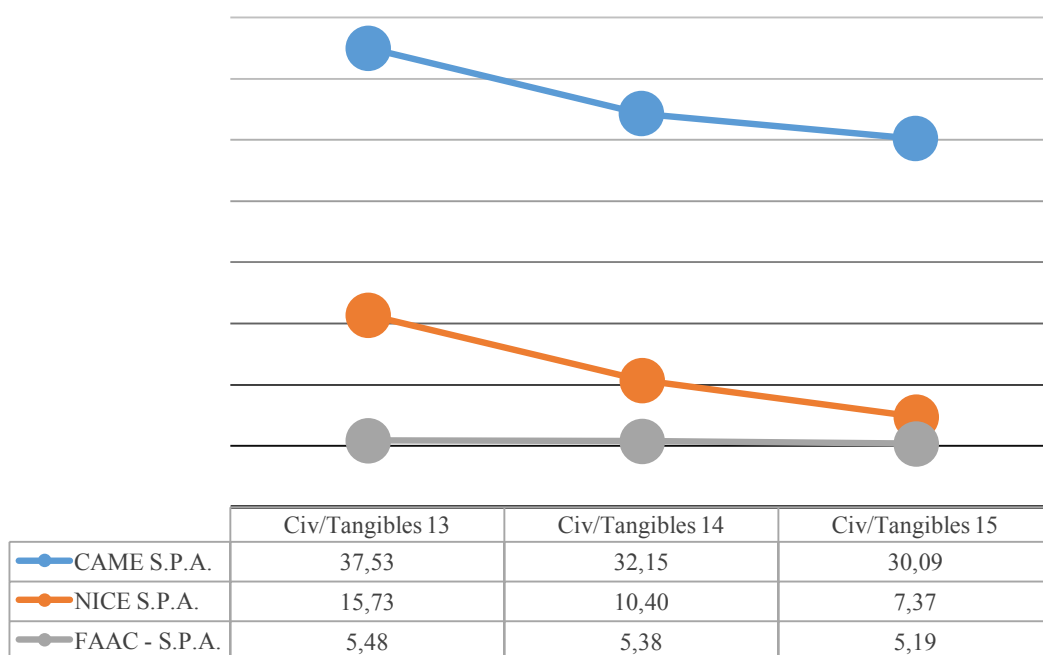


Ebitda Margin segue il medesimo andamento, dimostrando come Came sia riuscita a incrementare il proprio margine operativo nel corso del tempo. Appare invece evidente la restrizione di Ebitda Margin di Nice Spa, che vede una concreta riduzione della propria marginalità, nonostante un incremento del volume di vendite. I ricavi medi di vendita per Nice partono da un valore di 115.998.000 € nel triennio 2011-2013 ed arrivano a 122.589.330 € nell'intervallo temporale 2013-2015. Nonostante un correlato incremento del valore dei propri asset tangibili, Nice non dimostra alcun beneficio derivante da economie di scala. Un

incremento del fatturato non ha in alcun modo prodotto un incremento del margine operativo o un abbattimento dei costi unitari.

Il valore delle risorse tangibili di Faac appare invece costante, sempre intorno ai 15.000.000 € nell'intervallo temporale oggetto di analisi. A ciò si associa una brusca diminuzione dei volumi di vendita che passano da 132.833.150 € nel triennio 2011-2013, a 117.782.480 € nel 2013-2015. Il valore di Civ si contrae maggiormente rispetto al valore dei tangibles aziendali, nonostante i valori di Ebitda ed Ebitda Margin siano sostanzialmente costanti. In questo caso, i valori costanti delle variabili che compongono la metodologia Civ (Ebitda, Tangibles, Roa medio settoriale, tasso d'imposta), fanno sì che nonostante il valore di Ebitda salga lievemente, la crescita più che proporzionale del costo del capitale (Wacc), porta a una considerevole contrazione del Civ. Il valore degli intangibles, pre-capitalizzazione, segue infatti il medesimo andamento di Ebitda ed Ebitda Margin. Appare ancora una volta interessante valutare l'andamento del Civ in rapporto agli asset di natura tangibile. I risultati dell'analisi sono esposti nel grafico sottostante.

Grafico 7 - Caso aziendale: Civ/Tangibles (dati non consolidati)



Appare evidente la supremazia di Came rispetto ai competitor nell'identificare la natura dei propri asset principali. Il Civ assume valori sino a 37 volte superiori rispetto al valore dei tangibles asset nel triennio d'analisi 2011-2013. In Nice l'andamento del Civ e la contrazione di Ebitda rispecchia l'andamento della relazione in analisi, e vede contrarsi il proprio valore di capitale intangibile rispetto ai propri asset fisici. Faac conferma il suo andamento lineare nel corso dell'intervallo temporale descritto.

3.3 Riflessioni emerse dalla presentazione dei dati non consolidati

Il settore "Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca" (cod. Ateco 279009) precedentemente analizzato, dimostra un valore medio di Civ che si avvicina molto ad industries che fanno del solo capitale umano il core asset principale, come per esempio aziende di consulenza o agenzie pubblicitarie. Tale risultato, porta inevitabilmente a considerare vitale il monitoraggio del proprio capitale intangibile per Came e gli altri attori del settore. Nel corso dell'esposizione del progetto, presso la sede di Came S.p.A., è stato espresso un notevole apprezzamento per la metodologia applicativa esposta, sottolineando l'importanza di monitorare l'andamento degli Intangibles che ad oggi fungono da utile strumento per la creazione di un consistente vantaggio competitivo nel breve, medio e lungo termine.

Emergono dall'esposizione alcune conferme riguardo la decisione di rettificare il modello base della metodologia Civ proposto in letteratura, in particolare:

- viene valutato positivamente l'utilizzo dell'Ebitda al posto del profitto medio, e viene considerata opportuna la decisione di valutare le aziende sugli Intangibles basandosi soltanto sull'attività operativa;
- l'assunzione alla base del modello (intangibles come delta tra il Roa aziendale ed il Roa di settore) viene considerata valida e si propone di utilizzare il valore di asset il Roa Intangibles, definito come delta tra Roa

medio aziendale e Roa medio di settore, per capitalizzare il valore del capitale intellettuale.

Vengono definite alcune direttive per l'applicazione della metodologia analizzata, che si traducono nei seguenti deliverables che Came potrà inserire nella propria relazione sulla gestione:

- applicazione del modello di analisi ai principali competitor di Came su base di dati consolidati, utilizzando Roa medio del settore di appartenenza (codice Ateco 279009) e Wacc della medesima industry senza tener conto delle possibili variazioni che tali valori potrebbero nei diversi ambiti nazionali in cui le aziende del gruppo insistono;
- un secondo incontro di presentazione della metodologia applicativa a cui prenderà parte non solo la completa Area Finance ma anche il Controlling Department;
- la possibilità di partecipazione a un seminario in cui tenere un intervento e descrivere la metodologia analizzata nel progetto di tesi.

3.4 Presentazione dei dati consolidati

Per una visione più concreta del capitale intangibile posseduto da aziende appartenente a un gruppo, si rende necessario tentare di applicare l'analisi a dati di natura consolidata.

La teorica applicazione del modello a dati di questo tipo avrebbe, tuttavia, richiesto:

- la conoscenza puntuale delle attività in cui tutte le diverse ragioni sociali appartenenti al gruppo insistono;

- il calcolo del Wacc per ogni settore e ogni nazione in cui le diverse aziende che compongono il gruppo insistono (i dati sarebbero stati indisponibili nel database Aida, in grado di offrire solamente i risultati di realtà italiane);
- il calcolo del Roa medio per ogni settore e ogni nazione in cui sono attive le aziende del gruppo.

Nonostante la difficoltà applicativa a dati di natura consolidata, saranno esposti in seguito i risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia Civ ai maggiori competitor di Came. Rispetto all'analisi a livello non consolidato, verrà preso a campione un numero maggiore di aziende, avendo la possibilità di utilizzare nella seguente analisi, dati sui competitor forniti direttamente da Came. Per giungere a tal scopo sono state, tuttavia, fatte alcune assunzioni per rendere applicabile il modello. Sono stati infatti utilizzati Roa medio e Wacc appartenenti al settore "Fabbricazione di altre apparecchiature nca". In tal modo si è chiaramente assunto che tutti i competitor e le aziende appartenenti ai loro gruppi, seppure insistano in diversi contesti nazionali, siano soggette ad un medesimo Wacc ed agiscano in settori in cui il Roa medio è equivalente a quello adoperato nell'analisi del settore testé enunciato. Ciò nonostante appare questa l'unica via per svolgere un'analisi comparativa delle realtà oggetto d'analisi, vista la difficoltà nel reperire le informazioni necessarie alla corretta applicazione del modello in via teorica. Potrebbero, tuttavia, emergere alcune distorsioni nei risultati ottenuti dalla "scorretta" applicazione del modello, tra le quali:

- un'alterazione favorevole/sfavorevole dei dati per realtà che insistono in settori in cui il costo del capitale (Wacc) è superiore/inferiore a quello adoperato in analisi;
- un'alterazione favorevole/sfavorevole dei risultati per aziende che operano in contesti con un Roa medio di settore superiore/inferiore a quello utilizzato;

- un'alterazione sfavorevole dei dati per imprese operanti in un contesto territoriale caratterizzato da una minor imposizione fiscale rispetto al contesto italiano. Una distorsione di senso opposto appare difficile in quanto l'imposizione fiscale italiana è una tra le più alte in Europa e nel mondo.

Dopo aver descritto le problematiche derivabili dall'applicazione del modello nell'ottica appena descritta, saranno ora esposti i dati ottenuti.

Tabella 7 - Civ in k euros (dati consolidati)

Ragione sociale	Civ 13	Civ 14	Civ 15
CAME GROUP S.R.L.	0,00	16.558,74	6.809,79
FAAC - S.P.A.	116.679,67	136.567,13	147.555,46
NICE S.P.A.	223.590,95	179.342,18	129.675,79
VIARO S.R.L.	31.171,76	19.144,46	28.131,63
GEWISS - S.P.A.	0,00	0,00	0,00
COMELIT GROUP S.P.A.	17.663,08	11.459,70	11.538,41
TECNOALARM SRL	56.194,96	48.826,98	60.262,61
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	0,00	0,00	0,00

Tabella 8 - Tangible Assets in k euros (dati consolidati)

Ragione sociale	Tang 13	Tang 14	Tang 15
CAME GROUP S.R.L.	24.865,10	35.952,31	41.061,36
FAAC - S.P.A.	52.933,67	54.626,00	53.620,00
NICE S.P.A.	34.969,33	35.703,33	37.927,33
VIARO S.R.L.	50.988,65	47.283,91	42.655,04
GEWISS - S.P.A.	123.083,33	116.250,00	110.583,67
COMELIT GROUP S.P.A.	10.862,27	12.628,31	13.666,65
TECNOALARM SRL	797,07	879,44	990,25
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	10.356,67	10.049,62	9.727,66

Tabella 9 - Ebitda in k euros (dati consolidati)

Ragione sociale	Ebitda 13	Ebitda 14	Ebitda 15
CAME GROUP S.R.L.	12.883,07	21.989,09	26.764,85
FAAC - S.P.A.	43.752,33	48.906,67	51.807,00
NICE S.P.A.	47.227,33	44.495,33	39.721,00
VIARO S.R.L.	31.986,70	28.553,42	30.363,44
GEWISS - S.P.A.	50.295,67	49.759,00	48.003,00
COMELIT GROUP S.P.A.	8.192,77	8.508,68	10.035,38
TECNOALARM SRL	7.467,19	7.273,19	7.951,13
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	1.109,30	1.427,41	2.140,78

Tabella 10 - Civ/Tangibles (dati consolidati)

Ragione sociale	Civ/Tang 13	Civ/Tang 14	Civ/Tang 15
CAME GROUP S.R.L.	0,00	0,46	0,17
FAAC - S.P.A.	2,20	2,50	2,75
NICE S.P.A.	6,39	5,02	3,42
VIARO S.R.L.	0,61	0,40	0,66
GEWISS - S.P.A.	0,00	0,00	0,00
COMELIT GROUP S.P.A.	1,63	0,91	0,84
TECNOALARM SRL	70,50	55,52	60,86
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	0,00	0,00	0,00

Tabella 11 - Ricavi di vendita in k euros (dati consolidati)

Ragione sociale	Ricavi dalle vendite 13	Ricavi dalle vendite 14	Ricavi dalle vendite 15
CAME GROUP S.R.L.	122.794,91	146.526,06	162.918,01
FAAC - S.P.A.	259.815,00	299.257,00	323.836,67
NICE S.P.A.	255.729,67	269.189,67	272.707,33
VIARO S.R.L.	117.472,04	123.033,74	124.797,82
GEWISS - S.P.A.	289.204,67	277.464,33	272.963,00
COMELIT GROUP S.P.A.	68.131,76	72.375,23	79.097,22
TECNOALARM SRL	29.258,78	29.387,06	30.659,35
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	19.654,92	19.316,92	20.308,60

Tabella 12 - Ebitda Margin (dati consolidati)

Ragione sociale	Ebitda Margin 13	Ebitda Margin 14	Ebitda Margin 15
CAME GROUP S.R.L.	10,49%	15,01%	16,43%
FAAC - S.P.A.	16,84%	16,34%	16,00%
NICE S.P.A.	18,47%	16,53%	14,57%
VIARO S.R.L.	27,23%	23,21%	24,33%
GEWISS - S.P.A.	17,39%	17,93%	17,59%
COMELIT GROUP S.P.A.	12,02%	11,76%	12,69%
TECNOALARM SRL	25,52%	24,75%	25,93%
BENINCA' HOLDING - S.P.A.	5,64%	7,39%	10,54%

La situazione che appare dai dati appena esposti, è diametralmente opposta rispetto ai risultati ottenuti dall'analisi di dati non consolidati. L'analisi consolidata è influenzata dai valori ottenuti dalle diverse imprese appartenenti al gruppo Came. Se Came S.p.A. individualmente, appare una realtà con elevata presenza di capitale intangibile, non si può dire lo stesso per il resto del gruppo nel suo complesso. Il predominio di Faac e Nice appare in tal contesto evidente. Alla base dei risultati ottenuti vi è uno scarso rendimento dei Tangible assets. Ove infatti il Roa aziendale non superi il Roa medio di settore, il modello non fornisce alcun valore di capitale intangibile. E questo accade non solo per Came nel intervallo temporale analizzato. Se per Came la situazione appare negativa rispetto ai suoi competitor, Gewiss e Beninca mostrano risultati decisamente peggiori. Il valore del Civ, risulta di per sé poco significativo se non rapportato ai dati che lo compongono.

Grafico 8 - Caso aziendale: Civ values in k euros (dati consolidati)

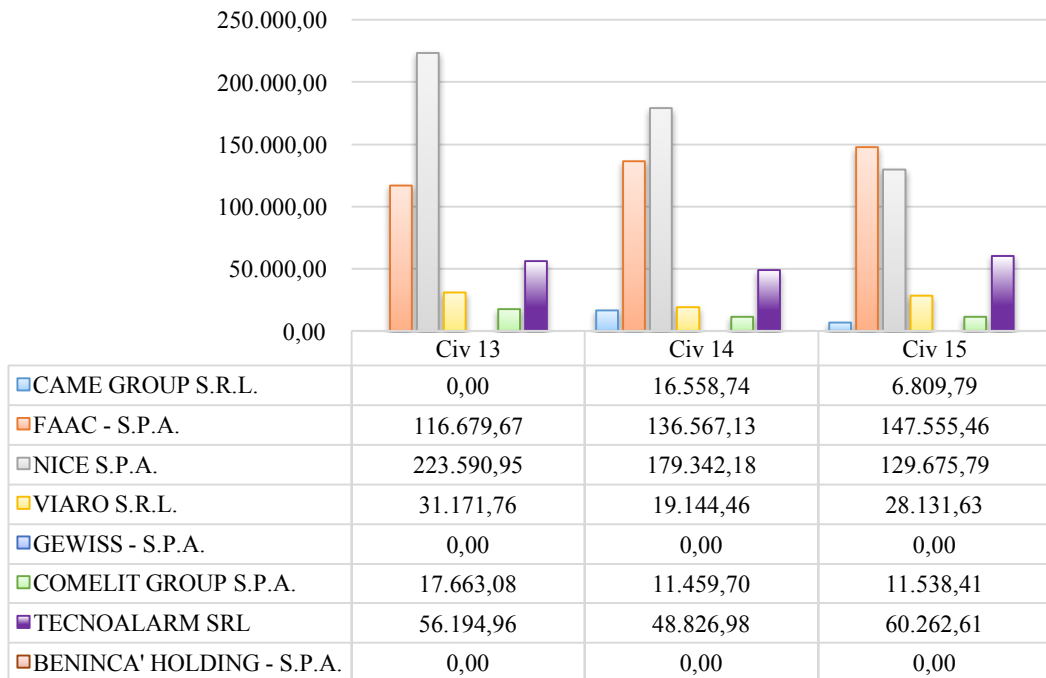
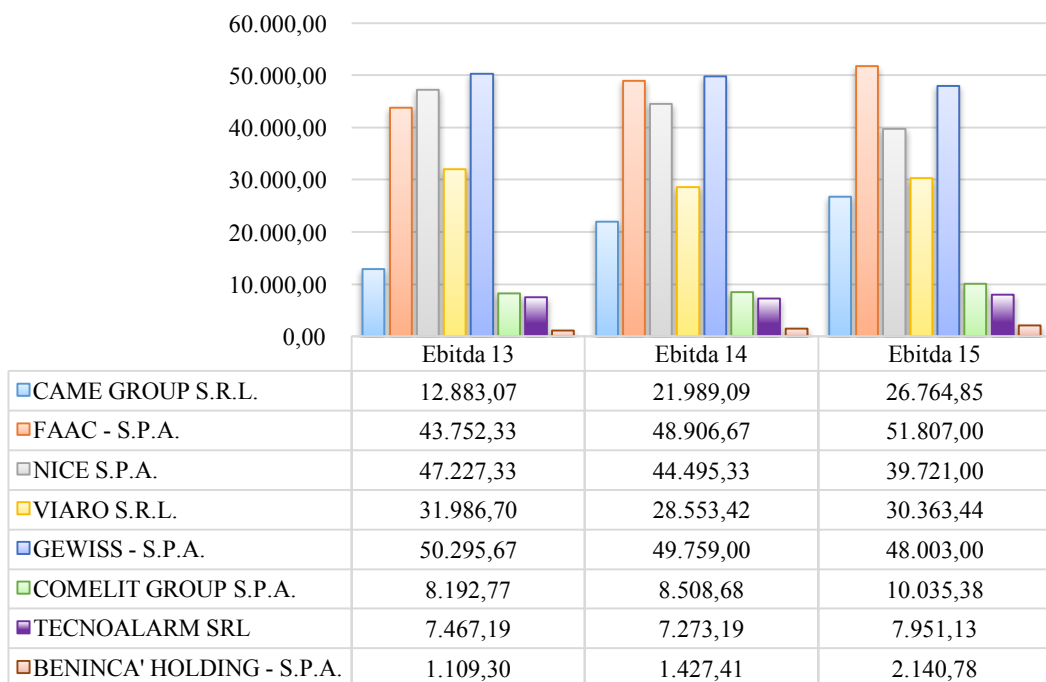


Grafico 9 - Caso aziendale: Ebitda in k euros (dati consolidati)



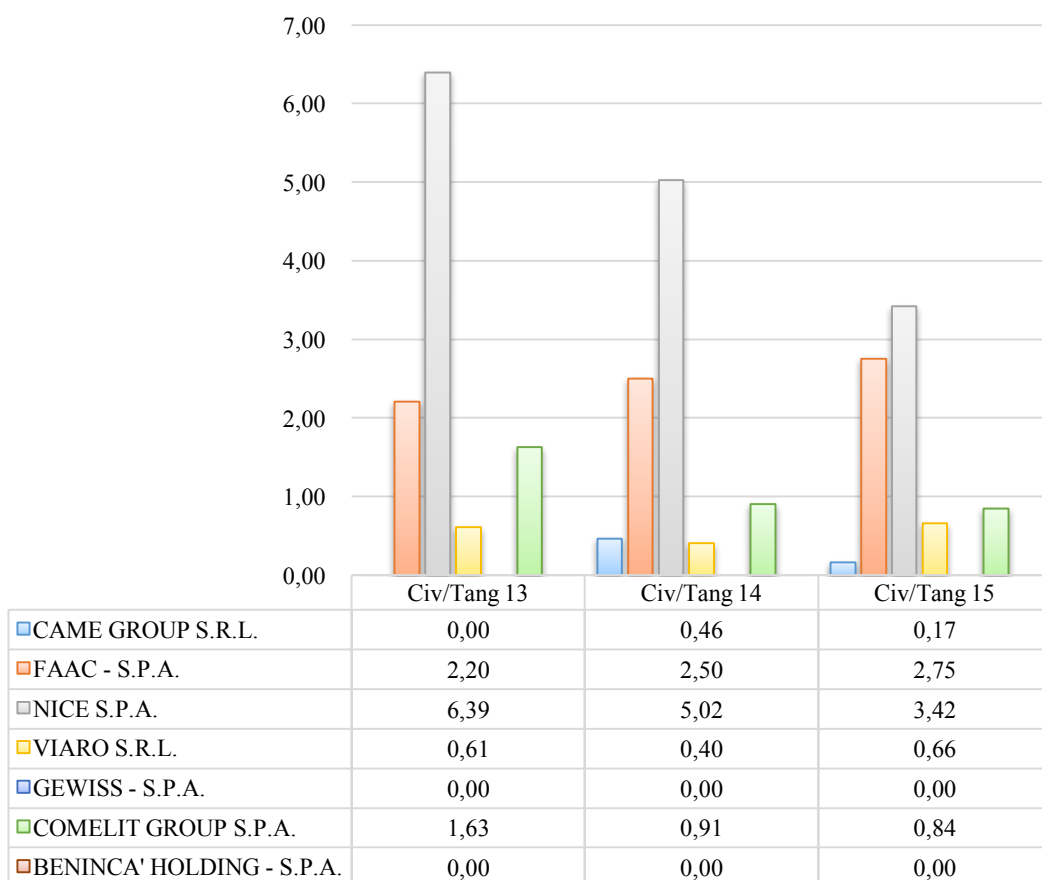
Il grafico 9 mostra i valori di Ebitda ottenibili dai dati di bilancio. Per Came il valore di Ebitda non è direttamente collegato all'ammontare di capitale intangibile precedentemente esposto. Ciò sta a significare che l'incremento di Ebitda ottenuto nell'intervallo di tempo oggetto di analisi, non è frutto di asset di natura intangibile. Ciò assume ancor più significato se si evidenzia un incremento del valore di asset fisici che quasi raddoppia nei 5 anni presi in considerazione.

Per Faac, l'andamento di Ebitda segue linearmente il valore del Civ. Ciò sta ad indicare, secondo il modello, che l'incremento del margine operativo è dovuto essenzialmente ad asset di natura intangibile; ciò è confermato dal fatto che il valore dei tangibles si è mantenuto costante nel corso del periodo analizzato. La rilevanza di tale risultato è fortificata ulteriormente dalla crescita del Roa settoriale che nell'intervallo considerato passa da 55,09% a 63,17%, dimostrando che l'incremento di Ebitda non è dovuto all'incremento di asset fisici. A parità di tangibles assets, se il valore di Ebitda fosse aumentato proporzionalmente all'incremento di efficienza degli asset fisici (come descritto dall'incremento del Roa medio di settore), il valore di Civ non sarebbe aumentato seguendo linearmente l'andamento di Ebitda. Al contrario, essendo la crescita di Ebitda più che proporzionale rispetto all'incremento del Roa medio di settore il valore di Civ ha subito un incremento, definendosi come causa dell'incremento del valore della marginalità operativa. Seppur il risultato sembri di per sé corretto, è necessario approfondire l'analisi in oggetto rapportando i valori di Civ ed Ebitda ai ricavi dalle vendite, desunti dal conto economico dei bilanci consolidati aziendali, ed il correlato Ebitda Margin. Nel corso dell'intervallo temporale in analisi, Faac registra un cospicuo aumento dei ricavi da vendite con un relativo incremento di Ebitda. Il valore di Ebitda Margin, tuttavia, seppur sostanzialmente costante, scende lievemente passando da un 16,84% ad un 16%. Ciò sta ad indicare che il miglioramento del volume di Ebitda possa essere direttamente collegato soltanto a un incremento volumetrico del valore dei ricavi da vendite e prestazioni. Seppur Ebitda sia definibile come indicatore di performance, non è in grado di comunicare nulla riguardo l'incremento del margine unitario, se non opportunamente

rapportato ai valori di fatturato. Non può, tuttavia, essere negato che l'aumento cospicuo dei ricavi sia in qualche modo collegato ad asset di natura intangibile, come il brand, l'abilità commerciale, la reputation, ed un buon posizionamento all'interno del segmento di mercato, che rendono significativo l'incremento di Civ calcolato dal modello applicativo.

Nice mostra un andamento decrescente del proprio valore di Civ, in modo direttamente correlato ad una diminuzione di Ebitda, mentre il valore dei tangibles cresce leggermente nel corso del periodo d'analisi. L'aumento del valore degli asset fisici, l'incremento del Roa medio di settore e la diminuzione di Ebitda, portano a una diminuzione del valore di Civ ottenuto dall'applicazione del modello. Inoltre, nonostante un cospicuo incremento dei ricavi dalle vendite, Ebitda Margin ottiene una considerevole contrazione passando dal 18% al 14%.

Grafico 10 - Caso aziendale: Civ/Tangibles (dati consolidati)



Il negativo andamento della performance di Nice assume ancor più significato alla luce dei risultati descritti nel grafico sopra esposto, in cui viene descritto il rapporto tra intangibles e tangibles aziendali. La costante decrescita di tale valore segue l'andamento della performance di Nice, dimostrando una linearità tra il calo della performance e la riduzione del valore del capitale intangibile.

In Gewiss, il valore di Civ nel periodo di analisi assume sempre un valore pari a 0. Ciò sta ad indicare la totale assenza di capitale intangibile, che si traduce, secondo il modello teorico, in una Roa dei propri asset fisici inferiore alla media di settore. Ciononostante appaiono lineari e costanti i valori di Ebitda ed Ebitda Margin.

Tecnoalarm mostra risultati diametralmente opposti: il valore di Ebitda segue precisamente l'andamento dei valori assunti dal Civ, mostrando inoltre una considerevole predominanza di asset di natura intangibile rispetto ai tangibles. I dati di Tecnoalarm, relativi al rapporto intangibles/tangibles, sono stati a tal proposito esclusi dalla rappresentazione grafica appena riportata, in quanto rendevano incomprensibile, (vista la grandezza del rapporto risultante) la percezione grafica delle altre serie di dati.

Capitolo 4

Analisi della relazione tra Civ e performance

4.1 Indicatori utilizzati e significatività della relazione

L'obiettivo del progetto di tesi è cercare di fornire alle aziende, una valida metodologia di valutazione del capitale intangibile e cercare di comprendere se vi sia una correlazione, come emerge dalla letteratura, tra asset intangibili e performance. Ciò si traduce nell'arduo tentativo di comprendere se i valori assunti dalla metodologia Civ e gli indicatori di performance aziendale, seguano il medesimo andamento. La difficoltà nell'identificare un metodo in grado di valutare, in maniera univoca, l'ammontare di capitale intangibile posseduto da un'impresa, porta innanzitutto a dover esporre alcune considerazioni in merito alla metodologia Civ ed alla sua applicazione. Si è a lungo discusso nei precedenti paragrafi metodologici, delle distorsioni insite all'interno del modello, e delle problematiche in cui si incorre nella sua applicazione. Ciononostante l'applicazione della metodologia soprattutto ai dati settoriali, mostra risultati sostanzialmente coerenti, dimostrando la concreta presenza di capitale di natura intangibile in modo maggiore in quei settori che fanno degli intangibles il core asset principale per lo svolgimento della propria attività d'impresa. Riepilogando quanto sopra esposto nell'esposizione dei dati, l'analisi del mero valore di Civ settoriale non risulta, tuttavia, esaustiva per comparazioni inter-settoriali. L'ammontare di Civ dipende direttamente dalle dimensioni aziendali e dal valore di Ebitda, il cui maggior driver è il fatturato. Se la composizione del campione, pertanto, non è perfettamente omogenea, si possono incorrere in distorsioni nel comparare su tali valori diversi settori. Per giungere alla coerenza di risultati sopra esposta, è necessario considerare un'analisi settoriale basandosi sul rapporto

Civ/tangibles, che descrive l'ammontare di capitale intangibile in rapporto al valore degli asset fisici aziendali. In questo caso appare evidente come i settori "Ideazione di compagnie pubblicitarie" e "Consulenza informatica", abbiano un valore di Civ/tangibles superiore di molto rispetto alle industries asset intensive. Si può pertanto desumere che, nonostante le problematiche elencate, la metodologia Civ è in grado di fornire un valore realistico, quantomeno come termine di comparazione tra settori e tra aziende appartenenti alla medesima industry.

4.2 Sviluppo ipotesi

Nell'era della knowledge economy, il fattore chiave in grado di trainare e modificare il valore di mercato di un'impresa è il capitale intangibile. La conseguenza direttamente collegabile ad un'affermazione di tal tipo, è che possa effettivamente esistere un legame tra valore degli intangibles aziendali e performance.

Dal punto di vista finanziario, alcune prove empiriche dimostrano come il capitale intellettuale sia in grado di influenzare la performance aziendale. Boone e Raman (2000)⁴⁰, mostrano come le imprese che non comunicano verso l'esterno informazioni legate agli intangibles, sostengano maggiori costi per l'accesso al mercato dei capitali. Risulta in tal senso esemplificativo ricordare, come già accennato nel capitolo introduttivo, quale sia il nesso causale che collega le asimmetrie informative ad un maggior costo del capitale di equity. La mancata comunicazione verso l'esterno di investimenti legati all'intangibile, si traduce in situazioni di ineguaglianza tra investitori maggiormente informati (insider) e stakeholder esterni. Un dealer in possesso di informazioni private (insider trader) modificherà il prezzo delle proprie azioni in base a notizie non pubblicamente

⁴⁰ Boone, J.P., Raman, K.K., "Unrecognized R&D Assets and the Market Microstructure", working paper, Mississippi State University, 1999

conosciute. Ciò si traduce in un incremento del bid-ask spread, ovvero in un incremento del costo di transazione che un investitore esterno sarà costretto a sostenere per l'acquisto di una determinata quantità di azioni. A livello aziendale, la diretta conseguenza rintracciabile in tale problematicità legata a una scarsa uniformità del pacchetto informativo a disposizione degli investitori, conseguenza di una mancata disclosure verso l'esterno di tematiche legate all'intangibile, è l'incremento del valore dei dividendi attesi da parte degli investitori scarsamente informati. L'elevato prezzo delle azioni si traduce in maggiori aspettative in termini di ritorni economici, ovvero in un maggior costo del capitale di equity per le imprese. È qui chiaramente ravvisabile come l'investimento in capitale intangibile e la sua comunicazione verso l'esterno sia in grado di influenzare la performance aziendale. Inoltre, per quanto riguarda tematiche inerenti il nesso tra valore di mercato ed intangibles aziendali, facendo particolare riferimento al prezzo delle azioni, sono stati presentati nel capitolo introduttivo alcuni risultati in grado di dimostrare come il market value sia influenzato in modo consistente da assets di natura intangibile. Il gap esistente tra valore contabile e valore di mercato delle quotazioni è infatti molto elevato, rendendo esplicito un nesso causale tra il valore delle azioni e gli intangibles aziendali.

A livello operativo, molti ricercatori ritengono vi sia un correlazione positiva tra spese in ricerca e sviluppo, performance aziendale ed incremento del market value^{41 42 43}. Sougannis (1994)⁴⁴, mostra come l'incremento di 1\$ nelle spese di ricerca e sviluppo, porti ad un aumento dei guadagni di 2\$ ed un innalzamento del

⁴¹Cockburn, I., Griliches, Z., "Industry effects and appropriability measures in the stock market's valuation of R&D and patents" , American Economic Review vol. 78 No 2, pp 419 - 423, 1988

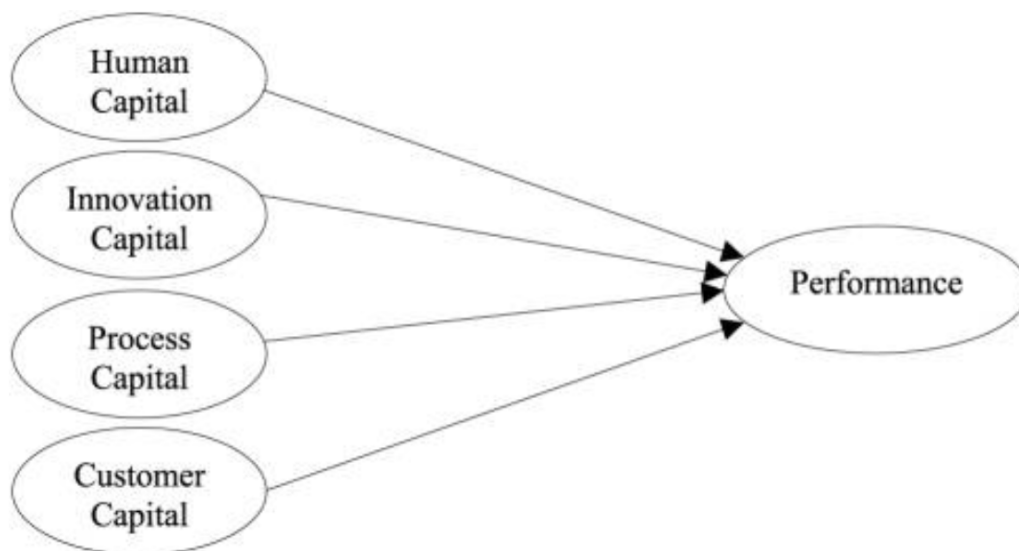
⁴² Hall, B.H., "The stock market's valuation of R&D investment during the 1980s", The American Economic Review, Vol. 83 No. 2, pp 259 - 264, 1993

⁴³ Chauvin, K.W. and Hirschey, M., "Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm", Financial Management, December 22, pp 128 – 140, 1993

⁴⁴ Sougiannis, T., "The accounting-based valuation of corporate R&D", The Accounting Review, Vol. 69, pp. 44-68. , 1994

market value di 5\$ nell'arco di sette anni. Secondo Lev e Sougannis (1996)⁴⁵, l'incremento di 1\$ nelle spese di R&D, porterà in futuro un incremento dei ricavi operativi di \$2,328. Dedds (2001)⁴⁶, dimostra che l'intensità dell'attività di ricerca e sviluppo, le tempistiche necessarie per lo sviluppo di nuove capacità tecnologiche, e l'abilità nell'assorbire nuove competenze tecniche sia positivamente correlata con il valore di mercato aziendale.

Figura 12 - Influenza degli elementi del capitale intangibile sulla performance



Fonte: Wang, W.Y., Chang, C., "Intellectual capital and performance in causal models: Evidence from the information technology industry in Taiwan", Journal of Intellectual Capital, Vol. 6, 2005

Altri studi mostrano come le spese di ricerca e sviluppo siano un driver non solo in grado di incrementare la performance attuale ed il market value, ma di portare prestazioni positive anche nel medio-lungo termine.

⁴⁵ Lev, B. and Sougiannis, T., "The capitalization, amortization and value relevance of R&D", Journal of Accounting and Economics, Vol. 21, February, pp. 107-138, 1996

⁴⁶ Deeds, D.L., "The role of R&D intensity, technical development and absorptive capacity in creating entrepreneurial wealth in high technology start-ups", Journal of Engineering and Technology Management, Vol. 18 No. 1, pp. 29-47, 2001

Cañibano et al (2000)⁴⁷, ha svolto una review di diversi progetti di ricerca in merito alla rilevanza nella creazione di valore, di alcuni elementi appartenenti alle definizioni di capitale umano precedentemente esposte come spese in R&D, investimenti in pubblicità, brevetti, brand name, soddisfazione del cliente, e risorse umane. Molti ricercatori sostengono che il capitale umano e relazionale, giochino un ruolo davvero importante in termini di performance e sopravvivenza all'interno del mercato. Inoltre viene dimostrato come le imprese più longeve, in grado di accumulare molta esperienza, di avere dipendenti con livelli di istruzione più elevati, ed una maggiore intensità nelle relazioni con i potenziali clienti, rischiano il fallimento molto più raramente.

A livello operativo, sono presenti molti progetti di ricerca che tentano di evidenziare un legame diretto tra alcune componenti di capitale intangibile e performance. L'obiettivo dell'applicazione metodologica esposta nel corso del capitolo, è invece di verificare un nesso di causalità tra il totale valore degli asset intangibili, come desumibile dalla metodologia Civ, e la performance aziendale. Il Civ fornisce un valore sintetico degli intangibles, considerando al suo interno tutti gli elementi che compongono il capitale intangibile aziendale. Il tentativo di rintracciare un nesso di causalità tra intangibles e performance, si traduce nel tentativo di verificare la seguente ipotesi:

- H_0 : esiste una correlazione positiva e significativa tra Civ ed Ebitda Margin
- H_1 : non esiste una correlazione positiva e significativa tra Civ ed Ebitda Margin

⁴⁷ Cañibano, L., García-Ayuso, M., Sánchez, M.P., "Accounting for intangibles: a literature review", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 19, pp. 102-130, 2000

4.3 Metodologia

L'ipotesi di una correlazione significativa tra performance e capitale intangibile è spesso rintracciabile nei maggiori testi di letteratura che trattano di intangibles. Non è, tuttavia, semplice dimostrare numericamente l'effettiva esistenza di tale relazione. Se il metodo utilizzato in questo studio per la valutazione del capitale intangibile è stato lungamente presentato, nulla si è detto in merito a quale possa essere il miglior indicatore di performance utilizzabile per verificare l'esistenza della relazione sopra esposta. L'esposizione dei dati è stata svolta nel tentativo di analizzare le possibili relazioni tra i mutamenti dei i valori sopra esposti, e di individuarne i diversi nessi di causalità. Perseguendo tale obiettivo si sono analizzati i dati come valori in senso assoluto. Si è quindi discusso, caso per caso, cosa potesse significare il mutamento per esempio di Ebitda rispetto ai valori assunti da Civ, Ebitda Margin, Ricavi da vendite, asset fisici aziendali e così via. Si vogliono tuttavia prendere nuovamente in considerazione le modificazioni che Civ può assumere in seguito al variare dei dati che lo compongono. Un aumento/diminuzione di Ebitda a parità di tutte le altre condizioni, ovvero valore tangibles, tasso d'imposta e Wacc, porta ad un incremento/riduzione del valore di Civ. Allo stesso modo e a parità delle altre variabili che compongono il modello, un aumento/diminuzione del valore degli asset fisici, porta a una riduzione/incremento dei valori di intellectual capital. La variazione di valore del Roa settoriale porta alle medesime conseguenze delle modificazioni degli asset fisici. Una diminuzione/aumento di tasso d'imposta e Wacc, a parità di altre condizioni, portano a un incremento/riduzione del Civ. Restano ora da analizzare le situazioni intermedie, in particolare cosa accade al Civ al modificarsi contemporaneamente dei valori di Ebitda, asset fisici e Roa settoriale. La moltiplicazione tra asset fisici e Roa settoriale fornisce il valore presumibilmente ottenibile all'interno di un settore, dal corretto sfruttamento dei tangibles nello svolgimento dell'attività d'impresa. Un *incremento* di Ebitda con un aumento dello stesso ammontare del rapporto appena descritto, a parità di altre condizioni che

d'ora in poi considereremo costanti, non apporta alcuna modificazione al valore di Civ.

L'*aumento* di Ebitda ed un incremento più che proporzionale del valore risultante dalla moltiplicazione tra Roa settoriale ed asset fisici rispetto ad Ebitda, porta ad una contrazione del valore di Civ. Nei casi in cui la differenza nel risultato della moltiplicazione sopra descritta tra il tempo t_0 e t_1 sia maggiore della differenza tra t_0 e t_1 di Ebitda, si avrà sempre una contrazione del valore del Civ.

Con Ebitda *costante*, il valore di Civ si modificherà in funzione al variare del valore ottenibile dal corretto sfruttamento degli asset tangibili a livello settoriale. Se tale valore subirà un incremento/diminuzione, vi sarà una riduzione/aumento dei valori del Civ.

La *diminuzione* di Ebitda, porta invece a risultati diametralmente opposti rispetto ad un suo eventuale aumento. Una diminuzione del valore risultante dalla moltiplicazione tra Roa settoriale e tangibles aziendali pari alla riduzione di Ebitda, mantiene il valore di Civ costante. Una diminuzione inferiore rispetto alla diminuzione di Ebitda del valore ottenibile dal corretto sfruttamento degli asset tangibili settoriali, porta ad una contrazione del Civ. In tutti gli altri casi quando il delta tra t_0 e t_1 della moltiplicazione degli asset tangibili è maggiore della differenza tra t_0 e t_1 di Ebitda, si avrà un incremento del Civ.

Dopo aver analizzato quale sia la metodologia utilizzata per la misurazione del capitale intangibile aziendale, risulta necessario individuare un indicatore di performance da utilizzare per verificare l'ipotesi di una positiva correlazione tra intangibles e performance.

Il Roa, nel caso in questione, non ha le caratteristiche adatte per essere utilizzato come indicatore di performance. Essendo infatti esso una delle variabili alla base del modello Civ, utilizzato per valorizzare il capitale intangibile aziendale, adottarlo come criterio comparativo di performance appare privo di significato.

Utilizzare Ebitda potrebbe risultare fuorviante. Seppur appaia importante monitorare il valore di Ebitda, esso risulta eccessivamente trainato dal fatturato. L'incremento dei ricavi da vendite in termini di quantità porta ad un incremento di

Ebitda proporzionale alle unità prodotte. Ebitda in questo caso aumenta senza tenere in considerazione della qualità del fatturato. Non vi è in sostanza alcun miglioramento in termini di efficienza o riduzione dei costi, ma soltanto un incremento della porzione di domanda servita all'interno del mercato. Un forte incremento dei ricavi di vendita potrebbe inoltre portare comunque ad un incremento di Ebitda anche in caso di riduzione dei margini unitari. I costi sostenuti per erogare una quota sostanziosa di pezzi sul mercato possono essere aumentati, creando un incremento del fatturato ma una diminuzione del margine unitario.

Per tenere sotto controllo il fenomeno appena descritto, può essere adottato, ed appare preferibile tra gli indicatori sinora analizzati, Ebitda Margin. Esso è in grado di fornire informazioni chiare e concrete sulla marginalità dell'attività operativa in funzione dei ricavi di vendita. Monitorare il suo valore significa controllare che il margine unitario si mantenga costante o aumenti al variare delle unità prodotte.

A parità di ricavi di vendita, un incremento di Ebitda Margin può avvenire soltanto con un aumento del valore di Ebitda. Se il miglioramento della marginalità fosse imputabile soltanto ad un incremento del valore ottenibile dal corretto sfruttamento degli asset tangibili in funzione al Roa medio settoriale, il valore del Civ dovrebbe rimanere costante nell'intervallo temporale considerato, in quanto sarebbe registrabile un incremento del valore degli asset fisici aziendali o del Roa medio settoriale. Una sua variazione positiva, invece, indica che l'aumento della marginalità è dovuto ad asset di natura intangibile come, ad esempio, un miglior sfruttamento degli asset fisici, dovuto all'effetto apprendimento, o dalla disponibilità da parte dei clienti nel pagare prezzi più alti sui prodotti (brand, reputation, customer loyalty). Considerare tale fenomeno, a parità di ricavi di vendita, significa sostanzialmente incrementare la marginalità nonostante l'inflessione dei volumi di output. In sintesi, ogni qualvolta l'incremento dei volumi di vendita registri un incremento più che proporzionale della marginalità

operativa si registrerà un aumento di Ebitda Margin, il cui nesso causa effetto dipende da asset fisici solo nel caso in cui il valore di Civ rimanga costante.

Allo stesso modo, a parità di ricavi di vendita, una riduzione di Ebitda Margin può avvenire nel caso in cui Ebitda registri una contrazione del suo valore. Se la riduzione del valore ottenibile dal corretto sfruttamento degli asset fisici secondo il Roa settoriale, rispecchiasse il valore ottenuto dalla riduzione di Ebitda, ancora una volta Civ rimarrebbe costante, considerando non imputabile ad asset di natura intangibile una perdita di marginalità. Una variazione pari a zero nel risultato ottenuto moltiplicando tangibles e Roa medio settoriale, porterebbe ad una diminuzione del Civ.

Nel tentativo di appurare una possibile esistenza di una concreta relazione tra performance di natura intangibile ed Ebitda Margin, si è ritenuto necessario comprendere in quanti casi l'andamento di Ebitda Margin fosse speculare, nell'intervallo temporale oggetto d'analisi, ai valori di Civ. Essendo necessari i valori dei ricavi di vendita per procedere al calcolo di Ebitda Margin e non essendo reperibili per tutte le realtà appartenenti al campione i valori richiesti, il numero totale delle aziende analizzate è stato opportunamente rettificato.

La numerosità del campione risultante è di 596 aziende, appartenenti al settore "Fabbricazione di altre apparecchiature elettriche nca".

La ricerca di una possibile correlazione positiva tra performance e capitale intangibile si è composta in 3 diversi step:

1. valutazione dell'andamento di Civ rispetto ad Ebitda Margin con l'ausilio di funzioni logiche Excel;
2. valutazione della significatività della relazione attraverso T-test;
3. valutazione della significatività della relazione svolgendo un'analisi di regressione.

Il primo step si è svolto con il mero ausilio di funzioni Excel. Sono stati affiancati valori di Civ ed Ebitda Margin per tutti gli elementi che compongono il campione

analizzato, nei diversi intervalli temporali. L'analisi è stata svolta, in un primo momento, mettendo a confronto i valori ottenuti da Civ ed Ebitda Margin, cercando di comprendere se la variazione dei valori in analisi descrivesse il medesimo andamento. Successivamente, sempre con l'ausilio di funzioni logiche Excel, si è svolto il medesimo test, confrontando i valori di Ebitda Margin ed il valore medio degli asset fisici nell'intervallo temporale oggetto d'analisi.

Nel secondo step, ci si è posti l'obiettivo di fornire maggiore consistenza all'analisi precedentemente effettuata, sottoponendo il medesimo campione ad un T-Test. Il campione è stato suddiviso in due variabili binarie (0, 1), identificando con 0 le imprese con un Civ al di sotto del valore mediano del campione e con 1 le aziende con valori di Intangibles più consistenti. Il medesimo test è stato svolto per tutti gli intervalli temporali oggetto di analisi. Il T-test è in grado di dimostrare se esista una relazione tra il Civ ed il valore assunto da Ebitda Margin. L'ipotesi è di verificare che le imprese con un valore di Intangibles consistente, ottengano migliori valori di Ebitda Margin, in modo da verificare la correlazione tra capitale intangibile e performance. Appare significativo ricordare a tal proposito, che l'utilizzo Ebitda Margin come variabile di performance, permette il non verificarsi, nell'analisi in oggetto, di problematiche legate all'utilizzo di variabili adottate anche nella costruzione della metodologia Civ, evitando in tal modo ovvie correlazioni e fenomeni di ridondanza. L'incremento del valore di Ebitda infatti, utilizzato per la valutazione del capitale intangibile, è in grado di influenzare in modo consistente il valore ottenuto dalla metodologia Civ. Ebitda Margin, invece, ponendo la marginalità a confronto con i ricavi di vendita, permette di confrontare il valore di Intangibles con una variabile di performance che non influenza l'ammontare di Civ. Si rimanda ai paragrafi precedenti per una spiegazione più dettagliata in merito alla scelta delle variabili utilizzate.

Nel terzo step si sono sottoposte le variabili Ebitda Margin, Civ ed asset fisici ad una regressione. Sono state definite le variabili Civ e Tangibles come indipendenti, mentre Ebitda Margin è stato considerato dipendente. In seguito alla definizione delle variabili adottate, può essere ora definita la funzione di regressione adottata.

La funzione di regressione è così descritta:

$$Var \% Ebitda Margin = \alpha + \beta_1 Var Civ + \beta_2 Var Tangibles + \varepsilon$$

Con l'analisi di regressione si tenta di comprendere se le modificazioni ai valori di Civ analizzati, nei diversi archi temporali, seguano il medesimo andamento di Ebitda Margin e se al contrario incrementi o diminuzioni del valore degli asset fisici portino a risultati opposti di Ebitda Margin, e se tali relazioni siano statisticamente significative.

4.4 Risultati

Il primo test, svolto con l'ausilio di funzioni logiche Excel, mostra che in 403 casi, Ebitda Margin segue il medesimo andamento di Civ, ovvero nel 68% delle aziende analizzate.

Appare dunque preliminarmente evidente il collegamento tra Civ e una tra i più utilizzati indicatori di performance, ovvero Ebitda Margin. Monitorare il valore del proprio capitale intangibile, pertanto, sembra portare ad un concreto miglioramento della performance.

Ciò assume ancor più significato alla luce dei dati risultanti dalla ricerca di una relazione tra asset di natura tangibile ed Ebitda Margin. Applicando la metodologia di verifica utilizzata per gli asset di natura intangibile al medesimo campione, risulta che tra 596 aziende soltanto in 171 casi vi è una correlazione tra incremento/diminuzione del valore dei tangibles ed incremento/diminuzione di Ebitda Margin, ovvero soltanto nel 28% dei casi è verificato che un aumento/inflessione degli asset fisici porti ad un incremento/diminuzione della marginalità percentuale. Non risulta affatto superfluo, tenere in considerazione le modificazioni che il valore di Civ può assumere al variare del Wacc. Se il tasso d'imposta nell'arco temporale analizzato rimane costante, non si può dire altrettanto per il costo del capitale. Come esposto nell'analisi dei dati non

consolidati, la relazione tra performance e Civ di Faac risente proprio di questo fenomeno distorsivo. Il valore di Civ pre-capitalizzazione, segue infatti il medesimo andamento di Ebitda Margin, salvo poi veder modificato il proprio andamento in seguito all'applicazione di un Wacc crescente. Possono esservi altri casi, all'interno del campione, che soffrono delle medesime problematiche, negando il nesso di causalità tra Civ e performance.

Appare inoltre plausibile che la significatività della relazione tra Civ ed Ebitda Margin possa aumentare in funzione dell'incidenza di asset di natura intangibile all'interno del settore. Al crescere del rapporto Civ/Tangibles, infatti, maggiore sarà il nesso causale tra incremento della marginalità e miglioramento del valore degli intangibles.

L'analisi dei dati non consolidati utilizzati per il caso aziendale, conferma il trend appena descritto, ovvero i valori di Civ seguono il medesimo andamento di Ebitda Margin. Non si può dire altrettanto per i dati consolidati: appare tuttavia di sostanziale importanza, ricordare che la metodologia Civ non è stata applicata come da modello, ma sono state fatte assunzioni molto forti che ne hanno distorto la veridicità. La difficile reperibilità delle informazioni necessarie alla puntuale applicazione del modello ai dati consolidati, rende momentaneamente superflua la considerazione in questo caso della relazione tra Civ e performance aziendale.

Vengono ora esposti i risultati ottenuti nel T – Test, in cui si sono considerate ai fini dell'analisi i valori di Civ ed Ebitda Margin, al fine di verificare quale sia l'incidenza degli intangibles sulla performance aziendale.

Tabella 13 - Risultati T - Test

Livello di significatività *p<0,15, **p<0,10, ***p<0,05

Ebitda Margin/Anno	Civ sopra la mediana	Civ sotto la mediana	Difference	T-Test	
2013	0,133	0,082	-0,051	-5,709	***
2014	0,131	0,096	-0,035	-3,108	***
2015	0,131	0,104	-0,027	-1,428	

I risultati ottenuti mostrano come, nei diversi anni in analisi, le aziende che possiedono un Civ superiore al valore della mediana del campione, ottengano un Ebitda Margin mediamente superiore alle imprese con minor presenza di capitale intangibile. La relazione tra intangibles e performance è pertanto ravvisabile in tutti e tre i gli intervalli temporali considerati. I risultati sembrano inoltre essere molto significativi negli anni 2013 e 2014, quindi statisticamente rilevanti. La sostanziale uguaglianza dei valori di Ebitda Margin ottenuti dalle imprese con maggior presenza di Civ, mette in evidenza la costanza che gli intangibles sono in grado di garantire nel medio lungo termine. La contrazione della differenza dei valori di Ebitda Margin, tra il 2013 ed il 2014, è spiegabile con un incremento dell'ammontare di Civ all'interno del campione con intangibles più bassi, dimostrato da un aumento del valore dei percentili inferiori al 50%.

Il terzo ed ultimo step consiste nel sottoporre le varianze ottenute nei valori di Civ, asset fisici ed Ebitda Margin tra il 2013-2014 ed il 2014-2015, cercando di

verificare se gli intangibles e la performance aziendale dimostrino di seguire il medesimo andamento.

Tabella 14 - Risultati regressione

Livello di significatività: *p < 0,15, **p < 0,10, ***p < 0,05

Variable	2013-2014	2014-2015
Intercept	0,0057777 (-0,0035483)	0,0040876 (-0,00468)
Civ	9,92 (-3,3)	7,84 (-1,25)
Tang	8,76 (-0,0000223)	-2,94 (-0,0000303)
Numero di osservazioni	596	596
R-quadro	0,0006	0,0007
Pseudo R-quadro	-0,0028	-0,0026

I risultati esposti in tabella, mostrano come nel primo intervallo ovvero 2013-2014, Intangibles ed asset fisici seguano il medesimo andamento di Ebitda Margin, pur non essendo statisticamente significativi. Tra 2014 e 2015, invece, i coefficienti ottenuti dalla regressione mostrano risultati opposti, verificando che solo Civ segue il medesimo andamento di Ebitda Margin. Appare pertanto preliminarmente evidente, che nel secondo intervallo temporale la regressione sia in grado di dimostrare l'ipotesi in oggetto. Un aumento del valore degli intangibles aziendali è correlato ad un incremento della performance, mentre ciò non avviene con la crescita degli asset fisici. La scarsa significatività della regressione ed il breve orizzonte temporale analizzato, sembrano richiedere ulteriori analisi per verificare la bontà delle ipotesi considerate. È già ravvisabile dai risultati ottenuti, come i miglioramenti di performance dovuti ad un incremento di Civ, si verifichino nel

medio/lungo termine, come desumibile dai risultati della regressione e dalla costanza della performance nell'orizzonte temporale analizzati dedotta dal T-Test. Il consolidamento dei risultati ottenuti, potrebbe avvenire aumentando l'orizzonte temporale analizzato. In tal caso, i risultati potrebbero confermare al meglio la capacità degli intangibles di fungere da driver di performance nel medio-lungo termine.

Monitorare il valore del Civ, significa in sostanza, controllare il valore della propria marginalità operativa. L'incremento di essa non provoca modificazioni nel valore del Civ se a causare l'incremento di Ebitda è stato un investimento in asset fisici, con abbattimento dei costi unitari per lo sfruttamento di economie di scala. Il miglioramento della marginalità, affiancato ad un miglioramento del Civ, rende esplicito un miglioramento delle attività operative in merito ad una crescente efficienza organizzativa, uno snellimento dei processi, una qualità rilevante delle relazioni all'interno dell'impresa e molto altro. Monitorare la marginalità, unitamente al valore del Civ significa, in sostanza, controllare complessivamente la moltitudine di intangibles esistenti ed esposti nel corso della trattazione, seppur la metodologia non si possa definire come in grado di valutare effettivamente l'ammontare di capitale intangibile posseduto dall'impresa. Le analisi precedentemente esposte, evidenziano nella maggior parte dei casi un legame tra intangibles d'impresa e performance. Tale riscontro, riassumendo, è certamente ravvisabile nel primo test esposto con funzioni logiche Excel. Appare in modo chiaro come un incremento del valore del Civ segua il medesimo andamento del miglioramento della performance, dimostrando, allo stesso tempo, che soltanto nella minor parte dei casi Ebitda Margin segue l'andamento degli asset fisici. Il secondo step appare significativo nel dimostrare che le imprese con un maggior Civ siano in grado di ottenere maggiori livelli di performance, e ciò è rintracciabile in tutto l'intervallo temporale oggetto d'analisi. Viste le ipotesi del progetto di tesi, ciò risulta notevolmente importante, in quanto fornisce un riscontro positivo alla numerosa letteratura in materia di correlazione tra capitale intellettuale e performance aziendale.

4.5 Prospettive di sviluppo future

La metodologia Civ, se pur non in grado di definire numericamente un valore attendibile del capitale intangibile posseduto da un'impresa, è un utile strumento di benchmarking e monitoraggio di intangibles e performance. Seppure i risultati ottenuti non siano in grado di definire come statisticamente significativa la correlazione tra Civ e performance, tale relazione appare preliminarmente evidente. Un ulteriore step, utile a migliorare la validità dei risultati ottenuti, potrebbe essere di ripetere i test sopra descritti con valori appartenenti ad un arco temporale più esteso. In tal modo, si otterrebbero risposte concrete sia in merito alla bontà della correlazione cercata, sia riguardo l'effettiva efficienza nel medio lungo termine, che emerge dalla letteratura, degli asset di natura intangibile.

Porter⁴⁸ sostiene che l'essenza nella formulazione di una strategia competitiva, risieda nel relazionare l'impresa con le forze competitive del settore in cui è inserita. Di conseguenza, una strategia di mercato dev'essere basata sul mercato di riferimento, e dev'essere seguita dalla valutazione di quali processi interni siano in grado di incrementare la *value proposition* verso il mercato obiettivo. L'efficienza dei processi interni, come spesso sottolineato nel corso della trattazione, è direttamente collegata all'efficienza del capitale umano posseduto dall'impresa. Nel medesimo settore di riferimento ed a parità di asset fisici, infatti, sono soltanto elementi intangibili, come le competenze del capitale umano, le uniche fonti in grado di incrementare l'efficienza produttiva e di fornire valore aggiunto al proprio prodotto rispetto ai competitor. Porter, inoltre, suggerisce che la strategia competitiva debba essere trainata dall'esterno, ovvero dal mercato e dall'ambiente in cui l'impresa insiste. Valorizzare le relazioni con i clienti e modificare le proprie competenze interne in funzione ai gusti del consumatore,

⁴⁸ Norreklit, H., "The balance of the balanced scorecard: a critical analysis of some its assumptions", *Management Accounting Research*, vol. 11, pag. 65-88, 2000

significa incrementare il valore del proprio capitale relazionale e, di conseguenza, del proprio capitale intangibile così come descritto dalla metodologia Civ.

Alla luce di ciò, un'ulteriore prospettiva di sviluppo futura, vista l'importanza che la letteratura riserva agli asset intangibili come driver per la creazione di un vantaggio competitivo nel mercato di riferimento e vista la capacità della metodologia Civ di fungere da utile strumento di controllo degli intangibles aziendali, potrebbe risultare interessante utilizzare gli indicatori non finanziari presenti in letteratura e i risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia Civ per creare uno strumento che permetta il monitoraggio del capitale intangibile aziendale. Alla luce della relazione esistente intangibles ed Ebitda Margin, inoltre, il monitoraggio del Civ e di un set di indicatori collegati, permetterebbe di controllare, oltre al valore del capitale intellettuale, la performance dell'impresa.

Conclusione

Lo scetticismo che avvolge gli intangibles è spesso frutto di scarsa conoscenza e mancata considerazione di variabili che in realtà, ad oggi, sono driver fondamentali per la permanenza all'interno del mercato. La letteratura in tema di intangibles è molto vasta, spesso dispersiva e ridondante, sintomo della crescente attenzione che il mondo della ricerca ha riservato a tali argomenti. Mettere in risalto le potenzialità ed il valore del capitale intangibile è stato l'obiettivo principale del progetto di tesi, tentando di dare un valore tangibile a qualcosa che per natura ne è privo. La strada da perseguire per eliminare lo scetticismo, e tentare di comunicare quanto sia importante monitorare e considerare il valore degli intangibles aziendali è stata la ricerca di un metodo in grado di valutare numericamente l'ammontare di capitale intangibile. Le analisi svolte, mostrano come la metodologia utilizzata, il Calculated Intangible Value, sia in grado di assolvere a tale scopo, dimostrandosi sintetico, di facile comprensione ed un buon strumento di benchmarking intra ed inter-settoriale.

La letteratura spesso definisce gli intangibles come asset in grado di garantire vantaggio competitivo nel medio e lungo termine, definendoli in tal modo validi driver per il monitoraggio della performance aziendale. Il tentativo di comprendere se il Civ fosse in qualche modo collegato con i valori Ebitda Margin, indicatore di performance scelto per l'analisi in oggetto, ha fornito risultati pressoché soddisfacenti. Il test di verifica Excel ha indicato che nella maggior parte delle aziende appartenenti al settore in analisi i due valori seguono il medesimo andamento, dimostrando che i cambiamenti del Civ seguono la medesima direzione di Ebitda Margin. Il T-Test dimostra, con buoni livelli di significatività, che le aziende con elevato valore di intangibles hanno allo stesso tempo valori di Ebitda Margin maggiori rispetto alle aziende con Civ più contenuto. La regressione, infine, nell'intervallo temporale 2014-2015, mostra come Civ ed Ebitda Margin seguano il medesimo andamento, mentre la variazione del valore

degli asset fisici abbia direzione opposta. Seppur con livelli di significatività piuttosto contenuti, la regressione evidenzia preliminarmente una reale correlazione tra Civ e performance.

Monitorare il valore del proprio capitale intangibile appare oggi essenziale, anche alla luce delle nuove normative in ottica di non-financial disclosure di cui si è trattato nel capitolo introduttivo. L'incremento della sensibilità verso il mondo della conoscenza, ed una presa di consapevolezza del valore del capitale umano e nel complesso degli intangibili aziendali, potrebbe portare le imprese italiane ad una riorganizzazione dei propri business, e a una visione più ampia dell'orizzonte temporale ad oggi considerato per le scelte strategiche, soprattutto nelle PMI. Le imprese italiane necessitano di uno svecchiamento e di riscoprire il valore che le ha contraddistinte nel tempo. Le eccellenze che il mondo ci invidia, sono frutto del valore umano, delle competenze insite all'interno del prodotto. La presa di coscienza che i valori distintivi all'interno del mercato sono elementi intangibili, che di per sé hanno già fatto la fortuna del made in Italy nel mondo, potrebbe portare l'economia ed il mercato italiano a nuovi lumi. Il monitoraggio e la comunicazione verso l'esterno del valore delle proprie competenze è simbolo di consapevolezza dei propri valori, driver destinati ad apportare un reale vantaggio competitivo all'interno del mercato globale.

Bibliografia

1. Aho, S., Ståhle, S. and Ståhle, P., “Measuring Intellectual Capital: A critical Examination of the VAIC and CIV methods”, *The Finnish Journal of Business Economics*, 2011
2. Albareto, G., Benvenuti, M., Mocetti, S., Pagnini, M., Rossi, P., “L’organizzazione dell’attività creditizia e l’utilizzo di tecniche di scoring nel sistema bancario italiano: i risultati di un’indagine campionaria.” *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, n. 12, 2008
3. Amihud, Y., Mendelson, H., “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics* vol. 17, 1986
4. Andriessen, D., “The making sense of intellectual capital: designing method for the valuation of intangibles”, Elsevier, 2004
5. Antola, J., Kujansivu, P. e Lönnqvist, A., “Management accounting for intellectual capital”, *Proceeding of the 7 th Conference on Manufacturing Accounting Research*, Tampere, May 30-June 1, 2005
6. Bernheim, D., Whinston, M., “Microeconomia”, McGraw-Hill, 2009
7. Boone, J.P., Raman, K.K., “Unrecognized R&D Assets and the Market Microstructure”, working paper, Mississippi State University, 1999
8. Boutellier, C., “The Evaluation of Intangibles: Advocating for an Option Based Approach”, *Alternative Perspective on Financing and Accounting Conference*, Hamburg, 2000
9. Brooking, A., "Intellectual Capital", International London Business Press, 1996
10. Cañibano, L., García-Ayuso, M., Sánchez, M.P., “Accounting for intangibles: a literature review”, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 19, pp. 102-130, 2000

11. Chauvin, K.W. and Hirschey, M., “Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm”, *Financial Management*, December 22, pp 128 – 140, 1993
12. Cockburn, I., Griliches, Z., “Industry effects and appropriability measures in the stock market’s valuation of R&D and patents”, *American Economic Review* vol. 78 No 2, pp 419 - 423, 1988
13. D.L. 24 febbraio 1998, n. 58, “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, art 184
14. D.L. 30 dicembre 2016, n. 254, “Dichiarazioni di carattere non finanziario”, art. 2
15. D.L. 30 dicembre 2016, n. 254, “Dichiarazioni di carattere non finanziario”, art. 3
16. Danish ministry of Science, Technology and Innovation, “Intellectual Capital Statements – The New Guideline”, 2003
17. Deeds, D.L., “The role of R&D intensity, technical development and absorptive capacity in creating entrepreneurial wealth in high technology start-ups”, *Journal of Engineering and Technology Management*, Vol. 18 No. 1, pp. 29-47, 2001
18. Dominiak, P., Mercik, J., Szymanska, A., “Comparative analysis of methods of measuring company’s intellectual capital”, *Operations Research and Decisions*, n.1, vol. 23, 2013
19. Gigante, G. e Previati, D.A., “Intellectual Capital and Banking’s Performance, Some Empirical Evidence from Italian Banking System”, *Palgrave Macmillian Studies in Banking and Financial Institutions*, 2010
20. Glosten, L. R., Milgrom, P., “Bid, Ask and transaction prices in specialist market with heterogeneously informed traders”, *Journal of Financial Economics* vol. 14, 1985

21. Grunert, J., Norden, L., Weber, M., 2004. e Role of Non-Financial Factors in Internal Credit Ratings. *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, issue 2, 509- 531.
22. Guatri, L., “Il differenziale fantasma: i beni immateriali nella determinazione del reddito e nella valutazione delle imprese”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n.1, 1989
23. Hall, B.H., “The stock market’s valuation of R&D investment during the 1980s”, *The American Economic Review*, Vol. 83 No. 2, pp 259 - 264, 1993
24. Hunter, L., Webster, E., Wyatt, A., “Measuring Intangible Capital: a review of current practice”, *Research Institute of Australia*, 2005
25. Lehmann, B., “Is It Worth the While? The Relevance of Qualitative Information in Credit Rating.” Working Paper, EFMA 2003, Meetings 2003
26. Lev B., “Intangibles. Gestione, valutazione e reporting delle risorse intangibili delle aziende”, *Etas*, 2003
27. Lev, B. and Sougiannis, T., “The capitalization, amortization and value relevance of R&D”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, February, pp. 107-138, 1996
28. Lönnqvist, A., Kujansivu, P. and Antola, J., “Are management Accountants Equipped to Deal with Intellectual Capital?”, *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, pp. 335-368, 2006
29. Maree, K.W., “Valuation of Intellectual Capital in South African Companies: A comparative study of three valuation methods”, *Master of Commerce dissertation, Department of Accounting, Rhodes University, Grahamstown, December , 2001*
30. Marr, B., Gray, D., Neely, A., “Why Do Firms Measure their Intellectual Capital?”, *Journal of Intellectual Capital*, 2003

31. Mio C., “Il budget ambientale. Programmazione e controllo della variabile ambientale”, Egea, 2002
32. Moretti E., “La nuova geografia del lavoro”, Mondadori, 2014
33. Norreklit, H., “The balance of the balanced scorecard: a critical analysis of some its assumptions”, *Management Accounting Research*, vol. 11, pg. 65-88, 2000
34. Pulic, A., “MVA and VAIC Analysis of Randomly selected Companies from FTSE 250”, Australian Intellectual Capital Research Center, 2000
35. Quintiliani A., “Internal rating systems e soft information: Il ruolo degli intangibili e del contesto territoriale nella valutazione del merito creditizio delle PMI”, Franco Angeli, 2016
36. Rylander, A., Jacobsen, K., Ross, G., “Towards improved information disclosure of intellectual capital”, *International Journal of Technology Management*, 2000
37. Shapiro, C., Varian Hal R., “Information Rules. Le regole dell’economia dell’informazione”, p. 179, Etas, 1999
38. Sougiannis, T., “The accounting-based valuation of corporate R&D”, *The Accounting Review*, Vol. 69, pp. 44-68. , 1994
39. Stewart T.A., “Intellectual Capital – The new Walth of Organizations”, Doubleday, New York, NY, USA. pp. 226- 229
40. Sveiby K.E. *Methods for Measuring Intangible Assets*, gennaio 2001; www.sveiby.com.au
41. Sveiby, K., E., “The Intangible Assets Monitor”, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, vol. 2, n.1, 1997
42. Sveiby, K.E., “The Intangible Assets Monitor”, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. 2, N.1, 1997, pg. 78 e ss.

43. Volkov, D. e Garanina, T., “Intellectual capital valuation: case of Russian companies”, Discussion paper, St. Petersburg, State University Graduate School of Management Institute of Management, 2007
44. Wyatt, A., “Accounting Recognition of Intangible Assets: Theory and Evidence on Economic Determinants”, 2005

Sitografia

1. www.borsaitaliana.com
2. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
3. www.gazzettaufficiale.it
4. <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>