



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

# **LA VALORIZZAZIONE DEI MARCHI D'IMPRESA**

**Relatrice**

Chiar.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

**Laureando**

Riccardo Signor  
Matricola 861598

**Anno Accademico**

2020 / 2021



## INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPITOLO I – GLI INTANGIBLES.....</b>	<b>5</b>
1.1 Definizione .....	5
1.2 Classificazione .....	13
1.2.1 Classificazione in base ai criteri dello <i>IASB</i> .....	15
1.2.2 Classificazione in base ai criteri dell’OIC.....	16
1.3 Vita utile.....	19
1.4 Finalità economiche .....	21
<b>CAPITOLO II – LA DISCIPLINA DELLA RIVALUTAZIONE DEI BENI D’IMPRESA ....</b>	<b>38</b>
2.1 Introduzione alla normativa contenuta nel DL 104/2020.....	38
2.2 Requisiti soggettivi di applicazione.....	38
2.3 Ambito oggettivo .....	41
2.3.1 Beni mai iscritti a bilancio .....	42
2.4 Ambito temporale .....	46
2.5 Perizie di stima.....	46
2.6 Tecniche di rivalutazione .....	47
2.7 Confronto con le disposizioni di rivalutazione passate.....	54
<b>CAPITOLO III – I METODI DI VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI .....</b>	<b>56</b>
3.1 Premessa all’analisi del valutatore .....	56
3.1.1 I requisiti e il lavoro dell’esperto .....	59
3.1.2 La base informativa .....	64
3.1.3 Le configurazioni di valore .....	70
3.1.4 Prospettive di valutazione .....	78
3.1.5 La data di riferimento.....	80
3.2 Metodiche di valutazione .....	88
3.2.1 Metodo del costo.....	89
3.2.2 Metodo del reddito .....	96
3.2.3 Metodo di mercato.....	98
3.3 Stima della vita utile del bene immateriale e del tasso di sconto.....	103

<b>CAPITOLO IV – I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE DEI MARCHI.....</b>	<b>120</b>
4.1 Primo caso.....	124
4.1.1 Criterio del <i>Relief from Royalties</i> .....	136
4.1.2 Criterio dell' <i>Excess Earnings</i> .....	142
4.2 Secondo caso.....	149
4.2.1 Criterio del <i>Relief from Royalties</i> .....	160
4.2.2 Criterio dell' <i>Excess Earnings</i> a più scenari.....	166
4.3 Terzo caso.....	174
4.3.1 Criterio del <i>Relief from Royalties</i> .....	185
4.3.2 Criterio delle transazioni comparabili.....	191
4.4 Quarto caso.....	194
4.4.1 Criterio del <i>Relief from Royalties</i> .....	205
4.4.2 Criterio del <i>Residual Profit Split</i> .....	212
4.4.3 Criterio delle transazioni comparabili.....	218
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>222</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>224</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>224</b>

## INTRODUZIONE

In un contesto globale sempre più competitivo, le società hanno visto nel tempo crescere l'importanza del proprio patrimonio intangibile. Gli intangibili rappresentano, spesso, la principale determinante del vantaggio competitivo delle imprese, le quali attualmente basano la loro organizzazione e le loro scelte strategiche sulla tutela dell'innovazione. In questo senso, l'investimento in attività di ricerca e sviluppo, la creazione e diffusione di nuove opere dell'ingegno ed il miglioramento della qualità dei prodotti in commercio costituiscono i punti di forza e l'obiettivo principale degli operatori economici che, come tali, vanno incentivate e protette.

I beni intangibili hanno assunto progressivamente un ruolo considerevole nel valore complessivo delle entità che detengono gli stessi; in particolar modo i beni legati a competenze tecnologiche e quelli relativi al marketing, in grado di attrarre e consolidare relazioni con la clientela. Fermo restando che, in passato, tali risorse erano considerate driver di valore marginali rispetto alla dotazione di beni fisici delle imprese, la situazione è notevolmente cambiata. La crescita dei cosiddetti *intangibles* viene dimostrata da alcuni studi, a cadenza annuale, condotti da Ocean Tomo LL, i quali hanno esaminato l'evoluzione della componente di valore riferibile a tali beni rispetto al valore complessivo di mercato delle società quotate che li possiedono.

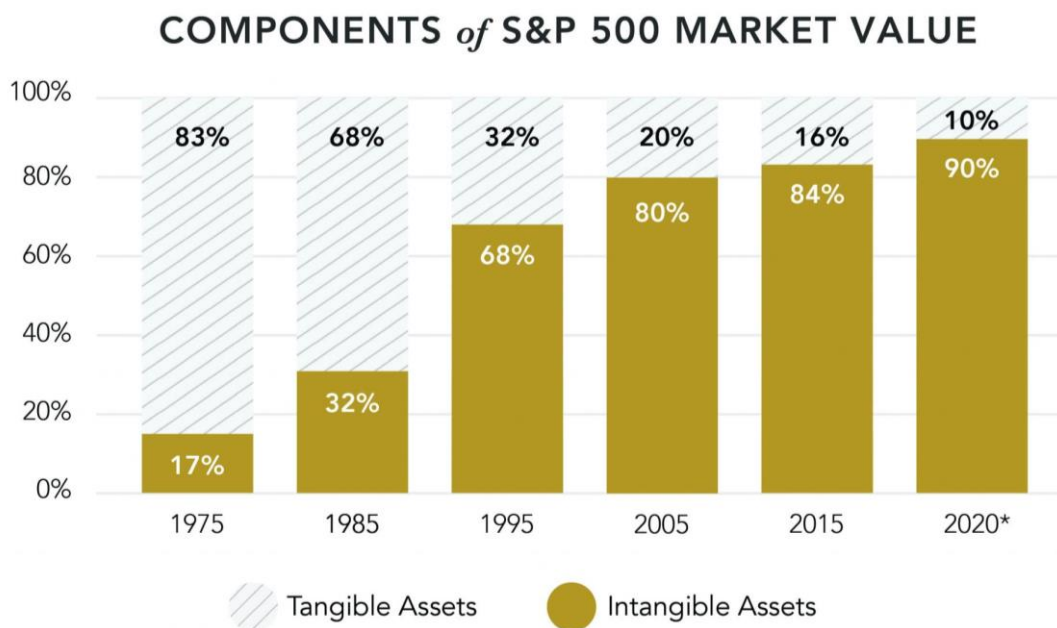


Figura 1: S&P 500 Ocean Tomo LLC, "Intangible Asset Market Value Study", 2020

Nella Figura 1 si riporta il “peso”, in termini percentuali, attribuibile ai beni intangibili nelle capitalizzazioni del mercato statunitense considerate dall'autorevole agenzia di rating di Standard & Poor's. Come è possibile evincere, in circa 50 anni la ripartizione di valore tra beni materiali e immateriali si è praticamente ribaltata a favore di questi ultimi.

L'ultimo aggiornamento datato 2020 del già menzionato studio ha ampliato l'analisi del valore dei beni intangibili, con riguardo anche agli altri importanti mercati internazionali; infatti, sono stati inclusi alcuni indici di borsa europei e asiatici per determinare e comparare il ruolo delle attività immateriali.

#### COMPONENTS of S&P EUROPE 350 MARKET VALUE

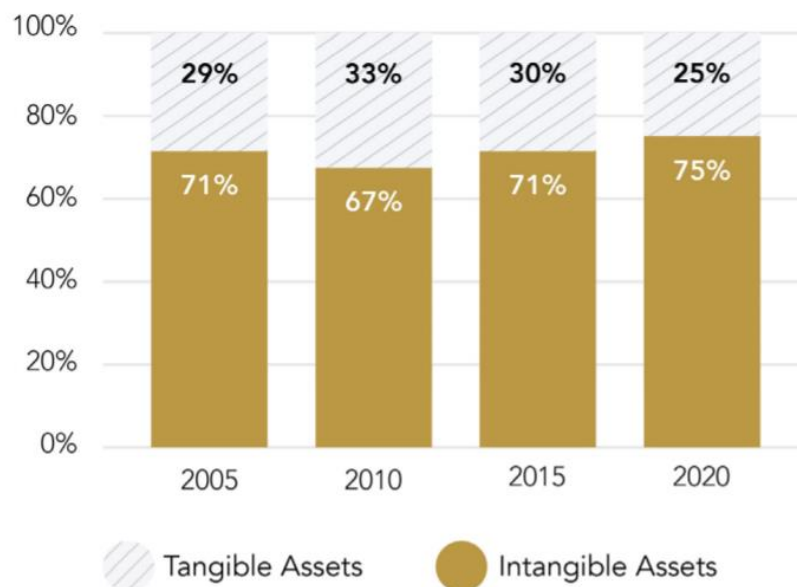


Figura 2: S&P 350 Europe Ocean Tomo LLC, “Intangible Asset Market Value Study”, 2020

L'indice indicato nella Figura 2 rappresenta lo S&P Europe 350, il quale comprende 350 aziende blue chip leader di 16 paesi sviluppati europei. Il grafico a barre dimostra che la componente è anche in questo caso molto rilevante, circa il 70-75%. Anche se non riflesso nel grafico, nel primo arco temporale considerato si può osservare un calo presumibilmente dovuto alla crisi economico-finanziaria del 2008. Di seguito si riporta anche l'analisi condotta sugli indici di borsa del mercato asiatico, ossia l'indice cinese di Shanghai Shenzhen CSI 300 e l'indice giapponese Nikkei 225.



Figura 3: China's Shanghai Shenzhen CSI 300 (a sinistra) e Nikkei 225 (a destra) Ocean Tomo LLC, "Intangible Asset Market Value Study", 2020

Come è possibile notare, nel contesto asiatico la componente di valore attribuibile è molto inferiore rispetto alla stessa nei mercati azionari occidentali. Pertanto, l'Europa resta seconda solo agli USA per contributo relativo di attività immateriali alla capitalizzazione di mercato misurata da questo studio.

Compresa dunque la notevole importanza acquisita dai beni intangibili, nella prima istanza del suddetto lavoro ne verrà delineata la definizione e la classificazione secondo le linee guida impartite dagli organismi contabili internazionali e nazionali. Tra gli intangibili più rilevanti rientrano brevetti, loghi e marchi che forniscono un'identità all'impresa e permettono alla stessa di crearsi un'immagine che li differenzi dai competitors. Il marchio, più di altri intangibili, rappresenta una quota significativa del valore di mercato delle imprese; tale bene immateriale assume rilevanza, e quindi valore economico, quando consiste in una risorsa capace di attribuire un vantaggio competitivo. Lungo la vita dell'impresa, il marchio può vedere il proprio valore incrementarsi ma non sempre questo emerge contabilmente, perciò molto spesso questi maggiori valori rimangono latenti all'interno del patrimonio aziendale. I principi contabili nazionali prevedono la rivalutazione dei suddetti beni, secondo le condizioni previste dalle leggi di rivalutazione in vigore. In questo modo, l'imprenditore o la società interessata a far emergere il valore del proprio o a rivalutarlo se già iscritto a bilancio, può usufruire di tali leggi che ne permettono la rivalutazione valida ai fini civilistici oppure anche ai fini fiscali. Nel proseguo del suddetto elaborato verrà approfondita nel dettaglio la disciplina di rivalutazione dei beni d'impresa, illustrando la normativa attualmente in vigore contenuta nel decreto-legge n. 104/2020, convertito in Legge n. 126/2020. L'attenzione,

in seguito, si volgerà all'intangibile specifico costituito dal marchio, approfondendo i principali metodi di valorizzazione dello stesso. L'obiettivo del presente lavoro è fornire alcuni spunti di riflessione in ordine alle più diffuse metodologie di valutazione del marchio evidenziandone le principali caratteristiche e individuandone le criticità. Questo elaborato muove dalla necessità di far luce sulle tecniche impiegate per la valutazione dei marchi d'impresa, in un contesto in cui tali beni immateriali hanno assunto un ruolo primario. Infatti, la valutazione di un marchio deve esprimere un giudizio, garantendo la coerenza reciproca fra gli elementi di input della valutazione. L'esperto incaricato deve poi precisare la base informativa di cui ha fatto uso, la quale a sua volta deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa, e le eventuali limitazioni riscontrate da lui in prima persona. Il giudizio da esprimere presuppone che l'esperto svolga un'analisi delle informazioni e dei dati raccolti con il necessario spirito critico: è necessario dunque che l'analisi condotta dall'esperto sia basata su un'accurata disamina della base informativa raccolta, al fine di certificare che questa sia composta dai migliori elementi ragionevolmente attendibili alla data della valutazione, e che sia adeguata rispetto all'incarico ricevuto; il valutatore dovrà esprimere un giudizio plausibile purché ragionevolmente argomentabile in base alle proprie conoscenze, alla propria esperienza professionale ed al buon senso. L'esame critico, quindi, presuppone un insieme adeguato di informazioni e dati, oltre che l'individuazione di una metodologia concettualmente idonea al caso di specie. Nel presente elaborato, inoltre, si affronta la questione delle finalità dei processi di stima e dei principali metodi di valutazione del marchio. Uno dei principi essenziali di una valutazione congrua e attendibile è la disponibilità di una base informativa opportuna che ha il dovere di supportare l'analisi, in particolar modo dal punto di vista dei fattori di generazione del valore. Le teorie sviluppate dalla dottrina hanno di frequente il limite di non cogliere a pieno le difficoltà operative che si possono riscontrare nei casi specifici, problematiche che spesso vengono affrontate e risolte mediante l'intuito e l'esperienza del professionista chiamato ad esprimersi. Al fine di approfondire lo studio, al termine dell'elaborato sono proposti alcuni casi di applicazione dei metodi di valorizzazione dei marchi commerciali.



# CAPITOLO I

## GLI INTANGIBLES

### **1.1 Definizione di beni intangibili**

Negli ultimi 40 anni, numerose sono state le linee di pensiero che si sono confrontate sulla definizione, classificazione e misurazione dei beni intangibili. I principi, le teorie e le proposte metodiche di valutazione che si sono susseguite nel tempo, rappresentano un insieme di nozioni e di esperienze raccolte a disposizione degli esperti ed a servizio delle valutazioni. A livello nazionale il dibattito sui beni intangibili venne messo in risalto con la pubblicazione di due articoli, datati 1989, sulla rivista Finanza, Marketing e Produzione. Nella prima tesi denominata "Il differenziale fantasma"<sup>1</sup> Luigi Guatri, uno dei massimi esponenti ed esperti di valutazioni in Italia, illustrava come potevano essere molteplici le prospettive per affrontare il tema dei beni intangibili, tutte strettamente collegate. Nell'ambito del valore dell'azienda, egli indicava i beni immateriali come le variabili critiche per il successo dell'azienda stessa, legando in primis i beni intangibili specifici al vantaggio competitivo e ai differenziali di risultato in grado di attribuire alle imprese, e in secondo luogo indicando il ruolo cruciale che hanno queste risorse nella quantificazione del valore economico aziendale. Sul piano contabile la quantificazione del loro valore è di grande rilevanza ai fini della rappresentazione in bilancio, secondo il presupposto che tale documento deve delineare fedelmente il quadro aziendale; tuttavia, questo presupposto si scontra con la logica e i vincoli imposti dal modello contabile, i quali ne intralciano la rappresentazione. La seconda tesi nominata "La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia"<sup>2</sup> proposta da Gualtiero Brugger, noto esponente in tema di Finanza Aziendale, definiva intangibile un bene che rispetta tre principali caratteristiche:

- deve essere derivato da un significativo flusso di investimenti;
- deve essere misurabile nel suo valore;
- deve essere trasferibile, ossia cedibile a terzi, in via autonoma.

---

<sup>1</sup> L. Guatri, "Il differenziale fantasma", *Finanza, Marketing e Produzione*, n.1, 1989

<sup>2</sup> G. Brugger, "La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia", *Finanza, Marketing e Produzione*, n.1, 1989

La prima caratteristica indicata è connessa al fatto che il bene intangibile è stato acquisito o creato dall'impresa, la quale ha sostenuto, e continua a sostenere, dei costi imputabili specificatamente a quel bene. Tale risorsa, quindi, comporta uno sforzo economico per l'entità che lo detiene, rendendolo un centro di imputazione di costi. La misurazione di valore del bene dimostra come il bene debba essere capace di garantire un flusso economico-finanziario tale da essere almeno sostenibile, ricoprendo i costi di mantenimento del bene stesso, e in grado di assicurare dei risultati differenziali positivi. L'ultima condizione attiene al fatto che il bene può essere separato dall'entità che lo ha creato, e pertanto sia possibile concedere lo stesso a dei soggetti terzi, con la possibilità di sfruttare economicamente i vantaggi legati al bene immateriale specifico. Rispetto alle precedenti nozioni teoriche, il requisito della trasferibilità contenuto nell'esposto di Brugger costituiva una novità di fondamentale rilevanza: il fatto che l'intangibile possa essere trasferito e ceduto al di fuori dell'entità che lo ha creato, e in questo modo sia in grado di conferire i medesimi vantaggi competitivi ed economici ad un'altra azienda, simboleggia il presupposto che tale bene ha un valore autonomo. Questo si verifica a condizione che il bene immateriale sia effettivamente estraibile dall'azienda a cui appartiene. La seconda, e non meno importante, qualità attiene al fatto che il possesso del bene immateriale deve assicurare un'adeguata redditività, in linea con il grado di rischio attribuibile all'investimento sostenuto per tale bene. Queste caratteristiche enunciate costituiscono i principi cardine delle definizioni fornite dai principi contabili, sia nazionali che internazionali. La prerogativa della trasferibilità rispetta sul piano logico una necessità importante ai fini dell'individuazione e classificazione degli intangibili: essa salvaguarda il rischio, frequente in questo ambito, di sovrapposizioni e di duplicazioni. Infatti, nel campo del marketing si menzionano spesso, quali esempi di beni intangibili, la notorietà del nome, i marchi, i prodotti, le quote di mercato, le reti di vendita, l'organizzazione commerciale, ecc. Molte di queste voci in realtà, rappresentano modi diversi per indicare circa le stesse cose. Un ulteriore esempio riguarda il cosiddetto "valore del personale". Ad esempio, i costi sostenuti per la formazione e l'addestramento del personale sono indubbiamente delle spese da cui si ritrae un'utilità in parte differita nel tempo e, in via approssimata, anche misurabile, ma non di certo cedibile separatamente. In questo caso la loro cedibilità si realizza, solamente cedendo l'impresa o un ramo di impresa. Questo manifesta che questa tipologia di bene immateriale non possiede un valore autonomo, fermo restando che ciò non significa che in caso di vendita

dell'impresa, non si tenga conto in qualche modo, sia pure indirettamente, anche di essi, data la loro capacità di influenzare le attese di ritorni economici. Generalmente il loro apprezzamento è contenuto nell'avviamento, cosiddetto *goodwill*, il quale considera al suo interno:

- sia le risorse intangibili che, nonostante concorrano in maniera positiva all'ottenimento di risultati, e si siano formate nel tempo in modo oneroso e con utilità almeno parzialmente differita, non possiedono un valore autonomo (nel campo della produzione ma anche del marketing, della finanza, dell'organizzazione, ecc.);
- sia i maggiori valori che i beni immateriali e materiali acquisiscono nel loro insieme in quanto correlati tra loro e collocati in un sistema capace di produrre flussi di risultato proficui.

Da queste riflessioni appare che gli intangibili specifici di regola riguardino nelle imprese, le aree del marketing e della tecnologia. Altri elementi, che pur comprendono qualità essenziali per il raggiungimento di risultati economici positivi, quali per esempio il personale e il management, a stento corrispondono propriamente a specifici intangibili. Tali fattori manifestano o possono esprimere, comunque, condizioni notevoli per sviluppare e mantenere le capacità reddituali dell'impresa, ma la mancanza del requisito della trasferibilità non permette di definirli quali beni dotati di valore autonomo. Questa esclusione rappresenta un punto controverso sul quale molte opinioni si sono espresse in maniera non concorde. Alcuni studiosi hanno sottolineato l'esigenza di abbandonare il criterio della trasferibilità, in quanto la rinuncia a valutare i beni immateriali non separabili, comporta un limite alla valutazione del patrimonio aziendale. Ad esempio, con quest'ottica sarebbero escluse dalla valutazione alcune risorse rilevanti quali le capacità dei manager, l'immagine dell'azienda, l'introduzione nei canali distributivi, le relazioni con la comunità finanziaria, e altre ancora.

Un'argomentazione aggiuntiva, che si tratta di un vero e proprio compromesso, afferma che i beni intangibili possiedono un loro autonomo valore nel caso in cui si accerti almeno uno dei due seguenti presupposti, oltre alla condizione sempre necessaria della "misurabilità":

- che essi siano effettivamente estraibili dall'entità cui fanno parte senza che sia compromessa l'esistenza dell'impresa stessa;
- se permangono nell'impresa, ossia non vengono estratti, essi devono assicurare al patrimonio aziendale, il cui valore concorrono a formare, un'adeguata redditività, con riferimento ai risultati storici e prospettici, i quali devono essere in linea con il rischio riconducibile all'investimento in tali beni.

Quest'ultima connotazione è descritta approssimativamente nella Figura 4 che mette in relazione lo specifico valore riferibile ai beni intangibili (BI) alla redditività dell'impresa. Il caso 2 rappresenta la situazione-base, equivalente ad un'impresa valutata in misura pari al suo valore contabile o "di libro": essa non tiene conto di alcuna maggiorazione né derivante da plusvalori su beni materiali (caso 3), né tanto meno derivante da maggiori valori riconducibili ad intangibili (caso 4) e ad avviamento, cosiddetto *goodwill* (caso 5). Il caso 1 raffigura invece, l'ipotesi di un'impresa con un valore inferiore al suo patrimonio contabile.

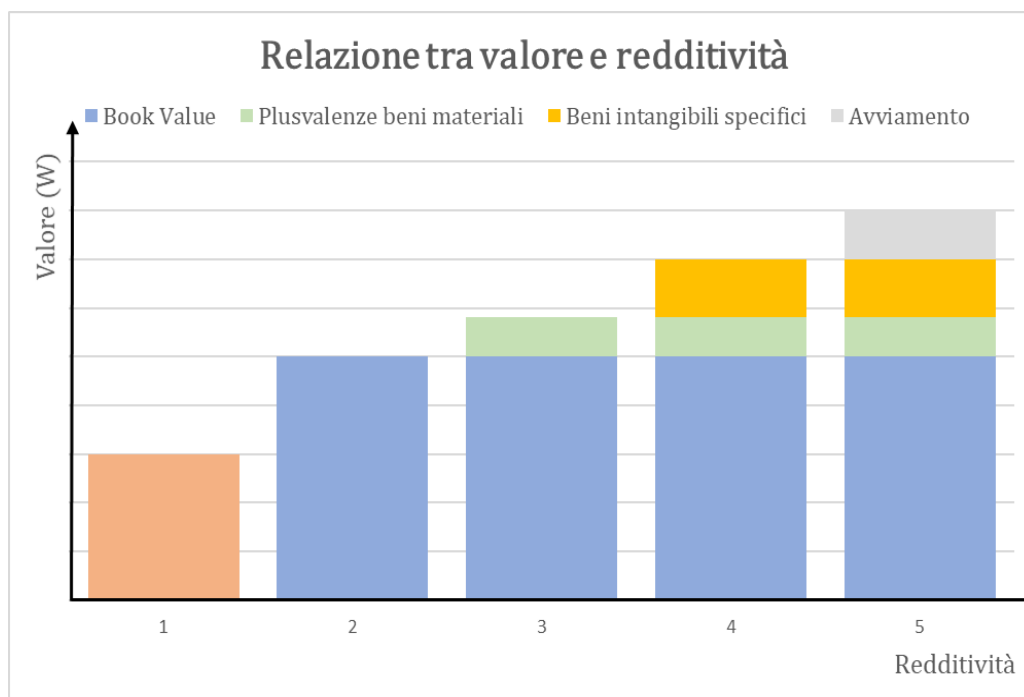


Figura 4 - Collegamento tra valore e redditività – "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende" Guatri-Bini, 2009

Nel caso 5, riconducibile alle imprese a più alta redditività, la differenza tra il valore complessivo  $W$  e la somma del patrimonio netto contabile e delle plusvalenze sui beni materiali, è in parte attribuita agli intangibili specifici e in parte all'avviamento. In questa tipologia di composizione è bene riconoscere le seguenti caratteristiche:

- è ritenuta, se possibile, valida per precisare in termini quantitativi lo stock di beni intangibili, il cui andamento nel tempo, a seguito di aumenti, cessioni o deperimenti) può risultare significativa per molti scopi. Invero, nel caso 4, in mancanza di individuazione di intangibili specifici, questi sarebbero assimilati all'interno dell'avviamento;
- la separazione tra i beni intangibili e l'avviamento, d'altra parte, dipende appunto dalla possibilità di esprimere quantitativamente gli intangibili specifici;
- in qualsiasi caso, sia i valori dei beni intangibili specifici che dell'avviamento sono correlati in senso stretto alle capacità reddituali delle imprese osservate, nelle quali l'emersione di maggior valori rispetto a quelli contabili è ritenuta plausibile solo alla luce di livelli reddituali idonei.

Questi enunciati trovano consensi e aggiornamenti nelle tesi espresse dal professor Penman<sup>3</sup>, che si riassumono nei seguenti principi-base:

- i beni intangibili come qualsivoglia altro valore possono essere identificati solamente se misurabili con ragionevole precisione e se possono essere dimostrati con obiettiva evidenza (cosiddetto *reliability criterion*, "criterio di affidabilità");
- il suddetto criterio è il principio cardine degli analisti allo scopo di non confondere la speculazione con la conoscenza; in questa ottica è maggiormente attendibile la valorizzazione dei beni intangibili, oltre che dell'avviamento, per i quali è stato pagato un prezzo;
- il requisito fondamentale per attribuire un valore ai beni intangibili è l'esistenza per l'impresa di uno scenario futuro di utili, il quale comporti realmente un rendimento maggiore rispetto al costo-opportunità del capitale.

Gli organismi contabili e gli esperti che ne fanno parte, per molto tempo hanno evitato questo dibattito, "nascondendosi" molte volte dietro a critiche di tipo formale e giuridico. In questa maniera, al graduale aumento del peso e dell'importanza dei beni intangibili, si

---

<sup>3</sup> S.H. Penman, "Value and Prices of Intangible Assets: An American Point of View"

è verificata un progressivo distacco rispetto ai valori iscritti nel bilancio e nella contabilità, allargando il divario dalla realtà economica e dalle esigenze della comunicazione finanziaria verso gli attuali e potenziali investitori. Solamente nell'anno 2001, a seguito dell'emanazione di due nuovi principi contabili negli Stati Uniti (SFAS 141 e 142), a livello internazionale si è tornati a discutere ed affrontare la già menzionata controversia.

*“This Statement requires that they be recognized as assets apart from goodwill if they meet one of two criteria—the contractual-legal criterion or the separability criterion. (...) the explicit criteria for recognition of intangible assets apart from goodwill and the expanded disclosure requirements of this Statement provide more information about the assets acquired and liabilities assumed in business combinations. That additional information should, among other things, provide users with a better understanding of the resources acquired and improve their ability to assess future profitability and cash flows.”*

- Summary of Statement n. 141, FASB (Financial Accounting Standards Board)

*“Analysts and other users of financial statements, as well as company managements, noted that intangible assets are an increasingly important economic resource for many entities and are an increasing proportion of the assets acquired in many transactions. As a result, better information about intangible assets was needed. Financial statement users also indicated that they did not regard goodwill amortization expense as being useful information in analyzing investments.”*

- Summary of Statement n. 142, FASB (Financial Accounting Standards Board)

Con questi assunti, si precisa che per qualificare un bene intangibile specifico, distinto e separato dall'avviamento, esso deve discendere da diritti contrattuali o da altri diritti legali oppure deve essere separabile. Le caratteristiche dunque sono due:

- la separabilità;
- la derivazione da diritti contrattuali o da altri diritti.

La definizione proposta dai richiamati principi contabili ha però una limitazione rilevante, invero fa riferimento solamente ai beni intangibili “acquisiti”, per i quali l'azienda ha sostenuto e pagato un prezzo. Tale prezzo non necessariamente identifica i singoli beni intangibili, ma si riferisce al prezzo per l'azienda acquisita, anche attraverso un rapporto

di cambio azionario tra parti indipendenti, per un apporto complessivo di un insieme di beni tangibili e intangibili. Il requisito fondamentale in ogni caso, secondo questi principi contabili, è che vi sia un prezzo diretto o indiretto, negoziato tra parti fra loro indipendenti. In quest'ottica non sarebbe considerato valido il prezzo della cessione di un ramo d'azienda infragruppo, o il rapporto di cambio azionario per mezzo di una fusione di una società controllata con la capogruppo o con altre società dello stesso gruppo; e, più in generale, quando il prezzo non derivi da una reale negoziazione tra parti indipendenti.

Questi presupposti potrebbero indicare apparentemente una definizione parziale di intangibile specifico legata solamente agli aspetti della derivazione da diritti contrattuali o legali oppure della separabilità. La parzialità discende dall'assenza, sul piano economico, di due condizioni giudicate fondamentali:

- la misurabilità, essenziale perché l'assenza di un criterio razionale e attendibile di misurazione del valore di un bene intangibile specifico può dare come risultato un valore privo senso, fuorviante nell'ambito interno e per di più ingannevole sul piano della comunicazione esterna verso gli *stakeholder*;
- la capacità di generare ricchezza tradotta in un reddito differenziale, considerando la ragionevole previsione di un rendimento superiore al costo del capitale.

Tale difetto è sopperito dal principio contabile IAS 38, oltre al requisito di identificabilità evidenzia altri due requisiti essenziali per la qualifica di bene intangibile:

- il controllo da parte dell'entità di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dal bene immateriale in maniera esclusiva, limitando l'accesso da parte dei terzi a tali benefici, di regola mediante una tutela legale sul bene;
- l'esistenza di benefici economici futuri, i quali possono riguardare ricavi dalla vendita di prodotti e dalla prestazione di servizi oppure riguardano i risparmi di costo a seguito del possesso del bene intangibile.

*"Expenditure for an intangible item is recognised as an expense, unless the item meets the definition of an intangible asset, and:*

- *it is probable that there will be future economic benefits from the asset; and*
- *the cost of the asset can be reliably measured.*

*The cost of generating an intangible asset internally is often difficult to distinguish from the cost of maintaining or enhancing the entity's operations or goodwill. For this reason, internally generated brands, mastheads, publishing titles, customer lists and similar items are not recognised as intangible assets. The costs of generating other internally generated intangible assets are classified into whether they arise in a research phase or a development phase. Research expenditure is recognised as an expense. Development expenditure that meets specified criteria is recognised as the cost of an intangible asset.”*

- IAS 38 Intangible Assets, Standard 2021 Issued

Il principio contabile qui sopra richiamato dimostra la posizione netta della disposizione internazionale, ovverosia che la valutazione dei beni intangibili prodotti internamente è assai complessa e tutta da dimostrare, a differenza dei beni intangibili acquisiti, la cui valutazione è supportata da un prezzo di mercato realmente sostenuto. Questa considerazione, pur eccessivamente limitante, è giustificata in parte dalla circostanza che non esistono delle regole e dei criteri universali, e quindi ritenuti validi per tutte le fattispecie. Tale affidabilità si fonda sul presupposto che i criteri di valutazione debbano essere sufficientemente obiettivi, standardizzati e di generale accettazione.

Il principio contabile IAS 38 ammette che possono essere quantificati i costi di un bene intangibile, prodotto internamente, qualora esso sia costituito attraverso una fase di ricerca e una fase di sviluppo; gli intangibili prodotti internamente devono essere capitalizzati qualora ne ricorrano i presupposti ed unicamente per i costi correlati alla fase di sviluppo. Secondo i principi contabili internazionali durante il periodo di sviluppo di un progetto interno, l'entità ha la possibilità, in certi casi, di individuare un bene immateriale e dimostrare che tale bene è capace di generare benefici economici futuri. Questo è motivato dal fatto che la fase di sviluppo di un progetto è più avanzata della fase di ricerca, ed è più facile riconoscere ed apprezzare un'attività immateriale autoprodotta. Tuttavia, affinché possano essere capitalizzati questi costi di sviluppo interni devono sussistere le seguenti condizioni previste al paragrafo 57 dello IAS 38:

- a) fattibilità tecnica di completare l'attività immateriale in modo tale da essere disponibile per l'utilizzo interno o per la vendita sul mercato;
- b) la volontà di portare a termine l'attività immateriale per usarla o venderla;
- c) l'effettiva capacità di utilizzare o vendere l'attività immateriale;



- d) prevedere in quale modalità l'attività immateriale sarà capace di generare benefici economici futuri. Peraltro, l'impresa deve dimostrare l'esistenza di un mercato per il prodotto correlati all'attività immateriale o per l'attività immateriale stessa, nel caso l'intenzione sia la vendita oppure, se essa è destinata per fini interni, dovrà dimostrare l'utilità di tale attività immateriale;
- e) disponibilità di risorse tecniche, finanziarie e di altro tipo adeguate al fine di completare lo sviluppo e per l'utilizzo o la vendita dell'attività immateriale;
- f) capacità di valutare attendibilmente il costo attribuibile all'attività immateriale durante il suo sviluppo.

Se ricorrono questi presupposti, la capitalizzazione ai sensi della logica su cui si basa lo IAS 38, rappresenta un obbligo e non una mera facoltà dell'impresa. Al paragrafo 69, inoltre sono previste una serie di voci che non possono essere mai capitalizzabili e che dunque vanno iscritte a conto economico nell'esercizio nel quale sono state sostenute:

- a) spese di avviamento di un'attività o di un'azienda (costi di avviamento);
- b) spese di formazione del personale;
- c) spese di pubblicità e/o di promozione; e
- d) spese di ricollocamento o di riorganizzazione dell'impresa o di una sua parte.

Secondo quindi la disciplina contabile internazionale, dunque, tralasciando il caso di beni per i quali è riconosciuta una fase di ricerca e sviluppo da cui si può identificare attendibilmente un costo, i marchi e le altre risorse immateriali generati all'intero di un'impresa non possono essere capitalizzati perché tali costi, sostanzialmente, non possono essere distinti e separati dalle spese sostenute per sviluppare l'azienda nel suo insieme. Ne consegue che tali beni non vengono rappresentati in bilancio anche se, al pari dei beni intangibili acquisiti, costituiscono delle attività capaci di attrarre e conferire benefici per l'azienda che li possiede. Questo vincolo implica un peso considerevole e per nulla trascurabile nei bilanci delle imprese che adottano i principi contabili internazionali.

## **1.2 Classificazione**

La classificazione di un bene intangibile prima di tutto distingue un bene intangibile acquisito, per il quale è stato corrisposto un prezzo, da un bene intangibile prodotto all'interno di un'impresa, mediante un processo alquanto lungo e difficilmente riproducibile. La classificazione dei beni intangibili è stabilita dalle disposizioni

normative, allo scopo di individuare correttamente la loro contabilizzazione, calcolare il relativo ammortamento nel caso possiedano una vita utile definita, e rettificare il loro valore mediante l'*impairment* annuale se sono beni a vita utile indefinita.

Con riguardo alla generalità degli intangibili, gli esperti distinguono gli intangibili di *marketing* da quelli legati alla tecnologia. La prima categoria, ossia quelli di *marketing*, è rappresentata da: nome e logo della società, denominazione dei marchi, insegne, grafica, *design*, idee pubblicitarie, garanzie sui prodotti e altre ancora. Mentre gli intangibili legati alla tecnologia includono il *know-how* produttivo, i segreti industriali, i brevetti, i progetti di ricerca e sviluppo ecc.

Ai fini delle valutazioni, è bene operare una classificazione per evitare il rischio di sovrapporre e duplicare i valori dei beni intangibili legati sia al marketing che alla tecnologia. Per fare ciò è necessario rispettare il criterio della dominanza, secondo il quale è opportuno collocare i beni intangibili nelle due macrocategorie a seconda della prevalenza di un ambito rispetto all'altro. Un ulteriore importante motivo per la classificazione dei beni intangibili è legato alla necessaria verifica da convalidare in merito alla capacità futura di generare risultati differenziali. Infatti, se l'impresa non è capace di raggiungere adeguati risultati positivi, non è ragionevole attribuire dei valori ai beni intangibili. Posto che la capacità di generare ricchezza rappresenta un concetto unitario attribuibile semmai alle singole unità generatrici di flussi di cassa, cosiddette *Business Unit*, la verifica sulla redditività non può che essere fatta che per classi o comunque raggruppamenti e non per singoli beni. Le limitazioni qui esposte non esprimono però:

- che, in caso di imprese con notevoli investimenti sia sul marketing che sulla tecnologia, non sia opportuno identificare per ciascuna classe dei beni intangibili, ad esempio valorizzando sia i marchi più legati al mercato e perciò al marketing, che i brevetti tecnologici;
- che, nell'ambito della stessa classe, non si possa valorizzare vari intangibili identificati fermo il rispetto della non sovrapposizione di valori;
- che, nell'ambito di una categoria di beni specifica, non si possa attribuire più valori autonomi, ad esempio riconoscendo i valori distinti di tre differenti marchi appartenenti alla stessa categoria.

### 1.2.1. Classificazione in base ai criteri dell'IASB<sup>4</sup>

<p><b>A. Intangibili legati al <i>marketing</i></b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Marchi</li><li>2. Domini di internet</li><li>3. Imballaggio commerciale</li><li>4. Testate giornalistiche</li><li>5. Accordi di “non concorrenza”</li></ol>
<p><b>B. Intangibili legati ai clienti</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Clientela</li><li>2. Portafoglio ordini</li><li>3. Relazioni contrattuali con clienti</li><li>4. Relazioni non contrattuali con clienti</li></ol>
<p><b>C. Intangibili legati all'arte</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Commedie, opere, balletti</li><li>2. Libri, riviste, quotidiani e altre opere letterarie</li><li>3. Lavori musicali, come composizioni, testi di canzoni e <i>jingles</i> pubblicitari</li><li>4. Immagini e fotografie</li><li>5. Materiali audiovisivi come disegni animati, video musicali e programmi televisivi</li></ol>
<p><b>D. Intangibili basati su contratti</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Accordi di licenze, <i>royalties</i></li><li>2. Contratti pubblicitari, di costruzione, di gestione, di servizio, di fornitura</li><li>3. Contratti d'affitto</li><li>4. Permessi di costruzione</li><li>5. Contratti di <i>franchising</i></li><li>6. Diritti di trasmissione</li><li>7. Diritti d'uso (aria, acqua, ecc)</li><li>8. Contratti di manutenzione e diritti derivanti da ipoteche</li><li>9. Contratti di mutuo</li></ol>
<p><b>E. Intangibili legati alla tecnologia</b></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Brevetti</li><li>2. Software</li><li>3. Tecnologia non brevettata</li><li>4. Banche dati</li><li>5. Segreti di produzione (formule, processi, ricette)</li></ol>

---

<sup>4</sup> International Accounting Standard Board

Lo schema qui sopra riportato riassume a titolo esemplificativo la proposta di classificazione da parte dello IASB, concernente gli intangibili acquisiti e non prodotti internamente. Uno spunto importante attiene all'utilità di considerare il riferimento degli intangibili o meglio di loro insiemi, con riguardo a specifiche aree d'affari, cosiddette *Business Units* o *Cash Generating Units*, piuttosto che all'intera impresa o all'intero gruppo. Questa ragione rappresenta una necessità ai fini organizzativi e non una regola di classificazione. Infatti, come risaputo, l'area d'affari non sempre corrisponde ad un'entità legale. In maniera analoga l'esistenza contemporanea di più intangibili dello stesso tipo non costituisce una difficoltà di classificazione. Tanto è che possono coesistere più brevetti e più marchi se il loro autonomo apprezzamento è significativo e non portano con essi grandi problemi di misurazione. Questa considerazione vale sia per gli intangibili acquisiti che per quelli prodotti internamente.

### 1.2.2. Classificazione in base ai criteri dell'OIC

Nel contesto italiano le disposizioni contenute nel Codice civile circa la redazione del bilancio d'esercizio rappresentano il punto di partenza indispensabile per l'iscrizione in bilancio delle immobilizzazioni immateriali. Tali norme civilistiche non sono però particolarmente dettagliate; a questa mancanza sopperiscono le disposizioni emanate dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) le quali dettano le linee guida alle società che non applicano i principi contabili internazionali IAS-IFRS. Con riguardo alle immobilizzazioni immateriali, l'OIC ha prodotto il documento n° 24<sup>5</sup> revisionato ed emanato in forma definitiva nel gennaio 2015. La finalità del documento cerca di adeguarsi all'ormai prevalente orientamento contabile proposto dagli standard internazionali, disciplinando i criteri per la rilevazione, classificazione nonché per la valutazione delle immobilizzazioni immateriali. Le immobilizzazioni immateriali vengono definite quali asset normalmente caratterizzati dalla mancanza di tangibilità. Queste risorse sono costituite da costi che non esauriscono la loro utilità in un singolo esercizio ma portano con loro stessi, dei benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi. Secondo la linea guida contabile nazionale, le immobilizzazioni immateriali comprendono:

---

<sup>5</sup> OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali* – Fondazione OIC

- oneri pluriennali: sono costi la cui utilità non si esaurisce nel singolo esercizio in cui vengono sostenuti, e presentano generalmente caratteristiche diverse dall'avviamento e dagli beni immateriali in quanto difficilmente determinabili. Gli oneri pluriennali ricomprendono ad esempio i costi di impianto, i costi di ampliamento e i costi di sviluppo;
- beni immateriali: sono identificabili individualmente e di regola rappresentano diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno, concessioni, licenze, marchi e diritti simili, tutti giuridicamente tutelati e in virtù di tali diritti, l'impresa possiede il potere esclusivo di trarne, per un lasso di tempo definito, i benefici futuri attesi. La caratteristica tipica di questi beni è che sono suscettibili di valutazione e qualificazione autonoma;
- avviamento: rappresenta la capacità di un'azienda di generare utili che derivino o da componenti specifici che, nonostante concorrano in modo positivo alla creazione del reddito e si siano formati nel tempo in modo oneroso, non possiedono un valore autonomo, oppure da aumenti di valore garantiti e derivanti dal valore complessivo dei beni aziendali rispetto alla somma dei valori dei beni presi singolarmente, grazie al fatto che tali beni sono organizzati in un sistema efficiente. L'avviamento può essere generato attraverso due vie, ossia internamente, oppure può essere acquisito a titolo oneroso mediante l'acquisizione di un'azienda o di un ramo d'azienda. Per poter essere iscritto in bilancio, l'avviamento deve essere stato "pagato"; pertanto, assume rilevanza solamente l'avviamento acquisito esternamente e non generato internamente. Tale valore rappresenterà unicamente la parte di corrispettivo riconosciuta a titolo oneroso, non riconducibile ai singoli elementi patrimoniali acquisiti di un'azienda quanto piuttosto la parte attribuibile al suo valore intrinseco, che genericamente può essere giustificato da motivazioni, quali: il miglioramento del posizionamento dell'impresa sul mercato, l'extra reddito generato da prodotti innovativi o di ampia richiesta, la creazione di valore attraverso sinergie produttive o commerciali, ecc. ;
- immobilizzazioni immateriali in corso: rappresentano spese interne ed esterne sostenute per la realizzazione di un bene intangibile per il quale non sia ancora stata ottenuta la piena titolarità del diritto, ad esempio, nel caso di marchi o brevetti oppure riguardanti progetti non ancora portati a termine nel caso di costi di ricerca e sviluppo.

I costi interni ed esterni sostenuti in generale sono rappresentati dai costi di lavoro, materiali e consulenza specificamente utilizzati a tal scopo;

- acconti: sono degli importi corrisposti ai fornitori per l'acquisizione di una o più immobilizzazioni immateriali prima che si siano riscontrati i requisiti e le condizioni per la loro rilevazione in bilancio.

Questi beni immateriali qui sopra elencati, vanno rilevati considerando il valore netto contabile, ossia il valore al quale l'onere pluriennale, il bene immateriale o l'avviamento è iscritto in bilancio al netto di ammortamenti e svalutazioni dell'esercizio e di esercizi precedenti.

Oltre alla classificazione proposta dai principi contabili nazionali è bene identificare anche quale che sia i benefici economici degli intangibili. I benefici economici generabili nel futuro e derivanti da un'immobilizzazione immateriale possono comprendere i ricavi conseguiti dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo o altri benefici derivanti dall'utilizzo dell'attività immateriale da parte dell'entità che la possiede. Lo stesso principio contabile afferma che i beni immateriali sono beni non monetari, individualmente identificabili, privi di consistenza fisica e sono, di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati. Un bene immateriale è individualmente identificabile quando:

- a) è separabile, ossia può essere separato o scorporato dalla società e pertanto può essere venduto, trasferito, dato in licenza o in affitto, scambiato; oppure
- b) deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dalla società o da altri diritti e obbligazioni.

L'art. 2424-bis, comma 1, c.c. precisa in aggiunta che "gli elementi patrimoniali destinati a essere utilizzati durevolmente devono essere iscritti tra le immobilizzazioni". La destinazione ad un cosiddetto utilizzo durevole determina perciò il requisito fondamentale affinché un bene intangibile venga rilevato e ricompreso nelle immobilizzazioni immateriali.

Rispetto a quanto previsto prima della pubblicazione della più recente versione dell'OIC n. 24, il nuovo documento è finalizzato verso una progressiva eliminazione delle principali differenze che si riscontravano con l'analogo principio internazionale (IAS 38), così come

adottato dal regolamento (UE) n. 2236/2004 del 29 dicembre 2004. Tuttavia, permangono delle importanti differenze rispetto allo IAS 38, in particolare modo per quanto riguarda i beni intangibili generati internamente, con riferimento ai quali il documento OIC n. 24 non ne preclude in determinati casi l'iscrizione in bilancio. Per quanto attiene ai marchi, ad esempio, il documento OIC n. 24 attesta espressamente la possibilità di capitalizzare tra le immobilizzazioni immateriali i marchi generati internamente, come previsto anche per altre categorie di beni immateriali. Quest'assunzione genera una netta differenza rispetto all'impostazione seguita dallo IAS 38, per la quale possono essere oggetto di iscrizione in bilancio solamente i marchi acquisiti, per i quali cioè l'azienda abbia pagato un prezzo, escludendo i segni distintivi generati internamente.

### **1.3 Vita utile**

Una delle peculiarità dei beni immateriali è la loro vita utile, ossia il periodo nel quale si prospetta che tali beni cederanno utilità e quindi l'impresa che li detiene ne potrà godere. Infatti, i beni intangibili possono distinguersi a seconda che sia prospettata loro una vita utile definita, e quindi un numero di annualità congruo e determinato, oppure, in determinati casi, una vita utile indefinita del quale non si conosce un numero di anni definito ma si ritiene dureranno per molto tempo. Secondo quanto contenuto nel già richiamato documento OIC n.24 "per i beni immateriali non è esplicitato un limite temporale; tuttavia, non è consentito l'allungamento del periodo di ammortamento oltre il limite legale o contrattuale" ossia, nel caso di un marchio regolarmente registrato e depositato, la scadenza prevista nell'atto di registrazione. Se i diritti contrattuali o altri diritti legali sono concessi per un periodo limitato che può essere rinnovato, la vita utile dell'attività immateriale dovrà includere il periodo, o i periodi, di rinnovo soltanto qualora vi sia evidenza certa a sostegno del rinnovo da parte dell'impresa, senza costi significativi. Parallelamente i principi contabili internazionali, nello IAS 38, prevedono che un'impresa deve accertare se la vita utile di un bene immateriale è definita o indefinita. Un'attività immateriale va considerata a vita utile indefinita nel caso in cui, sulla base di un'analisi dei fattori rilevanti, non vi è un limite prevedibile all'esercizio fino al quale si prevede che l'attività generi un'utilità per l'entità.

La distinzione tra beni a vita utile definita e beni a vita utile indefinita è fondamentale, perché su tale informazione si basa la contabilizzazione di un'attività immateriale.

Un'attività immateriale a vita utile definita va ammortizzata lungo tutta la durata di vita utile, mentre un'attività immateriale con una vita utile indefinita non è ammortizzata ma è soggetta a una verifica periodica di valore, ossia il cosiddetto *impairment test*. Nella determinazione della vita utile vengono presi in considerazione molteplici fattori, inclusi:

- a) l'utilizzo atteso del bene da parte dell'impresa e l'effettiva possibilità che il bene possa eventualmente essere gestito in maniera efficace anche da un'altra entità diversa dall'impresa;
- b) i cicli di vita produttiva tipici del bene e le informazioni pubbliche sulle stime delle vite utili di beni ritenuti comparabili in quanto utilizzati in modo simile;
- c) l'obsolescenza tecnica, tecnologica, commerciale o di altro tipo;
- d) la stabilità del settore economico in cui opera l'impresa detentrica e i cambiamenti di domanda nel mercato dei prodotti o servizi originati dal bene;
- e) le azioni che si suppone potranno essere introdotte dai concorrenti effettivi o potenziali;
- f) il livello delle spese di "manutenzione" e "mantenimento" necessarie al bene per poter ottenere i benefici economici futuri prospettati, nonché la capacità e l'intenzione dell'impresa di sostenere tale livello;
- g) il periodo di controllo sul bene e i limiti legali o simili all'utilizzo del bene; e
- h) se la vita utile del bene dipenda dalla vita utile di altre attività dell'impresa.

Un'ulteriore precisazione va fatta sul termine «indefinito», in quanto questo non significa che la vita utile indefinita sia "infinita" ma anzi si prospetta molto lunga, tanto da non essere ragionevole limitarne l'ampiezza temporale. L'incertezza giustifica la stima della vita utile di un bene intangibile secondo criteri prudenziali, ma non giustifica la scelta di una vita che sia irrealisticamente breve. La vita utile di un bene immateriale dipende in gran parte dal livello delle spese di manutenzione future richieste per mantenere il bene al livello di rendimento stimato al momento della valutazione sulla vita utile, nonché dalla capacità e dall'intento dell'impresa di raggiungere tale livello. La vita utile di un'attività immateriale però, se indefinita, non dovrebbe dipendere dal rischio che le spese future pianificate possano eccedere quanto richiesto per mantenere l'attività a tale livello di rendimento; tuttavia, nella valutazione va comunque tenuto conto di questo possibile rischio. È naturale data l'esperienza passata di rapidi cambiamenti tecnologici, che i software e molte altre attività immateriali siano soggetti ad obsolescenza tecnologica.



Perciò, accade spesso che nelle loro valutazioni la vita utile sia considerata definita e breve. Una possibile indicazione ai fini dell'individuazione della corretta vita utile può essere data dall'andamento atteso di prezzo previsto relativamente ad un prodotto ottenuto e correlato ad un bene immateriale; se si prospettassero delle forti riduzioni future nel prezzo potrebbero essere indice di un'aspettativa di obsolescenza tecnologica o commerciale del bene immateriale, il quale, a sua volta, potrebbe riflettere una riduzione dei benefici economici futuri generati dal bene stesso.

I fattori che influenzano la durata della vita utile sono sì legali, ma anche economici. I fattori economici definiscono il periodo futuro in cui l'entità sarà capace di ottenere e trarre dei benefici economici dal bene. I fattori legali invece, possono porre un limite al periodo nel corso del quale l'entità controlla l'accesso a tali benefici. Per questo motivo il valutatore individua e stima la vita utile del bene conciliando questi due tipi di fattori, in particolar modo deve tener conto del possibile rinnovo dei diritti contrattuali o altri diritti legali a condizione che tale operazione comporti dei costi sostenibili per l'impresa, altrimenti non sarebbe ragionevole e congruo stimare una vita utile maggiore della durata legale o contrattuale dei diritti sul bene. Sostanzialmente il valutatore considera se:

- a) vi è evidenza, possibilmente basata su esperienze passate, che i diritti contrattuali o altri diritti legali saranno rinnovati. Se il rinnovo è subordinato all'approvazione di una terza parte, in questa eventualità, si valuta se vi è una ragionevole certezza che la terza parte darà il proprio benessere;
- b) vi è certezza che qualsiasi condizione necessaria per ottenere un rinnovo sarà soddisfatta; e
- c) il costo che l'entità deve sostenere per il rinnovo non è significativo in rapporto ai benefici economici futuri attesi che affluiranno all'entità dal rinnovo.

Se il costo del rinnovo è significativo in rapporto ai benefici economici futuri attesi che affluiranno all'entità dal rinnovo, il costo del «rinnovo» rappresenta, in sostanza, il costo per acquisire una nuova attività immateriale alla data del rinnovo.

#### **1.4 Finalità economiche dei beni immateriali**

Come già rimarcato più sopra, la misurazione del valore degli intangibili si è gradualmente affermata negli ultimi decenni, sollecitata da una serie di esigenze

economiche. Si possono oggi riconoscere quattro essenziali finalità per la stima dei valori dei beni intangibili:

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

#### Le misure di performance economica

La prima finalità si collega alla sentita esigenza di integrare i risultati contabili periodici considerando la variazione nel tempo dello *stock* di beni intangibili. Questa variazione è stata apprezzata anche dallo studio “Il differenziale fantasma”<sup>6</sup> nel quale veniva messo in evidenza che il risultato economico di periodo è composto teoricamente da due componenti:

- la variazione del capitale netto contabile, che esprime per universale convenzione la misura del reddito periodico;
- la variazione di valore dei beni immateriali.

Questa seconda componente, la quale sfugge alla rilevazione contabile, assume spesso un peso apprezzabile rispetto alla prima, e comunque un peso che appare negli ultimi anni in costante crescita.

Si considera ad esempio il caso di aziende che riducono o addirittura annullano la spesa in pubblicità, o che contengono in maniera considerevole le spese di ricerca: nel breve esse possono conseguire dei miglioramenti sensibili in termini di risultati economici, ma nel lungo periodo ciò non può che tradursi nella perdita del vantaggio competitivo, e conseguentemente in una perdita della capacità di reddito e una diminuzione del valore dell'impresa. Non mancano gli esempi di imprese che hanno sottovalutato questa perdita di vantaggio competitivo e per anni hanno nascosto all'esterno i risultati fortemente negativi fino ad arrivare ad inevitabile fallimento.

In merito alla rilevazione del cosiddetto “differenziale fantasma” rappresentato dagli intangibili, vi sono prima di tutto dei preconcetti e comportamenti secolari da “abbattere”:

---

<sup>6</sup> L. Guatri, “Il differenziale fantasma”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n.1, 1989

nella storia della civiltà industriale e preindustriale i beni, per loro definizione sono ricollegati ad un'idea di materialità e di rappresentazione fisica e concreta. Ai tempi moderni invece, si dà maggiore enfasi ad un'altra rappresentazione, ossia la capacità di generare redditi, con riguardo ai sistematici "differimenti" o "anticipazioni" di utili da un anno all'altro.

Se i costi dei beni intangibili si sostengono in via anticipata di alcuni anni rispetto ai ricavi che essi generano, la loro mancata iscrizione nei bilanci è originata da due fenomeni:

- se si investe più di quanto gli intangibili deperiscano, si crea "valore intangibile" assicurando degli utili agli anni futuri;
- se, invece, si investe meno di quanto gli intangibili deperiscano, si distrugge "valore intangibile", perdendo via via capacità di attrarre redditi.

Solamente nel caso in cui gli investimenti in beni intangibili avvengano con una sequenza temporale ordinata e siano supportati dei costi per la loro "manutenzione" in maniera costante, si otterrà una regolare ricostituzione della "dotazione di intangibili". In questa ipotesi il reddito contabile coincide con il risultato economico altrimenti se gli investimenti avvengono saltuariamente e in forma disordinata, si avranno degli accumuli e decumuli della dotazione di intangibili e il risultato contabile perderà di significato.

La spinta progressiva della dinamica competitiva ha infatti generato in capo alle aziende la necessità continua di trasferire risorse intangibili nel tempo, e così facendo non solo si è ridotto, come già anticipato, il contenuto informativo dell'utile contabile, ma tutt'al più si rende instabile la relazione fra utile contabile e il "vero" risultato economico.

La grave mancanza in merito alla stima dei risultati economici delle imprese è stata evidenziata negli ultimi anni da vari autori, sul piano accademico e professionale. Baruch Lev, noto professore di contabilità e finanza alla *University Stern School of Business* di New York, ha evidenziato nel libro "*Intangibles*"<sup>7</sup> alcune verità che sono state per lungo tempo trascurate. Egli rimarca la continua crescita negli ultimi anni degli investimenti in beni immateriali, quale segno distintivo delle economie sviluppate, fenomeno che ha avviato cambiamenti significativi nei modelli di business, nelle strategie e nelle prestazioni delle imprese commerciali. Gli standard di contabilità, tuttavia, nel complesso, sono ignari di questo sviluppo mondiale. Lo stesso professor Lev mette in luce l'impellente necessità di

---

<sup>7</sup> "*Intangibles*" - Baruch Lev - New York University - Stern School of Business, 2018

modificare le regole contabili internazionali per i beni immateriali. Il fatto che la maggior parte delle risorse strategiche e di creazione di valore delle imprese commerciali, come brevetti o marchi generati e non pagati, siano attualmente spesi, e, pertanto, non rilevati come attività in bilancio, ai sensi dei principi contabili internazionali, comporta nella sostanza una sottovalutazione dei guadagni e delle attività delle imprese che investono in beni immateriali, e al contempo si sopravvalutano i guadagni e le attività delle imprese i quali beni immateriali sono in declino perché non sostenuti adeguatamente.

Inoltre, la fondamentale incoerenza tra il trattamento contabile dei beni immateriali generati internamente e quello dei beni immateriali acquisiti simili preclude un confronto significativo delle prestazioni di pari aziende con differenti strategie di innovazione (generazione interna vs. acquisizione). Se ciò non bastasse, anche la divulgazione delle spese immateriali nei rapporti finanziari è gravemente carente. Ad eccezione di R&S, tutte le altre spese immateriali sono generalmente aggregate all'interno di voci di spesa e non c'è modo, ad esempio, affinché gli investitori sappiano quanto ha speso l'azienda per la formazione dei dipendenti o IT, o se il valore del marchio viene sostenuto o lasciato atrofizzare. A meno che gli investitori non siano intraprendenti e riescano a riconoscerne il valore, nonostante le attuali distorsioni contabili, e adeguare ragionevolmente gli utili e i valori delle attività per la spesa di beni immateriali, attraverso fonti di informazione alternative, le attuali regole contabili internazionali risultano per il resto inadeguate alla rappresentazione dei "reali" utili economici, del valore degli asset immateriali aziendali e di conseguenza del valore complessivo aziendale.

Con riguardo alla trascuratezza la quale ha da sempre circondato l'informazione sugli intangibili si possono distinguere in primo luogo dei danni interni ed esterni:

- danni interni: la misura degli intangibili rappresenta uno strumento di guida per l'impresa stessa; si possono ottenere utili contabili anche distruggendo valore (e viceversa). Per assumere decisioni consapevoli sulla convenienza di investimenti in intangibili occorre misurare la dinamica dei loro valori. Le remunerazioni legate agli utili devono dipendere da risultati "veri", non da risultati parziali o convenzionali;
- danni pubblici: le carenze informative sugli intangibili possono ingannare i soggetti intenzionati ad investire nell'impresa, accentuando le asimmetrie informative e impedendo le comparazioni tra aziende. In questo modo si corre il rischio di alterare la concorrenza e distorcere le scelte nei mercati finanziari.

È innegabile che la sostanziale assenza di rappresentazione contabile degli intangibili riduce fortemente la qualità informativa prodotta dai bilanci delle società. Tale atteggiamento riguarda oggi gli intangibili prodotti internamente, il cui problema di misurazione è di difficile soluzione; e lo rimarrà fin tanto che non si saranno individuati criteri di stima razionali, almeno in parte standardizzati e di generale accettazione.

Non vi sono invece ragioni valide per opporsi alla contabilizzazione degli intangibili acquisiti per via esterne, sia che si tratti di un prezzo negoziato e pagato all'interno di specifiche transazioni ad oggetto beni specifici, sia che si tratti di un rapporto di cambio azionario negoziato all'interno di un'operazione straordinaria tra società quale una fusione, dove non c'è un prezzo pagato ma viene rappresentato dal rapporto di cambio azionario.

La rappresentazione contabile dei beni intangibili è interpretata da differenti studiosi come un processo di "democratizzazione" di informazioni rilevanti, che sono oggi di dominio esclusivo degli analisti e degli intermediari finanziari. L'inclusione informativa degli intangibili in bilancio non può che accrescere la competitività dei mercati dei capitali e sviluppare le capacità degli investitori di controllare e sorvegliare le attività dei manager: due intenti di sicura importanza economica e sociale. L'ottica da seguire preme sul fatto che il bilancio societario non è più soltanto uno strumento di protezione dei creditori, ma è un mezzo informativo rilevante per tutti gli *stakeholders*, ossia coloro che hanno interessi nell'impresa, tra i quali rientrano gli azionisti, la comunità finanziaria, i detentori di titoli di credito e di altri diritti, i lavoratori dipendenti, i fornitori, e così via.

Il risultato economico "vero" o "reale" che si contrappone al reddito convenzionale contabile può essere rappresentato dalla formula del REI (Risultato Economico Integrato):

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

Dove:

- **E** rappresenta il risultato contabile del periodo (normalizzato);
- **$\Delta BI$**  rappresenta la variazione di valore dei beni intangibili misurata nel periodo;
- **$\Delta PL$**  rappresenta la variazione di plusvalenze e minusvalenze non espresse in bilancio relativamente ad immobilizzazioni materiali, crediti e debiti nel periodo.

La misura del REI pone in evidenza la variazione dei valori di beni intangibili in un certo periodo, quantità che può essere valutata sia storicamente anno per anno (o comunque periodo per periodo), come pure proiettabile nel futuro, generalmente nel breve periodo. Tuttavia, tale formula si limita a considerare la variazione, ma non affronta i problemi legati alla misurazione della dinamica dell'intangibile specifico di anno in anno, problematiche che verranno esaminate nel proseguo del suddetto elaborato.

In ogni caso, sia l'analisi storica che la proiezione sulla variazione di beni intangibili sono fondamentali, data la risaputa e palese incompletezza dei redditi contabili. In questo senso l'integrazione proposta dal REI va vista anche come accorgimento che i risultati solo apparenti del passato, in quanto inficiati dalla distruzione di valore intangibile e dunque da fenomeni di *Earning Borrowing*<sup>8</sup>, non vadano senza l'adeguata prudenza proiettati nel futuro. Inoltre, il gonfiamento illusorio dei risultati non va trasfuso nelle attese reddituali, ma esso può seriamente porre le premesse di un reale e considerevole deterioramento delle capacità reddituali per il futuro.

#### Informativa integrativa nelle valutazioni di aziende

Nei processi di valutazione di aziende si adottano criteri e metodi dai quali si può derivare un valore complessivo unico oppure un valore frazionato analiticamente in più componenti, ad esempio scomponendo i valori analitici delle attività materiali, valore degli intangibili, passività, *goodwill* o *badwill*.

I criteri analitici fondati sui flussi di risultato attesi (reddituali e finanziari) generano un valore unico. Lo stesso accade nel caso di criteri basati sui multipli di società comparabili, e in generale, anche di transazioni comparabili. Questi criteri, però, presuppongono il fatto che le relative informazioni sono a disposizione del soggetto incaricato della valutazione ma questo non avviene in tutte le casistiche. Per quanto concerne i multipli è opportuno ricercare, mediante l'utilizzo di banche dati specializzate, dei *comparables*, ossia delle società comparabili, quotate su mercati regolamentati ed è possibile basarsi sui multipli riferibili a queste entità, solamente dopo aver verificato l'effettiva comparabilità con l'impresa oggetto di valutazione. Mentre le transazioni molto spesso non sono disponibili, in quanto costituiscono documenti ed informazioni private; in certi

---

<sup>8</sup> Il fenomeno di *Earning Borrowing* consiste nel prendere a prestito dei redditi futuri potenzialmente ottenibili e garantiti attraverso il bene intangibile, rinunciando al sostenimento dei suoi costi di mantenimento. In questo modo si migliorano i risultati riferiti al tempo presente, a scapito di quelli futuri.

casi talvolta possono anche essere disponibili ma si riferiscono a transazioni di aziende o di rami d'azienda avvenute in un momento temporale troppo distante, le cui informazioni risultano "obsolete" e non applicabili dalla data presente di valutazione.

Il valore unico può essere al netto o al lordo delle passività finanziarie a seconda che si una valutazione rispettivamente *equity side* oppure *asset side*; in quest'ultimo caso il valore unico è rappresentato dal cosiddetto *Enterprise Value* (EV), dal quale vanno poi sottratte le passività finanziarie per ottenere il capitale economico della azienda valutata.

Invece, i metodi assoluti cosiddetti "misti" (patrimoniali/reddiziali) e quelli "patrimoniali" sono invece tipici generatori di valori scomposti.

<b>Valore unico</b>			(1)
<b>Capitale netto contabile</b>	<b>Goodwill</b>		(2)
<b>Capitale netto contabile</b>	<b>Intangibili specifici</b>	<b>Goodwill</b>	(3)

Figura 5 – Valore unico e valori scomposti in presenza di aziende redditizie

<b>Valore unico</b>			(4)
<b>Capitale netto contabile</b>	<b>Badwill</b>		(5)
<b>Capitale netto contabile</b>	<b>Badwill</b>		(6)
		<b>Intangibili specifici</b>	

Figura 6 – Valore unico e valori scomposti nel caso di aziende non redditizie

Le Figure 5 e 6 rappresentano un'illustrazione semplificata rispettivamente di aziende redditizie, ossia di aziende con previsioni di rendimento maggiore rispetto al costo del capitale investito, e di aziende non redditizie cioè in perdita. Nel primo caso (1) si mette a confronto il valore unico, il quale deriva dalla maggior parte di criteri e metodi, con i valori scomposti la cui somma corrispondono al medesimo valore unico. I valori scomposti possono appunto presentare una distinzione (caso 3) tra avviamento (*goodwill*) e intangibili specifici, quando questi ultimi presentano il carattere della separabilità e della trasferibilità; quando invece non presentano queste caratteristiche

non possono essere distinti separatamente (caso 3) e rientrano nell'avviamento, detto *goodwill*. La Figura 6 illustra i casi di aziende non redditizie o in perdita, nelle quali il *goodwill* viene sostituito dal *badwill*; ciò significa che tali aziende non presentano un avviamento positivo ma bensì un avviamento negativo, il quale rappresenta un indice di scarsa redditività e, in certi casi, di segnale di croniche situazioni di perdita, sinonimo di deprezzamento e di depauperamento del complesso di beni aziendali.

Nel caso 4, il valore economico attribuito all'impresa risulta pari al capitale netto contabile, al netto del cosiddetto *badwill* che assorbe una parte di tale valore (caso 5). Seguendo lo schema nel caso 6 invece, il *badwill* assorbe sia la medesima quota di valore di capitale contabile, sia l'intero valore degli intangibili specifici. Lo schema cerca di evidenziare, prima di tutto per le aziende redditizie e quindi con avviamento positivo, quale che sia la necessità, nonché opportunità, specie quando si adotta nelle stime il criterio misto patrimoniale-reddituale, di quantificare in maniera separata il complesso di beni intangibili specifici, riducendo corrispondentemente la dimensione del *goodwill* apparente. Nei primi due casi a confronto si hanno, ovviamente, due nozioni di *goodwill*: un *goodwill* pieno e un *goodwill* ridotto (che esclude il valore degli intangibili specifici). In via analoga, nel caso di aziende non redditizie o in perdita, si hanno nei casi 5 e 6 due nozioni di *badwill*; un *badwill* pieno e un *badwill* ridotto, il quale già esclude i valori degli intangibili specifici. Negli ultimi anni, nella prassi valutativa, si è affermata sempre di più la valutazione separata dell'avviamento, dai beni intangibili specifici, in primo luogo nelle aziende il cui peso dell'intangibile specifico è rilevante, ma poi è divenuta una regola quasi generale. Solamente quando la redditività attesa si approssima al costo del capitale, la distinzione e separazione dell'intangibile e del suo valore ha poco significato, in quanto quest'ultimo diventa nel complesso trascurabile.

La diffusa separazione tra *goodwill* e intangibili specifici è giustificata da alcune importanti e distinte motivazioni. Nella prospettiva di un potenziamento del processo valutativo, la separazione dei valori è utile per rendere tale processo più attendibile e dimostrabile nei risultati. È indubbiamente più agevole esporre ed attribuire dei valori di alcuni noti marchi o di brevetti importanti, piuttosto che un enorme e generico *goodwill*. In termini tecnici, l'informazione sugli intangibili specifici costituisce un considerevole supporto per numerosi metodi di valutazione, non solo per i metodi misti patrimoniali-reddituali, con i quali la relazione è chiara. Ad esempio, sul piano dell'informazione



patrimoniale, attribuendo un valore ai beni intangibili specifici si può definire in maniera più corretta sia la misura del capitale investito netto (metodo misto patrimoniale-reddituale), che il numeratore utilizzato nei multipli di mercato (*Enterprise Value, Price*) dando la possibilità di operare un loro “aggiustamento” (multipli *adjusted*). Quale che sia nella sostanza il metodo applicato, il giudizio sulla valutazione si avvale, attraverso la base informativa e l’analisi fondamentale, di tali conoscenze. L’informazione sugli intangibili specifici può essere ancor più rilevante sotto il profilo economico, considerando la variazione annuale (e periodica) del valore dei beni intangibili. Operando questa integrazione informativa è possibile dare maggior sostegno ai giudizi sia nelle valutazioni assolute (metodi reddituali, metodi misti) che in quelle relative, avvicinando le *performance* contabili a quelle economiche.

#### Gli Intangibili nei nuovi principi contabili per la formazione del bilancio

Un’ulteriore motivazione, a supporto della identificazione dei valori dei beni intangibili, riguarda la scomposizione del “valore unico” in un insieme di valori necessari allo scopo della rilevazione contabile e della formazione del bilancio. La misura degli intangibili specifici per la formazione del bilancio si connette più specificatamente a due scopi:

- l’allocazione del prezzo, ai fini contabili, attestato e sopportato in sede di acquisizione o di incorporazione di un’azienda alle varie *Business Units* e alle varie classi di attività, tale pratica è nota come *purchase price allocation*;
- l’*impairment test*, cioè la verifica periodica annuale del valore del *goodwill* e degli intangibili specifici a vita utile indefinita, al fine di accertarne il valore ed eventualmente ridurlo a livello contabile.

La prima fattispecie legata all’allocazione del prezzo di acquisizione si connette all’obbligo di contabilizzare le acquisizioni di aziende, le operazioni di fusione, le scissioni e le altre operazioni straordinarie con il cosiddetto *purchase method*. A questo scopo, prendendo come base il prezzo stabilito in sede di contrattazione, e quindi il costo totale dell’acquisizione, si rende fondamentale un processo di allocazione, che deve indicare alla contabilità in maniera separata tutti i valori analitici trasferiti a seguito dell’operazione, necessari ai fini del controllo e del bilancio. L’attribuzione, interessando dunque tutte le attività materiali, i crediti, i debiti, e, in generale, tutte le consuete poste contabili, riguarda anche l’intangibile specifico. L’imputazione avviene su due livelli:

1. prima di tutto, fra *goodwill* e intangibili specifici, ripartiti per classi. La suddivisione è motivata anche dall'intento di distinguere gli intangibili a durata indeterminata, tra i quali rientra il *goodwill*, da quelli a durata definita. Mentre i primi sono soggetti alla verifica annuale di valore, cioè l'*impairment test*, per i secondi la verifica di valore può essere necessaria solo in casi straordinari;
2. di seguito la suddivisione riguarda le aree d'affari omogenee (*Business Units*), e ciò è rilevante quando la misurazione del valore degli intangibili specifici e del *goodwill* è chiesta dalle normative con riferimento a questi ambiti più ristretti. In tal senso, è classico il caso dei gruppi di imprese o delle aziende *multi-business*, ossia caratterizzate da aree d'affari distinte ed eterogenee.

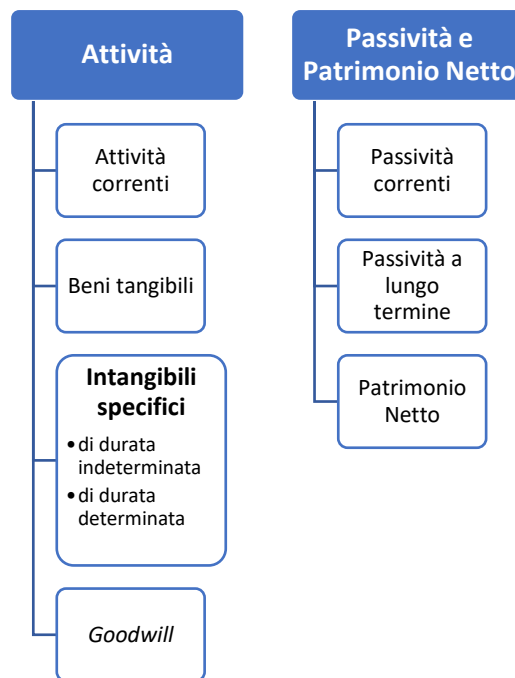


Figura 7 – Allocazione del prezzo di acquisizione

Per quanto concerne il goodwill e gli intangibili specifici, la cui vita utile non è definibile e quindi viene assunta come “indeterminata”, questa tipologia di beni non sono soggetti alla procedura contabile dell’ammortamento, “sistematica” al fine di attribuire una percentuale del loro valore ogni anno, rappresentativa dell’utilità ceduta in quell’arco di tempo. La loro valutazione annuale in bilancio è comunque soggetta al richiamato

*impairment test*, procedura che interviene in sostituzione del classico ammortamento “sistemico” con un ammortamento cosiddetto “economico”, il quale rifletta la reale dinamica del valore corrispondente alla riduzione intervenuta nel valore corrente. A differenza delle riduzioni di valore che si contabilizzano senza dubbio se emerse, a livello internazionale gli aumenti di valore intervenuti non si contabilizzano, salvo che per nuove acquisizioni. Tale finalità di misurazione, come le altre, incorre nelle difficoltà e nei problemi legati alla misura degli intangibili: misure che, più che mai, devono essere condotte secondo criteri razionali, affidabili, coerenti e dimostrabili. Questi vincoli sono essenziali e necessari data la circostanza che le stime di *impairment* influenzano per via diretta i risultati contabili delle imprese e dei gruppi di imprese, modificano gli indicatori tipici di rendimento, incidono sui confronti dei multipli fondamentali e, di conseguenza, influenzano i giudizi degli esperti e degli investitori, attuali e potenziali. Le scelte di *impairment* rappresentano la maggiore sfida che, in linea con le esigenze dei tempi, si pone alla misurazione del *goodwill* e degli intangibili specifici, quale rimpiazzo del “sistemico” processo di ammortamento, il quale elude qualsiasi logica economica, poiché è una pura convenzione, in modo da chiarire accertare i risultati reali, a seconda che siano aziendali, di gruppo o di aree d'affari.

*“Non si deve mescolare la speculazione con la conoscenza.”*

- Penman S.H., *Value and Prices of Intangible Assets: An American Point of View*

Il criterio dell'affidabilità può essere meglio riassunto dalla citazione del professor Penman; infatti, la stima dei valori aziendali nonché degli intangibili presuppone, principalmente, l'approfondita conoscenza dell'analisi fondamentale e delle tecniche di valutazione da applicare sia con riguardo all'impresa che agli intangibili specifici. Un'analisi fondamentale accurata e completa deve dunque costituire il cardine di ogni valutazione del *goodwill* e degli intangibili specifici.

### Informazione volontaria

Nonostante la maggior parte delle finalità relative alla valutazione dei beni intangibili riguardi la rappresentazione in bilancio, una parte dell'informazione riguardante gli intangibili può anche essere espressa al di fuori della contabilità e del bilancio e, in generale, al di fuori di norme e di regole codificate: si tratta della cosiddetta informazione volontaria). Nel corso degli anni sono state suggerite varie proposte in tal senso,

basandosi sull'idea che le imprese, senza l'impegno, i problemi e i rischi della contabilizzazione, avrebbero affrontato con maggior determinazione il problema della misurazione degli intangibili e del loro deperimento. Dall'inizio degli anni Novanta si è diffusa sempre di più una "nuova" idea dell'informazione societaria, la cosiddetta "nuova architettura". Tale proposta si è contrapposta all'architettura tradizionale, consolidata e standardizzata, dell'informazione societaria, basata semplicemente sulla contabilità. In questo modo viene garantita un'informazione più ampia delle aziende, non solo legata ai risultati conseguiti in termini di "numeri", ma si affiancano ulteriori forme di misura della performance periodica. Forme che assumono varie denominazioni, che nascono e talvolta svaniscono rapidamente, riguardando sia aspetti finanziari sia altri aspetti.

Un noto esempio è il modello "*Value reporting*" di Wright e Keegan (1997) il quale propone di monitorare il grado di soddisfazione degli stakeholders della società, quali azionisti, clienti, fornitori, lavoratori, autorità pubbliche ecc., mediante una rete di indicatori finanziari e non finanziari. Il modello si articola in cinque aree:

- *Financial Measurement Categories*, nelle quali sono ricompresi indicatori di tipo economico-finanziario volti a monitorare il valore complessivamente generato. I *driver* finanziari di valore sono apprezzati mediante misurazioni del valore quali *Economic Profit*, la *Corporate Value Analysis* basata sulla comparazione tra i flussi di cassa attualizzati e la capitalizzazione di mercato, altre misure come *Cash Flow Return on Investment*, *Total Shareholder Return*;
- *Customer Value* che include indicatori di tipo finanziario e non finanziario diretti ad analizzare la dimensione delle relazioni con i clienti. Tra gli indicatori proposti emergono la *customer satisfaction*, la quota di mercato e la difettosità dei prodotti;
- *People Value*, che comprende indicatori volti a studiare la dimensione delle relazioni con le persone che lavorano o collaborano all'interno dell'impresa. Tra gli indicatori più rilevanti risultano *employee survey index*, *intellect index*, la *resources and cultural balance*;
- *Growth and Innovation Prospective*, la quale menziona misure finalizzate ad indagare la crescita e l'innovazione che vengono analizzate con particolare riferimento alle spese destinate alla ricerca e sviluppo, ai nuovi prodotti o al potere del marchio;

- *Process Value*, volto a ricercare ed approfondire l'efficienza e l'efficacia di processo, mediante l'analisi di alcuni indicatori quali il costo di processo per transazione di vendita, il *time to market* oppure il grado di *outsourcing*.

Questa fattispecie di proposta ha avuto un notevole successo applicativo, secondo cui il processo informativo della società nei confronti dell'ambiente esterno può, per esempio, fornire un mix di notizie e informazioni utili, rivolte ad integrare le informazioni che la contabilità non riesce ad evidenziare, quali lo sviluppo dei prodotti, la quota di mercato detenuta dalle maggiori linee di prodotti o di business, i valori degli intangibili, le indagini di mercato condotte per valutare la *customer satisfaction*, e così via. Il tema è in ogni caso, la ricerca di un ragionevole equilibrio tra la rilevanza della comunicazione e l'affidabilità dell'informazione.

Un altro contributo rilevante è dato dalla "*Value Chain Scoreboard*" portata avanti dall'economista Baruch Lev, con lo scopo di offrire un sistema esaustivo ed efficace di informazione, incentrato sulle risorse intangibili e in grado di risaltare le capacità e le *performance* delle aziende. Con questo approccio si intende fornire in via anticipata indicazioni sui fenomeni in evoluzione, in modo da permettere ai manager, i cosiddetti *decision maker*, di individuare i *driver* specifici in grado di valutare ad ampie vedute le *performance* dell'impresa. Il modello del proposto dal professor Lev cerca di sopperire ai tradizionali sistemi contabili, i quali non sono capaci di trasmettere queste indicazioni; in questo senso la "*Value Chain Scoreboard*" racchiude un agglomerato di indicatori posizionati all'interno di un modello concettuale basato sulla catena del valore.

L'ispirazione alla catena del valore è motivata dal fatto che lo stesso Lev la riteneva quale il processo economico di innovazione, essenziale per la sopravvivenza e la riuscita del *business*, che ha inizio con la scoperta di nuove idee innovative. Tali idee e scoperte successivamente attraversano la fase di sviluppo e industrializzazione a dimostrazione della loro fattibilità tecnologica, fino ad arrivare alla commercializzazione dei nuovi prodotti e servizi, o alla implementazione di un nuovo processo legato al *business*.

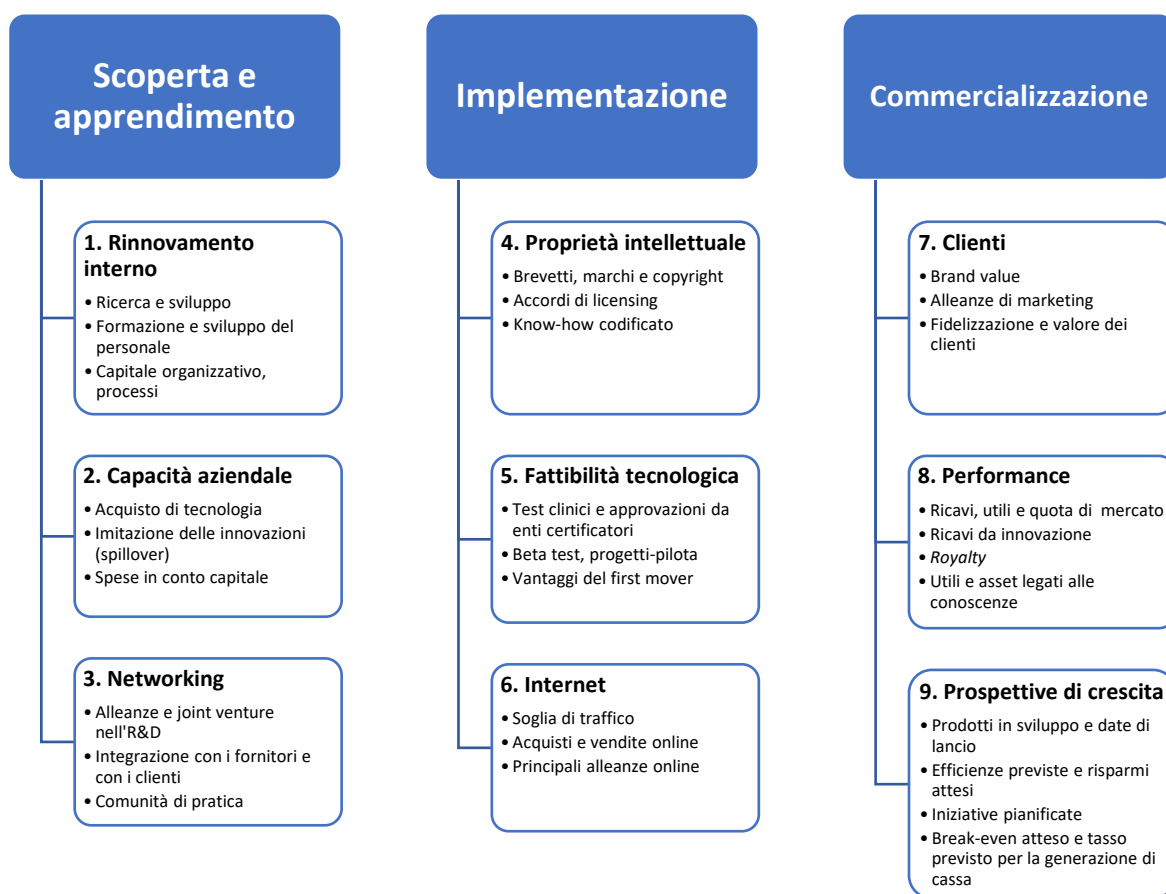


Figura 8 – Value Chain Scoreboard

La “Value Chain Scoreboard” si articola su tre fasi della catena di valore ciascuna contenente una serie di informazioni. Queste fasi riguardano.

- la fase della scoperta e dell’apprendimento;
- la fase dell’implementazione;
- la fase della commercializzazione.

La fase della scoperta e dell’apprendimento è data dall’insieme delle seguenti dimensioni:

- Rinnovo interno: si fa cenno a tutte quelle attività aziendali interne generatrici e promotrici di idee innovative per nuovi prodotti, servizi o processi. Questo tipo di informazioni comunicano l’ammontare dettagliato degli investimenti nella ricerca e sviluppo, ad esempio, con l’obiettivo di realizzare

nuovi prodotti, o per migliorare i prodotti già esistenti oppure per incrementare l'efficienza dei processi produttivi;

- Capacità acquisite: le recenti tendenze hanno dimostrato che gli investimenti interni in ricerca e sviluppo vengono molto spesso sottovalutati o comunque a questi viene preferita l'acquisizione di conoscenze per vie esterne, anche attraverso delle semplici imitazioni e repliche dei prodotti e processi dei principali concorrenti;
- Networking: costituisce la terza fonte di nuove conoscenze e di nuove idee, grazie alle collaborazioni e alle alleanze finalizzate alla ricerca o all'integrazione di fornitori e clienti.

La seconda fase consiste nell'implementazione delle idee, nella quale si apprezza:

- Proprietà intellettuale: è composta dagli *asset* intangibili protetti legalmente, e quindi principalmente brevetti e marchi. La presenza di brevetti o di marchi rappresenta un segnale del fatto che un certo prodotto, servizio o processo, può avere un futuro nel mercato. Molte ricerche, infatti, definiscono i beni immateriali quali importanti *driver* di valore ed utili indicatori delle qualità dell'attività di ricerca delle imprese, in grado di migliorare ed incrementare il valore di mercato delle imprese stesse;
- Fattibilità tecnologica: rappresenta un passaggio essenziale da prendere in considerazione al fine di ideare e progettare nuovi prodotti, servizi o processi che possano essere introdurre sul mercato. Gli esempi più evidenti sono dati dai test clinici del settore farmaceutico e dalle approvazioni da parte di enti certificatori;
- Internet: l'utilizzo della rete offre notevoli possibilità di diffusione delle idee innovative presso il pubblico di riferimento misurando al contempo l'interesse da parte dei clienti o dei visitatori verso prodotti, servizi o processi dell'impresa in modo da prevedere e stimare l'efficacia e le potenzialità di un'innovazione.

Nella terza e ultima fase vi è la commercializzazione dove si pongono i più complessi problemi valutativi legati a:

- Clienti: sono la variabile chiave della commercializzazione;
- Performance: si riferiscono alle valutazioni sulle prestazioni aziendali focalizzate però sul valore aggiunto conferito dagli *asset* legati alla conoscenza; una delle

misure comuni in questo senso è rappresentata dall'indice denominato *innovation revenues*, il quale quantifica la quota di ricavi registrata grazie all'introduzione sul mercato di prodotti recenti, tenendo conto un arco temporale di circa tre-cinque anni dal primo lancio. Tale indice delinea un'importante dimensione delle capacità innovative dell'azienda, ovvero della sua abilità di captare le esigenze emergenti del mercato e dei consumatori, riuscendo a rispondere in breve tempo con nuovi prodotti sul mercato;

- Prospettive di crescita: questa componente è la sola variabile del modello introdotto dal professor Lev che prevede l'utilizzo di informazioni previsionali e non basandosi su dati consuntivi.

La "*Value Chain Scoreboard*" può essere utilizzata sia per finalità interne all'impresa che per la comunicazione esterna. Gli indicatori del modello devono, però, soddisfare tre criteri:

1. devono essere quantitativi, mettendo in secondo piano gli eventuali aspetti qualitativi riportati come documento integrativo;
2. devono essere standardizzati o facilmente standardizzabili, nel senso che devono consentire un confronto tra imprese differenti allo scopo di valutazione e di *benchmarking*;
3. devono essere confermati dall'evidenza empirica divenendo realmente degli utili indicatori per coloro che si prestano ad utilizzarli, stabilendo un'associazione statistica significativa tra i tradizionali indicatori di performance chiave e gli indicatori del capitale intangibile.

Non essendo plausibile cogliere degli indicatori che risultino adeguati a tutte le realtà aziendali e a tutti i modelli di *business*, il modello di Lev rappresenta comunque uno strumento piuttosto "trasversale", in grado di indicare dei *driver* di valore ampiamente validi. Tuttavia, la proposta non è esente da alcuni punti di debolezza, ad esempio l'ordinaria soggettività nell'assegnazione di alcuni indicatori in uno specifico ambito, piuttosto che in un altro oppure la mancanza di principi generali che facilitino la comprensione dei risultati da parte dell'utilizzatore di queste informazioni.

L'informazione volontaria è motivata in buona parte anche dall'esigenza delle realtà aziendali di comunicare dati e valori riguardanti anche gli intangibili specifici prodotti



internamente, oltre a quelli acquisiti che risultano da prezzi di mercato. In questo senso assume notevole rilevanza la possibilità, a livello nazionale, di beneficiare delle norme di rivalutazione dei beni d'impresa, nei quali rientrano anche i beni immateriali. In questo modo è avverabile un'integrazione delle informazioni contabili, mediante un aggiornamento di valore, in casi di beni immateriali già iscritti a bilancio e il più delle volte quasi completamente ammortizzati, oppure una vera e propria "emersione" di valore nei casi di beni intangibili generati internamente.

La rivalutazione dei beni immateriali, quali marchi e brevetti in particolar modo, ha come grande opportunità quella di sopperire alla mancanza di iscrizione a bilancio di tali beni, in quanto generati per lo più internamente senza costi esterni di sostenimento, oltre ad attribuire importanti benefici economico-patrimoniali che verranno approfonditi nel prosieguo dell'elaborato.

## CAPITOLO II

### LA DISCIPLINA DI RIVALUTAZIONE DEI BENI D'IMPRESA

#### **2.1 Introduzione alla normativa contenuta nel DL 104/2020**

Come affermato più sopra dunque, una delle possibili finalità legata alla valorizzazione dei beni intangibili è l'informazione volontaria da parte della governance di un'impresa, nel far emergere e poter iscrivere i maggiori valori dei propri beni immateriali. Questa soluzione è garantita, secondo i principi contabili nazionali, da alcune disposizioni di legge che prevedono la rivalutazione del valore dei suddetti beni. In particolar modo, in questo elaborato si vuole approfondire la più recente disposizione di rivalutazione dei beni d'impresa contenuta all'art. 110 del Decreto-legge n. 104/2020<sup>9</sup>. L'introduzione di questo provvedimento di rivalutazione dei beni, rivolto alla generalità dei soggetti imprenditori, ha istituito la possibilità di rivalutare i beni d'impresa al fine di migliorare la solidità patrimoniale, nonché la possibilità di usufruire della deduzione fiscale degli ammortamenti derivati dai "nuovi" valori emersi. Questo capitolo delinea in modo dettagliato quelli che sono i requisiti per accedere alla disciplina di rivalutazione richiamata, sulla base del suddetto contenuto normativo, degli interventi da parte dell'Agenzia delle Entrate e dell'Organismo Italiano di Contabilità, nonché delle circolari e posizioni prese da parte di Assonime<sup>10</sup> e di Assirevi<sup>11</sup>. Si premette che la rivalutazione, in questo contesto, può essere effettuata ai soli fini civilistici, senza assolvimento di imposte sostitutive, oppure, alternativamente, può essere effettuata anche ai fini fiscali, versando un'imposta sostitutiva.

#### **2.2 Requisiti soggettivi di applicazione**

Secondo il primo comma dell'art. 110 del DL 104/2020, la rivalutazione compete, in prima battuta, alle società di capitali e agli enti commerciali residenti, indicati all'art. 73 co. 1 lett. a) e b) del TUIR. Al fine di beneficiare della norma in esame, i soggetti di cui sopra non devono redigere il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. La norma di rivalutazione è estesa, in forza del richiamo espresso

---

<sup>9</sup> c.d. "Decreto Agosto" pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 14 agosto 2020

<sup>10</sup> Assonime è un'associazione composta da società per azioni italiane che si occupa dell'analisi e della trattazione delle problematiche che riguardano l'economia italiana

<sup>11</sup> Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale

all'art. 15 della L. 342/2000, anche alle società di persone commerciali, alle imprese individuali, agli enti non commerciali residenti e ai soggetti non residenti con stabile organizzazione in Italia. Secondo dunque le indicazioni legislative, confermate da alcuni interventi dell'Agenzia delle Entrate in materia, possono accedere alla disciplina di rivalutazione dei beni d'impresa:

- le società per azioni, società a responsabilità limitata e società in accomandita per azioni residenti;
- le società cooperative<sup>12</sup> e di mutua assicurazione residenti;
- le società europee e società cooperative europee residenti;
- gli imprenditori individuali, limitatamente per i beni appartenenti all'impresa;
- le società in nome collettivo, società in accomandita semplice e soggetti equiparati;
- le aziende speciali;
- gli enti commerciali residenti;
- gli enti non commerciali residenti per i beni appartenenti all'impresa;
- le stabili organizzazioni di soggetti non residenti.

Le imprese individuali e le società di persone in contabilità semplificata possono rivalutare i beni d'impresa in virtù del rimando all'art. 15 della L. 342/2000, il quale estende espressamente la rivalutazione a tali soggetti. Con riguardo ai soggetti in contabilità semplificata, si applicano parzialmente le norme relative al saldo attivo di rivalutazione, in particolar modo non viene applicata la tassazione del saldo attivo in caso di distribuzione, essendo le vicende di tale posta legate ai dati contabili, che nel caso specifico non sussistono.

Una situazione particolare è rappresentata dall'affitto o usufrutto d'azienda, nel quale secondo la già richiamata circolare n. 14 dell'Agenzia delle Entrate, in piena continuità con gli orientamenti intervenuti negli ultimi anni, richiede il controllo degli accordi intercorsi tra le parti del contratto:

- se non è stata prevista la deroga all'art. 2561 c.c. e, dunque, gli ammortamenti sono deducibili in capo all'affittuario o usufruttuario, la rivalutazione compete all'affittuario o usufruttuario;

---

<sup>12</sup> Secondo la circolare dell'Agenzia delle Entrate datata 27.4.2017 n. 14, le società cooperative possono accedere alla rivalutazione anche se beneficiano di regimi di detassazione degli utili

- se, invece, il contratto prevede tale deroga e, quindi, gli ammortamenti sono deducibili esclusivamente in capo al soggetto concedente, in questo caso la rivalutazione compete al concedente.

Nella prima casistica, al termine del contratto di affitto o usufrutto, l'azienda è restituita al concedente, includendo sia i beni rivalutati che il saldo di rivalutazione, sempre che questo non sia già stato impiegato per la copertura delle perdite. L'imposta sostitutiva riferibile alla riserva trasferita al concedente costituisce per quest'ultimo un credito d'imposta. La contabilizzazione dei beni dell'azienda concessa in affitto si rifà, in genere, al c.d. "metodo della proprietà", per cui i beni rimangono iscritti nel bilancio del locatore e non trovano indicazione nello Stato patrimoniale dell'affittuario, ma sono soltanto oggetto di informativa in Nota integrativa<sup>13</sup>. Questo caso particolare di soggetto ammesso alla rivalutazione ha fatto sorgere alcuni interrogativi se tale modalità di contabilizzazione poteva essere di ostacolo alla rivalutazione, posto che l'art. 110 co. 1 del DL 104/2020 richiede espressamente che i beni "risultino" dal bilancio dell'esercizio in corso al 31 dicembre 2019. Se il requisito dell'iscrizione dei beni nell'attivo dovesse essere rispettato in modo formale si arriverebbe alla situazione per cui, nella più comune situazione in cui non si deroghi all'art. 2561 c.c., la rivalutazione risulterebbe di fatto preclusa nella maggior parte dei casi. Questo assunto si coordina con l'impostazione delineata dall'Amministrazione finanziaria per le imprese concessionarie; infatti, con riferimento alla fattispecie dei beni gratuitamente devolvibili, una risposta ad interpello<sup>14</sup> ha ritenuto non possibile la rivalutazione in capo alla società concessionaria in virtù del fatto che difettava il requisito dell'iscrizione in bilancio, in quanto i beni nella fattispecie sono di proprietà del concedente, ossia l'Ente pubblico.

Relativamente alle società in liquidazione volontaria, non emerge alcuna limitazione alla possibilità di beneficiare della rivalutazione dei beni d'impresa, in quanto il reddito viene determinato in base alle regole ordinarie. Come evidenziato, però, da Assonime<sup>15</sup>, per tali società sorge dubbia la convenienza, in quanto al termine della procedura liquidatoria si ha in ogni modo il recupero a tassazione del saldo attivo di rivalutazione, considerato distribuito ai soci e quindi soggetto a tassazione.

---

<sup>13</sup> art. 2427 co. 1 n. 9 c.c.

<sup>14</sup> risposta ad interpello n. 180 datata 4.6.2019

<sup>15</sup> Circolare n. 23 emanata in data 12 giugno 2006 a commento delle leggi di rivalutazione contenute dall'art. 1 co. 469 ss. della L. 266/2005

### **2.3 Ambito oggettivo**

Il primo comma dell'art. 110 DL 104/2020, afferma che possono essere rivalutati i beni d'impresa di cui alla sezione II del capo I della Legge 342/2000; si trattano, quindi di beni materiali e immateriali, con esclusione di quelli alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività d'impresa. Tali beni potenzialmente rivalutabili devono risultare, per i soggetti con periodo d'imposta coincidente con l'anno solare, dal bilancio dell'esercizio in corso al 31.12.2019.

Esistono alcuni casi particolari di beni che possono rientrare o meno nel campo oggettivo della norma, come ad esempio i beni riscattati da leasing, i beni pervenuti a seguito di fusioni, scissioni e conferimenti, nonché i beni completamente ammortizzati ed i beni immateriali mai iscritti a bilancio. Relativamente ai beni riscattati da leasing, il terzo comma dell'art. 2 del decreto ministeriale n. 162/2001 indica che "i beni si considerano acquisiti alla data del trasferimento della proprietà o altro diritto reale o della consegna con clausola di riserva della proprietà". Facendo leva sulla formulazione della norma, la prassi ministeriale ha da sempre escluso la possibilità di rivalutare beni che sono stati riscattati dal leasing nel periodo che intercorre dalla chiusura del bilancio "di riferimento" alla chiusura del bilancio di rivalutazione. Attenendosi a questa impostazione sono, quindi, esclusi i beni riscattati nel corso del 2020, in quanto non iscritti nel bilancio 2019 del soggetto che effettua la rivalutazione. Il medesimo decreto ministeriale al quarto comma dell'art. 2 prevede che "per i beni pervenuti da società fuse, incorporate o scisse, si fa riferimento alla data in cui sono stati acquisiti dalle società stesse". La natura successoria di tali operazioni comporta, quindi, la continuità nel periodo di possesso tra soggetto *dante causa*, ossia le società incorporate o fuse o la società scissa, ed il soggetto *avente causa*, vale a dire la società incorporante o risultante dalla fusione oppure la società beneficiaria. In merito ai beni pervenuti mediante conferimento, in assenza di disposizioni specifiche, vale il principio di continuità del periodo di possesso per i conferimenti effettuati in regime di neutralità fiscale (art. 176 del TUIR) in forza del comma 4 della norma, in base al quale "le aziende acquisite in dipendenza di conferimenti effettuati con il regime di cui al presente articolo si considerano possedute dal soggetto conferitario anche per il periodo di possesso del soggetto conferente". Se, dunque, nel corso del 2020 è stata compiuta un'operazione di conferimento ex art. 176 del TUIR, il

soggetto conferitario può rivalutare i beni acquisiti, purché posseduti dal conferente alla chiusura dell'esercizio "di riferimento", ossia il 31.12.2019, per i soggetti "solari".

Il legislatore ha inteso estendere la rivalutazione anche ai beni completamente ammortizzati ai sensi dell'art. 2 comma 2 del decreto ministeriale n. 162/2001, in quanto "i beni completamente ammortizzati si intendono posseduti se risultanti dal bilancio o rendiconto ovvero, per i soggetti in contabilità semplificata dal libro dei cespiti ammortizzabili". Con riguardo al requisito dell'iscrizione in bilancio, la circolare Assonime 27.2.2001 n. 13 ha rilevato che, nel momento in cui tali beni non risultano più in bilancio in quanto non viene data evidenza al costo storico e ai fondi di ammortamento, "rimane valido il riferimento ai fini in questione delle indicazioni in Nota Integrativa", la quale riferisce, nel prospetto previsto dall'art. 2427 comma 1 n. 2 c.c., costo storico e ammortamenti pregressi. Secondo lo stesso art. 2 co. 2 del DM 162/2001, i beni immateriali completamente ammortizzati sono rivalutabili "se gli stessi siano tuttora tutelati ai sensi delle vigenti disposizioni in materia". Come evidenziato dalla già menzionata circolare Assonime 13/2001, questa indicazione si era resa doverosa in quanto, in passato, la tecnica di ammortamento "entro conto" delle immobilizzazioni immateriali faceva sì che, una volta completato il processo di ammortamento, non vi fosse più traccia in bilancio di tali beni, per cui, di fatto, la tutela giuridica dei beni andava a sostituire il requisito dell'iscrizione in bilancio. La stessa circolare aveva evidenziato che, se l'ammortamento fosse stato effettuato "fuori conto", con l'evidenza distinta dei fondi di ammortamento, sarebbe valsa la regola dell'indicazione in bilancio; di fatto, i prospetti della Nota integrativa che evidenziano i dati del costo storico e del fondo di ammortamento.

### 2.3.1 Beni mai iscritti a bilancio

L'ultima casistica di beni potenzialmente rivalutabili interessa i beni immateriali mai iscritti in bilancio, in quanto non sono mai stati capitalizzati e le relative spese sono transitate nel corso degli anni per il Conto Economico. Nell'attualità, questo problema si cela per quei beni immateriali, tipicamente i marchi, che non essendo mai stati oggetto di capitalizzazione da parte dei soggetti posti a governo della società, non appaiono nemmeno nei prospetti della Nota integrativa, a differenza dei beni che hanno esaurito il loro processo di ammortamento. Considerata la crescente importanza che assumono i vari asset immateriali d'impresa e la non chiarezza del testo normativo, è sorto il dubbio,

condiviso da molti operatori del settore, se si potesse operare o meno con la rivalutazione di immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati anche se non iscritti in bilancio. Sul tema l’Agenzia delle Entrate si era espressa nel 2017 affermando che le immobilizzazioni immateriali costituite da beni consistenti in diritti giuridicamente tutelati, tra cui marchi e *know-how*, possono essere rivalutate ancorché non più iscritte in quanto interamente ammortizzate. Secondo l’Agenzia, quindi, non rilevano le risultanze meramente contabili, ma quelle di fatto derivanti dalla disponibilità di beni giuridicamente protetti. Ad avvalorare questa tesi ci ha pensato la Direzione regionale delle Entrate della Lombardia, attraverso una risposta ad interpello<sup>16</sup>, che ha ampliato questo concetto affermando che possono usufruire della rivalutazione anche i beni immateriali prodotti internamente e mai capitalizzati. In particolare, l’interpello proposto verteva su un particolare bene giuridico tipicamente prodotto internamente e tutelato attraverso la segretezza, ossia il *know-how* costituito da disegni costruttivi e di produzione. La DRE interpellata ha concluso precisando che il *know-how* prodotto internamente può essere rivalutato, nonostante in fase di formazione il redattore del bilancio non abbia capitalizzato l’investimento tra i beni immateriali ma è condizione imprescindibile che lo stesso *know-how* sia registrato “nei registri previsti dalle relative disposizioni”. Traendo da questo presupposto, si è ritenuto che la rivalutazione dei beni d’impresa disciplinata dall’art. 110 del DL 104/2020 potesse essere ammessa anche per i marchi e per gli altri beni immateriali non iscritti in bilancio, in quanto i relativi costi sono sempre stati allocati al Conto Economico purché i costi si riferiscano a beni giuridicamente tutelati.

Ad onor del vero però, l’incertezza è perdurata in quanto la lettura formale della norma prevede, come presupposto per la rivalutazione, che i beni siano iscritti in bilancio sia al termine dell’esercizio in corso al 31 dicembre 2019 che al termine dell’esercizio successivo. Questa incertezza, secondo la logica interpretativa della direzione generale della Lombardia, veniva superata con una lettura maggiormente sostanziale volta a ritenere possibile, procedere alla rivalutazione, argomentando che la prova dell’esistenza dei beni immateriali può basarsi sul presupposto della presenza di una loro tutela giuridica, a prescindere dall’iscrizione in bilancio. Infatti, posto che l’art. 2 del DM 162/2001 prevede che siano rivalutabili i beni completamente ammortizzati non si

---

<sup>16</sup> Risposta ad interpello n. 904-2406/2020, DRE Lombardia

intravedono motivi razionali per ritenere che non debbano esserlo anche quelli in relazione ai quali sia stata operata una diretta imputazione delle relative spese a Conto economico. Non sono mancate però, prese di posizione in senso contrario, come ad esempio una risposta ad interpello<sup>17</sup> nella quale la direzione regionale del Veneto, secondo un'interpretazione formale della norma di legge, ha ritenuto inapplicabile l'istituto della rivalutazione a marchi autoprodotti, in quanto non era «possibile riconoscere agli stessi un valore fiscale (...) trattandosi di *asset* che, ancorché giuridicamente tutelati, non corrispondono a una specifica appostazione contabile nello Stato Patrimoniale dell'impresa».

Queste posizioni tra loro in contraddizione hanno generato non poca confusione tra gli operatori del settore, generando incertezza sulla possibilità o meno di applicare la disciplina di rivalutazione anche per quei beni non iscritti a bilancio. Al fine di risolvere questa questione, l'OIC ha pubblicato, il 31 marzo 2021, la versione definitiva del documento interpretativo n. 7, avente ad oggetto il trattamento contabile della rivalutazione dei beni da effettuare ai sensi dell'art. 110 del DL 104/2020. L'indicazione di maggior rilievo del documento è rappresentata dalla presa di posizione esplicita dell'OIC in merito alla questione dei beni immateriali mai iscritti in bilancio, in quanto i relativi costi sono sempre stati iscritti a Conto economico:

*“Possono inoltre essere oggetto di rivalutazione i beni immateriali ancora tutelati giuridicamente alla data di chiusura del bilancio in cui è effettuata la rivalutazione anche se i relativi costi, seppur capitalizzabili nello stato patrimoniale, sono stati imputati interamente a conto economico. (...) Si è ritenuto che non fosse corretto generare una disparità di trattamento tra le società che ad esempio hanno deciso di iscriverne a conto economico i costi di registrazione di un marchio rispetto a quelle che, a parità di condizioni, hanno deciso invece di capitalizzare tali costi tra i beni immateriali.”*

- OIC – Documento Interpretativo n. 7 par. 5, del 31 marzo 2021, Aspetti contabili della rivalutazione dei beni d'impresa e delle partecipazioni

Si tratta di una indicazione favorevole e di indubbio “spessore” per le imprese che intendono procedere in tal senso, in presenza invece di indicazioni contrastanti da parte delle Direzioni Regionali dell'Agenzia delle Entrate sinora interessate da istanze di

---

<sup>17</sup> Risposta ad interpello n. 907-1726/2020, DRE Veneto



interpello, in quanto fornisce un avallo espresso sul presupposto stesso dell'operazione, ovvero la sua legittimità civilistica. A questo chiarimento, ha seguito un'ulteriore risposta ad interpello fornita dall'Ufficio Consulenza Imposte Dirette della Direzione Centrale Grandi Contribuenti<sup>18</sup>, nella quale la società istante sosteneva, ai fini dell'articolo 110 del DL 104/2020, che il fattore determinante per la rivalutazione di un bene intangibile fosse la sua tutelabilità giuridica, non rilevando le formalità contabili con le quali un soggetto ha ritenuto di registrare i relativi costi. Il caso affrontato dalla Direzione Centrale riguardava un'impresa operante nella realizzazione di prodotti in carbonio che ha sviluppato un importante *know-how* costituito da segreti commerciali, informazioni aziendali ed esperienza tecnico industriale, tutelato giuridicamente e con un valore economico rilevante, in funzione dell'alta redditività conseguita dalla società, i cui costi, relativi allo sviluppo e al mantenimento del citato *know-how*, consistenti in spese per il personale, per l'uso di attrezzature di laboratorio e di produzione, oltre alle materie prime utilizzate per effettuare test e realizzare prototipi, non sono mai stati oggetto di capitalizzazione, ma registrati esclusivamente come costi dell'esercizio e pertanto imputati a Conto Economico.

In sede di risposta, l'Agenzia delle Entrate ha espressamente aderito a quanto già sostenuto dall'OIC con il documento interpretativo n. 7/2021, laddove è già stato affermato che possono essere oggetto di rivalutazione i beni immateriali ancora tutelati giuridicamente alla data di chiusura del bilancio in cui è effettuata la rivalutazione, anche se i relativi costi, seppur capitalizzabili nello stato patrimoniale, siano stati imputati interamente a conto economico. Attraverso questa risposta l'Agenzia si è allineata in toto con quanto espresso nel documento interpretativo della norma, avallando dunque anche la legittimità fiscale della rivalutazione dei beni mai iscritti a bilancio. In definitiva, la posizione dell'Agenzia risulta apprezzabile per almeno due ragioni: per prima cosa, perché decide di non entrare in conflitto con l'OIC e di dare continuità ad un'interpretazione ragionevole e di buon senso, non essendoci ad oggi una normativa che espressamente escluda dalla rivalutazione beni intangibili quali quelli oggetto di analisi; in secondo luogo, perché pone freno a potenziali derive eccessivamente formalistiche, come quella presentata dalla Direzione Regionale del Veneto. In tal senso, la risposta dell'interpello, accoglie pienamente la posizione espressa dall'Organismo Italiano di

---

<sup>18</sup> Risposta ad interpello 956-343/2021

Contabilità, precisando che non si individuano elementi né sul piano della formulazione letterale delle norme, né su quello della ratio legislativa, tali da legittimare sotto l'aspetto fiscale, scostamenti in via interpretativa rispetto alle conclusioni cui è pervenuto l'OIC dal punto di vista tecnico contabile.

#### **2.4 Ambito temporale**

Nella formulazione originale dell'art. 110 comma 2 del DL 104/2020 era indicato che la rivalutazione dovesse essere necessariamente operata nel bilancio dell'esercizio successivo a quello in corso al 31.12.2019 e che i beni rivalutabili dovevano risultare dal bilancio dell'esercizio in corso al 31.12.2019. L'operazione aveva, quindi, quale bilancio "naturale" in cui concretizzare l'operazione quello al 31.12.2020. In sede di commento alla disposizione erano sorte delle criticità in merito ai soggetti cosiddetti "non solari", i quali redigono il bilancio scostandosi dal classico periodo costituito dall'anno solare; per questo motivo in sede di conversione del decreto la norma è stata integrata, preservando anche la posizione dei suddetti soggetti, abilitando anch'essi ad usufruire della norma. Per effetto della suddetta integrazione, ferme restando le date sopra evidenziate per le società con esercizio sociale coincidente con l'anno solare, per le società non solari la rivalutazione può essere eseguita nel bilancio dell'esercizio in corso al 31.12.2019, ad esempio, nel bilancio dell'esercizio che va dall'1.7.2019 al 30.6.2020, a condizione:

- che tale bilancio non sia già approvato al 14.10.2020, corrispondente alla data di entrata in vigore della legge di conversione del DL 104/2020;
- che i beni risultino dal bilancio dell'esercizio precedente.

Pur se la disposizione di legge non lo specifica chiaramente, si deve ritenere che il primo riferimento vada inteso all'approvazione da parte dell'assemblea dei soci, e non da parte del consiglio di amministrazione.

#### **2.5 Perizie di stima**

Il documento di ricerca Assirevi 71 ritiene che, al fine di rispettare i requisiti di validità, analiticità e verificabilità dei valori da iscrivere in bilancio, i valori rivalutati dovessero essere individuati sulla base di perizie di stima redatte da periti indipendenti, che esplicitino chiaramente i criteri adottati per la relativa determinazione. Lo stesso documento non esclude delle metodologie alternative quali una perizia interna, quale supporto efficace e idoneo ai fini della verifica di congruità, evidenziando al contempo che

questa dovesse essere oggetto di “procedure atte ad accertarne l’affidabilità”. A conclusioni meno rigide è giunta Assonime con la circolare del 27.2.2001 n. 13, dove si indica che possono essere utilizzati, in luogo di perizie, anche listini prezzi per i beni che, naturalmente, hanno un certo grado di fungibilità, o corrispettivi indicati in eventuali preliminari di vendita già stipulati.

Per quanto concerne i beni già oggetto di rivalutazione in passato, secondo l’approfondimento Assonime del 7.2.2013 n. 2, la rivalutazione di beni che, a loro volta, erano già stati rivalutati in passato è un procedimento legittimo a condizione che i beni abbiano un valore economico non interamente “sfruttato” in occasione della precedente rivalutazione. Ciò può avvenire:

- quando, nella precedente rivalutazione, l’impresa non ha ritenuto di portare il valore di iscrizione in bilancio a quello effettivo, traducendosi in rivalutazioni “parziali”, spesso effettuate per prudenza, evitando possibili contestazioni in merito alla “congruità” del nuovo valore, se non certificato da perizie o altri metodi sindacabili in sede civile o fiscale;
- quando il valore adeguato in sede di prima rivalutazione è stato ridotto, civilisticamente e fiscalmente, dagli ammortamenti nel frattempo effettuati, cosicché in sede di seconda rivalutazione il valore contabile e fiscale risulta nuovamente inferiore all’effettivo valore economico;
- nei casi in cui, pur essendosi la prima rivalutazione attestata sui valori massimi, il bene ha subito un ulteriore incremento di valore, che lascia aperta la possibilità di un nuovo adeguamento.

In questi casi, la “certificazione” del nuovo valore mediante una perizia sembra molto opportuno, se non necessario: secondo la giurisprudenza di legittimità, infatti, in caso di rivalutazione di beni già rivalutati in passato è richiesto di esplicitare in modo puntuale i fattori e gli elementi che hanno portato ad un valore eccedente la prima rivalutazione, pena il non riconoscimento degli effetti.

## **2.6 Tecniche di rivalutazione**

L’operazione di rivalutazione deve essere condotta attraverso una delle modalità alternative previste dall’art. 5 del DM 162/2001:

- rivalutazione del solo costo storico;

- rivalutazione del costo storico e del fondo di ammortamento;
- riduzione del fondo di ammortamento.

Come evidenziato dal documento interpretativo OIC 7, in ogni caso l'adozione di ognuna delle tecniche di rivalutazione indicate deve portare all'iscrizione in bilancio dello stesso valore netto al 31.12.2020. Un punto focale della rivalutazione riguarda la determinazione della vita utile residua del bene oggetto di rivalutazione:

*“La rivalutazione di un’immobilizzazione materiale o un bene immateriale di per sé non comporta una modifica della vita utile. Restano ferme le disposizioni dei principi contabili nazionali di riferimento che prevedono l’aggiornamento della stima della vita utile nei casi in cui si sia verificato un mutamento delle condizioni originarie di stima. Per quanto concerne i marchi, dalla data della rivalutazione il limite fissato dal paragrafo 71 dell’OIC 24 può essere prolungato per ulteriori 20 anni nei limiti temporali di efficacia della tutela giuridica.”*

- OIC – Documento Interpretativo n. 7 par. 16, del 31 marzo 2021, Aspetti contabili della rivalutazione dei beni d’impresa e delle partecipazioni

Il principio contabile lascia la possibilità che la vita utile sia aggiornata ma, come si evince in modo chiaro, ciò non avviene in modo automatico a seguito della rivalutazione, bensì a seguito di un mutamento sopravvenuto delle condizioni originarie. Se venisse mantenuta la vita utile residua del bene, potrebbero determinarsi quote di ammortamento fiscali superiori a quelle ottenute con l’applicazione dei coefficienti tabellari, con conseguente necessità di recuperare la differenza in sede di dichiarazione.

Ai sensi di quanto indicato nel documento interpretativo OIC 7, l’ammortamento civilistico si determina, nell’esercizio di rivalutazione, sui “vecchi” valori, mentre l’ammortamento sui maggiori valori deve, invece, essere posticipato all’esercizio successivo. Adottando questo principio, il bilancio 2020 non viene gravato dei maggiori ammortamenti derivanti dalla rivalutazione effettuata, mentre è il 2021 il primo esercizio nel quale il “peso” di tali nuovi costi incide sul risultato dell’esercizio.

La rivalutazione del bene trova quale contropartita una riserva di patrimonio netto da iscriverne nella voce A.III al netto dell’imposta sostitutiva dovuta che, ai sensi dell’art. 13 co. 1 della L. 342/2000, deve essere appositamente designata con riferimento alla normativa istitutiva, ovvero sia “Saldo attivo di rivalutazione art. 110 del DL 104/2020”.

Va rimarcata in questa sede la necessità di menzionare con precisione in bilancio la legge istitutiva della riserva, posto che esistono più alternative messe a disposizione per rivalutare i beni, ciascuna delle quali con una disciplina sua propria. L'art. 13 comma 1 della Legge 342/2000 prevede che il saldo attivo di rivalutazione possa essere imputato al capitale; si tende tuttavia ad ammettere che, ordinariamente, la contropartita contabile dei maggiori valori iscritti nell'attivo sia la riserva allocata in A.III. Perché tali valori siano imputati a capitale è, quindi, necessaria un'ulteriore deliberazione assembleare di aumento di capitale.

Se la rivalutazione è esclusivamente civilistica, non si pongono né problematiche di imposta sostitutiva, né sul saldo di rivalutazione, il quale non è in sospensione d'imposta. In questo caso, i plusvalori rimangono allo stato latente sino al realizzo, mediante cessione, assegnazione durante la vita della società oppure in sede di liquidazione. In quella sede, la plusvalenza contabile verrà rettificata in aumento in sede di dichiarazione per tenere conto dei minori valori fiscali dei beni.

Riprendendo la medesima formulazione dell'art. 16 co. 20 del DL 185/2008, l'art. 110 co. 4 del DL 104/2020 precisa che il maggior valore attribuito ai beni in sede di rivalutazione "può essere riconosciuto" ai fini delle imposte sui redditi e dell'IRAP con il versamento di un'imposta sostitutiva del 3%. Conseguentemente:

- se l'impresa non ha interesse a vedersi riconosciuti i maggiori valori iscritti sotto il profilo fiscale, la rivalutazione può essere effettuata ai soli fini civilistici, senza assolvimento di imposte sostitutive;
- se, invece, l'impresa ha interesse al riconoscimento dei maggiori valori, è necessario versare l'imposta sostitutiva.

Nel secondo caso:

- in termini generali, i maggiori valori iscritti sono riconosciuti ai fini fiscali a decorrere dall'esercizio successivo a quello con riferimento al quale la rivalutazione è stata eseguita;
- ai soli fini della determinazione delle plusvalenze e delle minusvalenze, i maggiori valori iscritti sono riconosciuti a decorrere dal quarto esercizio successivo a quello con riferimento al quale la rivalutazione viene eseguita.

In deroga al c.d. “principio di derivazione”, secondo la circolare dell’Agenzia delle Entrate del 26.5.2009 n. 27 e le istruzioni ai modelli di dichiarazione, anche il riconoscimento del valore rivalutato ai fini dell’IRAP è subordinato al versamento dell’imposta sostitutiva. Per i beni rivalutati ai sensi dell’art. 110 del DL 104/2020 ai soli fini civilistici, quindi, anche ai fini dell’IRAP ammortamenti e plusvalenze non potrebbero mai essere commisurati al più elevato valore di iscrizione in bilancio, ma dovrebbero al contrario essere quantificati sul valore di iscrizione ante rivalutazione. Allo stesso modo, per i beni rivalutati con efficacia anche fiscale, il riconoscimento degli effetti viene differito con la medesima tempistica di quella prevista per le imposte sui redditi.

Ipotizzando che la rivalutazione venga eseguita al 31.12.2020:

- in termini generali, per gli ammortamenti, plafond delle spese di manutenzione, valorizzazione dei beni ai fini della disciplina delle società non operative, ecc., i maggiori valori sono riconosciuti dall’esercizio 2021;
- ai fini della determinazione delle plusvalenze e delle minusvalenze fiscali, invece, i maggiori valori dei beni sono riconosciuti solo dall’1.1.2024.

Bilancio di rivalutazione	Decorrenza effetti “generale” (ammortamenti, ecc.)	Decorrenza effetti per plusvalenze e minusvalenze
<b>2019/2020 (bilancio approvato dopo il 14.10.2020)</b>	2020/2021	2023/2024
<b>2020</b>	2021	1.1.2024

Figura 9 – Tabella di riepilogo decorrenze effetti rivalutazione

L’imposta sostitutiva è pari al 3% per qualsiasi bene: la norma precisa che questa misura vale sia per i beni ammortizzabili, sia per i beni non ammortizzabili. L’imposta sostitutiva può essere versata in un massimo di tre rate annuali di pari importo ai sensi del comma 6 dell’art. 110 del DL 104/2020. La norma, inoltre, non prevede interessi e prevede che l’imposta può essere oggetto di compensazione nel modello F24 con crediti vantati dal contribuente.

Se i beni rivalutati vengono ceduti, assegnati ai soci o, in senso lato, realizzati con atti suscettibili di generare plusvalenze nel triennio di “moratoria”, si applica il principio contenuto nell’art. 3 co. 3 e 4 del DM 19.4.2002 n. 86, secondo il quale:

- al soggetto che ha effettuato la rivalutazione è attribuito un credito d'imposta pari all'ammontare dell'imposta sostitutiva riferibile ai beni ceduti;
- in caso di versamento rateale dell'imposta, il credito è attribuito in misura pari alla quota parte della rata pagata e per tali beni non sono dovute le residue rate;
- l'ammontare dell'imposta sostitutiva è portato ad aumento del saldo attivo di rivalutazione in misura corrispondente al maggior valore attribuito ai beni;
- dalla data di cessione dei beni il saldo attivo di rivalutazione, fino a concorrenza del maggior valore attribuito ai beni ceduti, non è più in sospensione d'imposta e, quindi, se distribuito, non genera più oneri in capo alla società.

Il regime fiscale del saldo attivo di rivalutazione dipende dalle modalità con cui viene effettuata la rivalutazione:

- se la rivalutazione ha effetto anche ai fini fiscali, il saldo attivo ha natura di riserva in sospensione d'imposta;
- se la rivalutazione è solo civilistica, il saldo attivo rappresenta una ordinaria riserva di utili, la cui distribuzione non genera oneri in capo alla società.

Per le imprese in contabilità ordinaria, la riserva di patrimonio netto costituita in contropartita contabile della rivalutazione "fiscale" costituisce, ai fini fiscali, una riserva in sospensione d'imposta. In caso di distribuzione della riserva:

- le somme attribuite ai soci, aumentate dell'imposta sostitutiva corrispondente alle somme medesime, concorrono alla formazione del reddito imponibile della società, (attribuito per trasparenza ai soci, se la società è una società di persone in contabilità ordinaria);
- alla società è attribuito un credito d'imposta ai fini IRPEF e IRES pari all'imposta sostitutiva medesima.

Come evidenziato nella circolare dell'Agenzia delle Entrate datata 26.1.2001 n. 5, per i soggetti in contabilità semplificata non si applica il corpo di norme che disciplina il saldo attivo di rivalutazione, essendo questo legato all'evidenza di un dato, ossia l'ammontare della riserva, desumibile dal bilancio. In altri termini, i contribuenti in contabilità semplificata possono rivalutare i beni senza dover osservare alcuna cautela in relazione al saldo attivo. In particolare, è esclusa la tassazione della "riserva" in caso di distribuzione. Per tali soggetti non risulta esperibile la rivalutazione in modalità

esclusivamente civilistica, dovendosi quindi obbligatoriamente assolvere l'imposizione sostitutiva<sup>19</sup>.

Il saldo attivo di rivalutazione può essere:

- imputato a capitale, previa ulteriore delibera dell'assemblea in sede straordinaria;
- distribuito ai soci;
- utilizzato a copertura delle perdite.

L'articolo 13 comma 2 della Legge 342/2000 prevede espressamente che, in caso di riduzione della riserva con attribuzione ai soci, si applichino dei vincoli per l'attribuzione ai soci indicati ai commi 2 e 3 dell'art. 2445 c.c., per cui:

- l'avviso di convocazione dell'assemblea che delibera la distribuzione deve indicare le ragioni e le modalità della distribuzione medesima;
- la deliberazione può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel Registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione.

In caso di utilizzo della riserva a copertura delle perdite, non si possono distribuire utili sino a quando la riserva stessa non sia stata:

- reintegrata;
- ridotta con apposita deliberazione dell'assemblea straordinaria.

Per quanto riguarda l'ordine di utilizzo a copertura delle perdite, pur esistendo un principio generale per cui le riserve sono utilizzate a partire da quelle meno vincolate per poi passare a quelle, come le riserve di rivalutazione, con maggiori vincoli, risulta comunque ammesso l'utilizzo prioritario delle seconde. La sospensione d'imposta delle riserve di rivalutazione è una sospensione "moderata", che opera solo in caso di distribuzione della riserva ai soci e non all'atto di altri utilizzi, ad esempio nel caso di copertura delle perdite. Essa si sostanzia nella tassazione in capo alla società, oltre naturalmente a quella in capo ai soci in qualità di utili, della differenza d'imposta non assolta all'atto della rivalutazione. Il principio è enunciato nell'articolo 13 co. 3 e 5 della Legge 342/2000, secondo cui, in caso di distribuzione della riserva:

---

<sup>19</sup> circ. Agenzia delle Entrate 6.5.2009 n. 22



- le somme attribuite ai soci, aumentate dell'imposta sostitutiva corrispondente alle somme medesime, concorrono alla formazione del reddito imponibile della società o ente, nonché dei soci;
- alla società è attribuito un credito d'imposta ai fini IRPEF e IRES pari all'imposta sostitutiva medesima.

La questione risulta di particolare importanza, in quanto nei molti casi di coesistenza nel passivo tra utili ordinari e riserve di rivalutazione scegliere di distribuire i primi non comporta tassazione in capo alla società.

In termini generali, l'art. 47 co. 1 del TUIR prevede che, ai fini fiscali, si presumono prioritariamente distribuiti l'utile di esercizio e le riserve di utili, per la quota di esse non accantonata in sospensione d'imposta. Come rilevato in sede di commento alla norma, l'esclusione delle riserve in sospensione d'imposta "è disposta al fine di evitare che, per realizzare l'imposizione del dividendo in capo al socio, la società sia penalizzata con la perdita del beneficio della sospensione d'imposta".

Il saldo attivo di rivalutazione può essere affrancato mediante il versamento di un'imposta sostitutiva dell'IRPEF, dell'IRES, dell'IRAP e di eventuali addizionali pari al 10% ai sensi dell'art. 110 co. 3 del DL 104/2020. L'affrancamento, finalizzato a fare cessare lo stato di sospensione d'imposta della riserva, trova una sua ragion d'essere nel momento in cui sussista lo stato di sospensione d'imposta, circostanza che non si verifica nel momento in cui la rivalutazione:

- è effettuata ai soli fini civilistici;
- è operata da un soggetto in contabilità semplificata.

In base al tenore letterale della norma, è possibile affrancare il solo saldo attivo costituito a fronte della rivalutazione effettuata ai sensi dell'art. 110 del DL 104/2020, e non altre riserve di rivalutazione già iscritte in bilancio in base a precedenti leggi speciali. La formulazione dell'art. 110 co. 3 del DL 104/2020 consente espressamente l'affrancamento parziale del saldo di rivalutazione, che può quindi riguardare una sola parte della riserva di patrimonio netto e non necessariamente la sua totalità.

L'imposta sostitutiva è pari al 10% della riserva. Essa segue le regole dell'imposta sostitutiva per la rivalutazione e, quindi:

- può essere versata in un massimo di tre rate di pari importo;
- può essere oggetto di compensazione nel modello F24.

Per le società di persone l'imposta sostitutiva è dovuta dalla società stessa, e non dai soci.

Con sentenza 22.9.2020 n. 19772, la Cassazione ha stabilito che l'imposta sostitutiva dovuta per l'affrancamento del saldo attivo di rivalutazione deve essere calcolata sull'importo della riserva così come essa è iscritta in bilancio, al netto, quindi, dell'imposta sostitutiva assolta dalla medesima impresa per la rivalutazione dei beni. Viene così ribaltato l'orientamento interpretativo che l'Agenzia delle Entrate ha storicamente proposto nelle proprie circolari<sup>20</sup>, secondo cui occorrerebbe fare riferimento al saldo attivo al lordo dell'imposta sostitutiva per la rivalutazione dei beni.

La sentenza ha ad oggetto il provvedimento di affrancamento delle riserve disciplinato dall'art. 1 co. 473 ss. della L. 266/2005, ma esprime principi più generali, che si devono ritenere vevoli anche nel contesto delle attuali leggi di rivalutazione.

## **2.7 Confronto con le disposizioni di rivalutazione passate**

Come avvenuto per altri provvedimenti di rivalutazione, anche quello in commento riprende i tratti salienti della disciplina a suo tempo introdotta dalla Legge datata 21.11.2000 n. 342, tanto che l'art. 110 co. 7 del DL 104/2020 rimanda espressamente, in quanto compatibili:

- agli artt. 11, 13, 143 e 15 della L. 342/2000;
- al DM 13.4.2001 n. 162, emanato in attuazione della disciplina di rivalutazione prevista dalla suddetta legge;
- al DM 19.4.2002 n. 86, emanato in attuazione dell'art. 3 della L. 448/2001, il quale conteneva una disciplina di rivalutazione a sua volta modellata secondo lo schema della L. 342/2000, ma con effetti fiscali differiti;
- all'art. 1 co. 475, 477 e 478 della L. 30.12.2004 n. 311.

Un primo elemento che rende la norma in commento particolarmente allettante è la possibilità di operare la rivalutazione anche su un singolo bene. Infatti, a differenza di quanto previsto dai precedenti provvedimenti di rivalutazione, l'istituto di rivalutazione

---

<sup>20</sup> da ultimo nella circ. 27.4.2017 n. 14

contenuto, all'art. 110 comma 2 del DL 104/2020 precisa espressamente che "la rivalutazione può essere effettuata distintamente per ciascun bene". Viene, conseguentemente, meno l'obbligo di effettuare la rivalutazione per tutti i beni appartenenti alla medesima categoria omogenea, e ciò costituisce un importante beneficio per cui non occorre rispettare il vincolo delle categorie omogenee.

Che si tratti di una rivalutazione di particolare appeal lo si evince anche dai seguenti elementi:

- la possibilità di attribuire alla stessa rilevanza solo ai fini civilistici;
- la misura assai ridotta (rispetto a quella prevista dai provvedimenti che si sono succeduti nel corso degli ultimi anni) dell'imposta sostitutiva per poter dare riconoscimento fiscale ai maggiori valori iscritti in bilancio (3% contro il 10-12%);
- la deduzione immediata dei maggiori ammortamenti, già a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui la rivalutazione è stata effettuata ossia già dall'esercizio 2021 (modello Redditi 2022). Basti solo pensare che la legge di Bilancio 2020 ha disposto che gli effetti della rivalutazione decorrono dal terzo esercizio successivo (dal 2022, per i soggetti solari), in termini generali e dall'inizio del quarto esercizio successivo (dal 1° gennaio 2023, per i soggetti solari), per le plusvalenze e le minusvalenze.

Definito il quadro normativo nella quale l'istituto della rivalutazione si colloca, l'elaborato procede all'illustrazione dei metodi di valutazione riconosciuti dall'Organismo Italiano di Valutazione, volti a identificare il congruo valore da attribuire ai beni intangibili.

## CAPITOLO III

### I METODI DI VALUTAZIONE DEI BENI IMMATERIALI

#### **3.1 Premessa all'analisi del valutatore**

Ai fini di una valutazione<sup>21</sup>, va considerato che questa non è un semplice dato di fatto, ma una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima. Qualsiasi valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte dell'esperto. Nessuna valutazione può essere fatta coincidere con la mera applicazione di una formula matematica. Non esiste – in quanto non è oggettivamente determinabile – il valore “giusto” o il valore “vero” di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima e, pertanto, è sempre una quantità approssimata e non esatta. Quando oggetto di stima è il valore di mercato, quest'ultimo può differire dal prezzo che si forma successivamente sul mercato per lo stesso bene, sia perché il prezzo si riferisce ad una data successiva, con aspettative diverse, con informazioni diverse, sia perché il prezzo riflette le caratteristiche e gli interessi dello specifico acquirente e dello specifico venditore e non quelli di un generico partecipante al mercato. La stima, per poter essere credibile, deve essere svolta da un soggetto competente ed imparziale, nel rispetto di un codice etico, di principi di valutazione di riferimento e con tempi e risorse adeguati. Poiché la valutazione è per sua natura prospettica, l'evidenza *ex post* che le previsioni non siano realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione.

Il giudizio di valutazione deve essere formulato obiettivamente, cioè ragionevolmente condivisibile da altri esperti indipendenti dotati di adeguate competenze tecniche, esperienza professionale e conoscenza dell'oggetto della valutazione che seguano i medesimi principi di valutazione. La prudenza non è un attributo della valutazione perché – ad esempio – in una transazione la prudenza può favorire una parte a danno dell'altra. La prudenza è un'attitudine dei partecipanti al mercato e dunque di entrambi i lati del mercato. L'esercizio dello spirito critico non è prudenza, ma la modalità attraverso cui l'esperto giunge ad un giudizio motivato di valutazione. L'avversione al rischio non è

---

<sup>21</sup> I.1 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

prudenza, in quanto qualunque operatore razionale attribuisce maggior peso ai rischi piuttosto che alle *chance* future. Obiettività non significa dunque neutralità al rischio.

La valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio. Affinché tale giudizio sia fondato su basi solide è indispensabile che l'esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto ed allo scopo della valutazione, e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile. Questo esperto può riferirsi sia ad una singola persona o professionista, sia ad una società o ad una divisione societaria. È fondamentale per l'obiettivo di servire il pubblico interesse che gli utilizzatori finali della valutazione, i quali non coincidono necessariamente con i committenti, possano contare sul fatto che chi svolge la valutazione abbia esperienza, competenze e capacità di giudizio adeguate e che agisca in modo professionale, senza condizionamenti. Per essere credibile una valutazione deve essere svolta in un ambiente che promuove la trasparenza e minimizza l'influenza di ogni fattore estraneo al processo valutativo. Il giudizio deve essere espresso avuto riguardo allo scopo della valutazione, alla configurazione di valore di riferimento e ad ogni altro presupposto applicabile alla valutazione.

L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- razionale;
- verificabile;
- coerente;
- affidabile;
- svolta in modo professionale;
- svolta con competenza.

L'attributo della razionalità fa riferimento al fatto che la valutazione deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica. L'attributo della verificabilità fa riferimento al fatto che il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità ed all'autorevolezza delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi assunte, alla correttezza dei processi logico-matematici alla base dei calcoli, alla ragionevolezza delle conclusioni. L'attributo della coerenza attiene al fatto che l'esperto deve – compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto – garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base

informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti. L'attributo dell'affidabilità fa riferimento al fatto che l'esperto deve circoscrivere, nei limiti del possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio. L'attributo della professionalità fa riferimento al fatto che l'esperto aderisce al codice etico dell'IVSC<sup>22</sup> e adotti appropriati controlli e procedure in grado di garantire un processo di valutazione esente da distorsioni. L'attributo della competenza fa riferimento al fatto che il soggetto che esprime il giudizio deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguate all'oggetto ed alla finalità della valutazione. Un esperto non deve accettare l'incarico di valutare attività o passività per le quali non dispone di adeguata competenza. L'esperto nel caso di valutazioni che richiedano la stima di attività molto diverse fra loro può avvalersi della competenza di altri esperti, dandone adeguata evidenza nell'introduzione della relazione di stima.

La rete concettuale e le regole di condotta fissate di seguito si riferiscono a valutazioni eseguite in ambienti professionali anche molto diversi fra loro. Si ritiene utile lo sforzo di costruire una comune base di riferimento, pur nel rispetto delle possibili varianti richieste dalle differenti prassi professionali. I soggetti che svolgono valutazioni appartengono infatti ad ambiti professionali diversi, fra i quali sono da menzionare:

- i consulenti per operazioni finanziarie appartenenti al mondo delle banche d'affari, oppure alle società di revisione o alla consulenza non collegata ai servizi di intermediazione;
- gli analisti finanziari *sell-side* o *buy-side*;
- gli analisti del credito (operanti presso intermediari finanziari o agenzie di *rating*);
- i dottori commercialisti, gli esperti contabili e i revisori legali dei conti, che aggiungono alle valutazioni di altra natura quelle specificatamente richieste dai principi contabili per la redazione del bilancio;
- gli specialisti (singoli professionisti o società) in applicazioni matematiche, ad esempio ai fini di valutazioni attuariali o di portafogli assicurativi;
- gli specialisti (singoli professionisti o società) in valutazioni di beni reali (immobili e impianti, macchine e attrezzature, altri beni mobili);

---

<sup>22</sup> Code of Ethical Principles for Professional Valuers

- gli specialisti (singoli professionisti o società) in valutazioni di strumenti finanziari complessi (derivati, strumenti ibridi, altri strumenti finanziari).

Qualora la collocazione dell'esperto in una di queste aree non risulti evidente da altri aspetti del contesto, o quando la sua indicazione sia opportuna ai fini di valutazioni effettuate ai sensi di legge, dovrà essere adeguatamente segnalata.

L'esperto deve attestare il pieno rispetto dei Principi Italiani di Valutazione, precisando le eventuali eccezioni giustificate dalla presenza di fonti normative e regolamentari sovra ordinate oppure di standard codificati e riconosciuti nell'area professionale di appartenenza. Gli effetti di tali eccezioni devono essere ugualmente precisati. Quando è noto che la valutazione richiesta può preludere ad altra valutazione o che può essere strumentale ad essa, dovrebbero essere indicati i punti di contatto al fine di prevenire errori di utilizzo o incoerenze. A titolo di esempio, le perizie relative alle immobilizzazioni materiali o immateriali compiute dagli appositi specialisti devono essere formulate mettendone in evidenza gli elementi che dovranno essere poi considerati dagli esperti economici incaricati della valutazione dell'azienda cui tali immobilizzazioni appartengono. Lo stesso vale per i modelli matematici utilizzati per valutazione di particolari attività o passività, che devono consentire riscontri di coerenza per ciò che attiene alle ipotesi di base, ai flussi ed ai tassi.

### 3.1.1 I requisiti e il lavoro dell'esperto

Costituiscono imprescindibili requisiti soggettivi dell'esperto<sup>23</sup>:

- il rispetto dell'etica professionale;
- l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- l'oggettività nella ricerca e nell'acquisizione degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;

---

<sup>23</sup> I.3 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

- le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie allo svolgimento del proprio lavoro.

Il rispetto di tali requisiti soggettivi deve essere dichiarato dall'esperto. L'osservanza dei requisiti sopra indicati può essere oggetto di una dichiarazione sintetica.

L'esperto deve precisare l'origine del lavoro svolto e la sua natura<sup>24</sup>. Con riguardo all'origine, il lavoro può derivare:

- dall'esercizio di una funzione generale o di un ufficio;
- da un mandato specifico.

Con riguardo alla natura, il lavoro può rappresentare:

- una relazione libera, composta con equo apprezzamento oppure per tutela di interessi legittimi;
- una relazione ufficiale o convenzionale, in applicazione di norme definite.

Lo schema descritto è il più generale che si riferisce alla valutazione di qualsiasi attività o passività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale).

Con riferimento all'origine del lavoro dell'esperto, le situazioni tipiche sono le seguenti:

- l'esercizio di una missione generale svolta liberamente (ancorché in presenza di un contratto), come in genere avviene per gli analisti *sell-side* che operano con finalità di ricerca;
- l'esercizio di un compito espressamente previsto per un ufficio come accade per gli analisti *buy-side* che operano nell'interesse delle loro organizzazioni, oppure per gli amministratori delle società in particolari occasioni;
- l'esecuzione di un apposito mandato, per il quale devono essere precisati il mandante, le condizioni e le modalità di svolgimento.

Le analisi svolte in forma libera non sono disciplinate da norme particolari e producono effetti solo in seguito ad una volontaria accettazione. Possono essere eseguite con equo apprezzamento, mantenendo un equilibrato distacco da ogni utilità particolare, oppure con il proposito di tutelare interessi legittimi. Il secondo caso si verifica, ad esempio quando il lavoro dell'esperto è utilizzato in sede negoziale oppure in un contraddittorio

---

<sup>24</sup> I.4 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea



giudiziale o arbitrale. Le analisi ufficiali, al contrario, devono svolgersi nel rispetto di particolari norme fissate dalla legge, e/o da principi contabili, e/o da contratti. Le analisi ufficiali, per loro natura, sono sempre svolte con equo apprezzamento, nei confronti di ogni portatore di interesse.

L'esperto deve precisare la tipologia di lavoro svolto. Al riguardo le principali tipologie di lavoro dell'esperto sono le seguenti:

- valutazione;
- parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*);
- parere di congruità;
- calcolo valutativo (*calculation engagement*);
- revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*).

Tutte le tipologie di lavoro dell'esperto assumono la forma di rapporto scritto e si differenziano tra loro per estensione, finalità e tipologia di lavoro svolto.

Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:

- la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
- l'applicazione dell'analisi fondamentale;
- la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;
- la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Nella raccolta e nell'apprezzamento delle informazioni l'esperto considera ogni elemento rilevante in rapporto al mandato ricevuto, alla natura intrinseca del lavoro da svolgere, alla finalità della valutazione, al suo oggetto, agli interessi dei suoi destinatari, alla sua importanza economica. Una valutazione presuppone sempre una dichiarazione di adeguatezza dell'informazione rilevante fornita dal committente. Una valutazione presuppone una dichiarazione da parte dell'esperto che a sua conoscenza non esiste migliore informazione ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinaria diligenza.

L'ampiezza, la complessità e l'articolazione della base informativa di una valutazione possono significativamente variare a seconda degli specifici casi e circostanze. Ai fini di una valutazione, la raccolta e l'apprezzamento delle informazioni costituiscono attività distinte – sia sotto il profilo concettuale che operativo – dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni acquisite. Esulano, pertanto, dal processo valutativo attività di accertamento e/o di attestazione della veridicità delle informazioni ancorché l'esperto possa doversene talvolta fare carico o perché sono espressamente previste dal mandato, oppure in ottemperanza a particolari obblighi di legge. L'esperto deve sempre motivare la scelta delle metodiche di valutazione adottate – ossia le metodiche di mercato, del reddito o del costo – e motivare le eventuali esclusioni. L'analisi mira innanzitutto all'individuazione degli *input* richiesti dai metodi di valutazione. L'analisi può riferirsi non solo all'attività reale o finanziaria – o all'entità aziendale – sottoposta a valutazione, ma anche ad attività simili, ove sia utile un apprezzamento comparativo. L'analisi fondamentale ha contenuti diversi in relazione alle attività o passività oggetto di valutazione, tuttavia tipicamente include:

- l'esame degli elementi distintivi che caratterizzano l'attività (o la passività) da valutare;
- l'analisi del contesto di mercato e della sua dinamica;
- l'esame degli specifici *driver* di valore e della loro evoluzione nel tempo, quando l'analisi di tipo storico è pertinente;
- l'analisi prospettica del dispiegamento dei *driver* di valore;
- l'individuazione dei fattori di rischio e dei loro possibili effetti.

È importante rilevare che:

- una valutazione richiede lo svolgimento completo del processo valutativo in precedenza descritto, partendo dall'apprezzamento della base informativa sino alla costruzione di una razionale e motivata sintesi valutativa;
- solo con il controllo di tutte le fasi del processo valutativo l'esperto può esprimersi sull'effettiva sussistenza di un valore. Le analisi di questo tipo sono dunque di elezione quando è necessario disporre di un valore non condizionato, e cioè nelle valutazioni legali;

- l'esperto quando ai fini della valutazione fa uso di piani o più in generale di previsioni deve esprimere un giudizio su tali piani o previsioni. Tale giudizio è funzionale all'apprezzamento del rischio insito in tali previsioni;
- una valutazione richiede un'analisi della coerenza complessiva del piano ai fini e nei limiti dell'esercizio valutativo. Esulano, pertanto, dal processo valutativo le analisi necessarie all'asseverazione del piano, ancorché l'esperto possa doversene fare carico se essa sia espressamente prevista nel mandato;
- i contenuti, l'ampiezza ed il grado di approfondimento delle fasi del processo valutativo sono comunque condizionati dalle informazioni disponibili.

L'esperto deve indicare nella relazione di valutazione i limiti oggettivi del processo valutativo e dei risultati della valutazione. Tali limiti oggettivi possono, ad esempio, consistere nella disponibilità delle sole informazioni di pubblico dominio concernenti l'attività oggetto di valutazione, oppure nella mancanza di documenti di pianificazione aziendale, o in altre circostanze limitative che interessano le diverse fasi del processo valutativo. L'esperto deve illustrare e motivare le eventuali scelte effettuate in relazione alla sussistenza dei limiti oggettivi in questione.

Un parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*) comporta lo svolgimento controllato, con la diligenza richiesta dal mandante o dalla natura del compito, di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale. L'incarico di redigere un parere valutativo deve risultare espressamente dal mandato professionale o essere desumibile dalla relazione. Eventuali prescrizioni del mandante in ordine all'applicazione di una particolare metodologia di valutazione e/o all'utilizzazione di particolari *input* nel processo valutativo devono essere evidenziate ed illustrate nel parere di valutazione. Le situazioni tipiche che possono presentarsi sono le seguenti:

- all'esperto è chiesto solo un contributo tecnico specifico, che può essere strumentale ad una valutazione completa, come l'individuazione di un tasso o di un altro parametro di mercato;
- all'esperto è richiesta una costruzione valutativa, per la quale tuttavia il mandante fornisce gli elementi di base in suo possesso, che non ritiene di dover sottoporre ad altra verifica. La ragione può essere che il mandante ha motivi di fiducia nei confronti di quegli elementi;

- all'esperto è richiesto un aggiornamento di soli alcuni parametri di una precedente valutazione, compiuta dallo stesso esperto o da altri;
- l'esperto svolge un processo valutativo pressoché completo, sul piano formale, ma con limitazioni nella base informativa o nell'analisi fondamentale oppure nei requisiti generali di obiettività e di dimostrabilità.

In tutte le situazioni descritte, l'elaborato dell'esperto ha natura di parere valutativo, i cui risultati sono condizionati dalla bontà degli *input* valutativi utilizzati e/o alle limitazioni o restrizioni del mandato. Per questa ragione i pareri valutativi non possono essere definiti valutazioni ed in genere hanno ambiti applicativi ben circoscritti.

Nel caso di valutazioni complesse o che richiedono più competenze disciplinari l'esperto può avvalersi del lavoro di altri specialisti c.d. ausiliari. L'esperto deve tuttavia garantire la coerenza delle stime richieste a terzi con lo scopo del lavoro affidatogli. Nell'ambito di valutazioni complesse che richiedono una pluralità di competenze è naturale che l'esperto si avvalga di competenze di cui non dispone o per le quali ritiene di non avere sufficienti esperienze. Se l'ausiliario è designato dall'esperto, questi assume l'impegno di valutarne i requisiti di indipendenza richiesti, la competenza professionale e la capacità di concorrere in modo coordinato e coerente alla realizzazione del mandato ricevuto. All'esperto è chiesto di verificare la plausibilità dei risultati a lui consegnati e la loro coerenza con gli obiettivi delle proprie analisi, anche nei casi in cui l'ausiliario è designato dal mandante.

### 3.1.2 La base informativa

La valutazione deve esprimere un giudizio informato<sup>25</sup>. L'esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate. La base informativa deve risultare ragionevolmente obiettiva e completa. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario spirito critico. Un giudizio informato presuppone altresì che l'esperto non accetti incarichi per i quali sia prevista una remunerazione incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza informativa. L'analisi compiuta dall'esperto deve garantire la coerenza reciproca fra i diversi *input* valutativi. Lo spirito critico consiste nell'impegno a svolgere un'analisi fondata su di un'accurata disamina della base informativa raccolta, per verificare che questa sia formata dai migliori elementi,

---

<sup>25</sup> I.5 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

ragionevolmente attendibili, alla data della valutazione e che sia adeguata rispetto all'incarico ricevuto, nonché a valutarne la plausibilità per quanto ragionevolmente desumibile in base alle proprie conoscenze, alla propria esperienza professionale ed al buon senso. L'esame critico deve riguardare anche l'attendibilità delle informazioni prospettiche. L'esperto deve garantire, per quanto gli è possibile, la completezza della base informativa. Il costo od il tempo di acquisizione di nuove informazioni non sono ragioni sufficienti per escluderle. L'esperto deve raccogliere tutta l'informazione rilevante ragionevolmente reperibile ad un costo coerente con l'incarico ricevuto, dove il costo deve fare riferimento al costo di una struttura adeguata allo svolgimento dell'incarico. L'esperto non deve accettare incarichi la cui remunerazione è incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza della base informativa. L'esperto non deve accettare incarichi per i quali non sono adeguati all'acquisizione dell'informazione rilevante per lo svolgimento dello specifico incarico. L'ampiezza dell'impegno dell'esperto nei confronti della base informativa dipende naturalmente dalle caratteristiche del mandato e del tipo di lavoro svolto (valutazione o parere valutativo). Nel valutare l'obiettività dell'informazione fornitagli da terze parti o dal committente l'esperto deve considerare oltre alle caratteristiche del mandato, ed i limiti alla raccolta di informazioni in esso esplicitate, anche i seguenti aspetti:

- la finalità della valutazione;
- la rilevanza dell'informazione sui risultati della stima;
- la competenza della fonte in relazione alla specifica tipologia di informazione;
- se la fonte è indipendente sia rispetto al committente sia rispetto all'utilizzatore finale della valutazione;
- se ed in che misura la informazione è di dominio pubblico;
- se esiste asimmetria fra informazione privata e informazione pubblica.

Se mancano riscontri di ragionevole obiettività della base informativa a disposizione, l'esperto deve segnalarlo nel proprio lavoro spiegando perché ritiene comunque affidabile il risultato della stima. Quando sono utilizzate le analisi di altri specialisti/ausiliari, basate su competenze diverse, l'esperto deve esercitare spirito critico al fine di attestare che a sua conoscenza non vi sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata, come pure che non vi sono elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati ottenuti non

siano attendibili. Se l'esperto non è in grado di esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati raggiunti dallo specialista deve riportare esplicitamente nella relazione le ragioni di ciò. L'esperto deve verificare anche:

- il profilo di competenza, di esperienza e di adeguato giudizio critico dello specialista/ausiliario;
- l'adesione dello specialista ad un codice etico;
- la coerenza della configurazione di valore stimata dallo specialista con la configurazione di valore dell'oggetto dell'incarico dell'esperto;
- la rispondenza della valutazione ai PIV o altri principi di valutazione ispirati alla medesima rete concettuale di riferimento;
- l'adozione da parte dello specialista dell'appropriata prospettiva valutazione, presupposto di valutazione, unità di valutazione e aggregazione di attività.

L'esperto deve verificare anche la coerenza dei criteri di valutazione seguiti dallo specialista con il proprio criterio di stima. Ciò significa ad esempio che l'esperto deve verificare la coerenza fra i tassi di sconto utilizzati dallo specialista ausiliario ed i tassi che egli utilizza nella propria stima o che, sempre a titolo esemplificativo, deve verificare l'eventuale possibilità di una duplicazione dei flussi utilizzati nella propria stima. Se per qualsiasi ragione l'esperto non è in grado di esprimere sulla ragionevolezza dei risultati del terzo specialista deve riportarne le ragioni nella propria relazione. L'assenza di un giudizio di ragionevolezza dei risultati cui è pervenuto lo specialista costituisce una limitazione della stima dell'esperto. Se la stima di valore cui è pervenuto lo specialista assume peso rilevante sul valore finale e l'esperto non può esprimersi sulla ragionevolezza del risultato dello specialista, la stima compiuta dall'esperto non è una valutazione ma un parere valutativo. Il giudizio sulla rilevanza della stima dello specialista sul risultato finale è di natura professionale e deve essere espresso dallo stesso esperto. Nei pareri valutativi l'esperto è comunque impegnato a giudicare la coerenza fra gli *input* valutativi ricevuti ed i dati autonomamente raccolti. L'analisi di coerenza complessiva è necessaria per garantire un risultato ragionevole, anche se fondato su un processo valutativo limitato. Ad esempio, la scelta del tasso di sconto dei flussi di risultato attesi non può prescindere da una analisi del rischio dei flussi. Gli *input* che compongono la base informativa possono essere classificati:

- rispetto del tempo: in informazione storica, informazione corrente, informazione prospettica;
- rispetto alla data della valutazione e della relazione di stima: informazione disponibile alla data di valutazione e informazione relativa ad eventi successivi rispetto alla data di valutazione o disponibile solo successivamente;
- rispetto all'accessibilità: informazione privata e informazione pubblica;
- rispetto alla fonte: informazione interna (prodotta dal soggetto cui si riferisce la valutazione o da chi ne ha il controllo) e informazione esterna (raccolta sul mercato o da fonti terze indipendenti);
- rispetto alla completezza: informazione completa o incompleta.

L'esperto deve illustrare le caratteristiche degli elementi informativi di cui ha fatto uso. Laddove l'esperto ritenga che l'informazione sia incompleta rispetto all'esecuzione del mandato ricevuto deve esplicitarne le ragioni ed esprimersi sulle ragioni per cui ritiene comunque affidabile la valutazione o il parere valutativo. L'incompletezza di una particolare informazione è un concetto diverso dall'incompletezza della base informativa. Un'informazione è incompleta quando è limitata ad alcune componenti. Ad esempio, ai fini della valutazione di un'azienda, i piani aziendali possono contenere una previsione analitica dei flussi di cassa o di reddito e non uno sviluppo patrimoniale analitico. O ancora i piani possono fondarsi su previsioni analitiche di ricavo, cui vengono tuttavia applicati margini medi per la stima dei risultati reddituali o dei flussi di cassa. Una base informativa è incompleta quando mancano delle informazioni rilevanti. In presenza di limitazioni rilevanti, l'esperto deve dichiarare che emette un parere valutativo e non già una valutazione, precisando le informazioni alle quali non ha avuto accesso e le conseguenti limitazioni dei risultati della stima. In presenza di limitazioni gravi, l'esperto deve rinunciare al mandato. La distinzione fra limitazioni gravi e limitazioni rilevanti riguarda l'affidabilità del risultato di stima. La limitazione grave non consente di esprimere un parere valutativo in quanto mancano i presupposti per poter esprimere un giudizio di valore affidabile. L'informazione prospettica si basa su ipotesi (*assumptions*) relative ad eventi futuri. Le ipotesi a loro volta si fondano su una combinazione di informazione disponibile e di giudizio professionale. Le ipotesi che l'esperto formula o che fa proprie nell'esercizio del proprio giudizio informato rappresentano normalmente la forma attraverso la quale l'incertezza entra nella valutazione. Le ipotesi devono essere

ragionevoli ed essere adeguatamente giustificate. La solidità della giustificazione deve essere persuasiva. Un esperto considerata l'imprevedibilità d'ambiente, rilevata attraverso sistematici scostamenti fra *budget* e consuntivi, può ritenere appropriato ridurre l'incertezza della valutazione limitando il peso dell'informazione prospettica, o accorciando l'orizzonte di previsione. Naturalmente l'esperto deve motivare perché l'utilizzo di informazione corrente o storica è più affidabile dell'informazione prospettica o perché la previsione di breve termine è più affidabile della previsione di lungo termine. Il termine affidabilità non significa prudenza, ma più fedele rappresentazione della configurazione di valore ricercata. In un contesto di mercato rialzista, i prezzi di mercato possono incorporare attese relative ad orizzonti temporali molto lontani, pur in contesti di imprevedibilità d'ambiente; in questi casi l'esperto se è chiamato a stimare il valore di mercato dell'attività dovrà considerare la prospettiva dei partecipanti al mercato alla data della valutazione, la quale si fonda su previsioni a lungo termine. Se nello stesso contesto l'esperto è chiamato a stimare il valore intrinseco dell'attività potrà giudicare più affidabile utilizzare un orizzonte di previsione più limitato rispetto a quello utilizzato dai partecipanti al mercato alla data della valutazione. L'informazione prospettica è molto più difficile da verificare obiettivamente rispetto al dato storico. Per queste ragioni quando si fa uso di informazione prospettica è essenziale comprenderne le limitazioni, attraverso la verifica delle ipotesi sottostanti. Il giudizio dell'esperto deve riguardare soprattutto le ipotesi relative a quando, come e perché le condizioni d'ambiente (o di impresa o regolamentari o di altra natura) interessanti l'attività oggetto di valutazione potrebbero cambiare. L'esperto deve sempre mettere in evidenza quattro tipi principali di ipotesi:

- ipotesi riferite a condizioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*), delle quali non è necessariamente attesa la manifestazione, ma che sono coerenti con l'obiettivo della stima;
- ipotesi speciali (*special assumptions*), che un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione in merito al contesto di riferimento e/o all'oggetto della stima;
- ipotesi rilevanti (*key assumptions*), che hanno un peso elevato sul risultato finale;
- ipotesi sensibili (*sensitive assumptions*), che hanno un'elevata probabilità di subire variazioni nel tempo e che possono avere un effetto rilevante sul risultato finale.



Le ipotesi riferite a condizioni ipotetiche si riferiscono a condizioni o eventi o azioni che non necessariamente ci si attende si realizzino. La stima di valori ottenuti facendo uso di condizioni ipotetiche risponde alla domanda: “quale valore se?”. Un esempio di condizioni ipotetiche si presenta nel caso della valutazione di società caratterizzate da un rapido sviluppo, ma con limitate disponibilità di capitale, ad esempio, perché ancora in fase di *start-up*. In questi casi la valutazione può essere compiuta considerando i futuri aumenti di capitale e più in generale i futuri *round* di finanziamento, allo stato solo ipotetici, senza i quali la società non potrebbe realizzare il proprio piano di sviluppo e dovrebbe quindi essere liquidata. Se oggetto della valutazione è la stima del valore *pre-money* della società assumendo che i futuri aumenti di capitale vengano effettuati e non è obiettivamente prevedibile alla data della valutazione prevedere se tali aumenti di capitale verranno realizzati, si tratta di una valutazione fondata su condizioni ipotetiche. Un esempio di ipotesi speciale riguarda fatti o condizioni che differiscono da quelle attuali. Le ipotesi speciali devono essere rilevanti, realistiche e fondate. Le ipotesi sensibili sono una particolare tipologia di ipotesi rilevanti. Queste ultime non sono necessariamente tutte sensibili. Ad esempio, l'ipotesi relativa all'aliquota fiscale da applicare ha sicuramente un peso notevole sul risultato finale, ma non è sensibile se non vi sono elevate probabilità che muti nel futuro. Una particolare tipologia di ipotesi sensibili riguarda la previsione di variabili di prezzo in mercati caratterizzati da un'elevata volatilità.

L'analisi della base informativa deve essere coerente con: (a) la scelta della metodica di valutazione; (b) la configurazione di valore ricercata; (c) la finalità della stima. Essa può dunque condizionare le scelte relative alle fasi successive del processo valutativo. In sede di analisi della base informativa l'esperto può trovarsi a dover risolvere alcuni *trade-off* in termini di rilevanza economica dell'informazione rispetto alla sua affidabilità. Ad esempio, all'aumentare dell'estensione temporale dell'orizzonte di previsione esplicita aumenta l'incertezza che grava sulle stime e quindi maggiore sarà l'estensione temporale e minore sarà la sua affidabilità. Tuttavia, in taluni settori a lungo ciclo d'investimento o soggetti a dinamica ciclica le previsioni a breve termine non sono economicamente rilevanti: i valori sono infatti funzione dei risultati medi attesi di ciclo. L'analisi della base informativa conduce l'esperto a identificare anche la metodica di valutazione più affidabile. Ad esempio, nella stima del valore intrinseco di una *start-up*, quando l'informazione prospettica è scarsamente affidabile, l'esperto potrebbe ritenere opportuno adottare come soluzione principale il metodo del costo. Normalmente

l'esperto considera oltre all'informazione prospettica anche l'informazione corrente e storica come i prezzi realizzati per attività identiche o simili, i flussi di risultato generati dall'attività ed i costi di riproduzione di attività identiche o simili. L'esperto è chiamato ad esprimersi se l'informazione corrente e storica non è rilevante – perché in certi casi i prezzi riflettono condizioni superate, i flussi di risultato conseguiti non sono indicativi di risultati futuri oppure l'informazione sui costi è storicamente superata – e/o se l'informazione prospettica non è affidabile.

Una valutazione risulta tanto più affidabile quanto maggiore è l'uso di informazione corrente, storica e prospettica. Nei casi in cui è disponibile solo una tipologia di informazione è richiesta particolare attenzione nel verificare e nel valutare l'utilizzabilità dei dati. Una base informativa ragionevolmente obiettiva di norma fa riferimento ad informazioni storiche, correnti e prospettiche. In particolari circostanze una o più tipologie di informazione possono non essere disponibili o significative. L'esperto deve indicare le ragioni per cui ha escluso o non ha potuto fare affidamento su informazioni storiche o correnti o prospettiche. In ogni caso più è ristretta la base informativa, maggiore è l'attenzione dell'esperto a ricercare riscontri obiettivi di supporto.

### 3.1.3 Le configurazioni di valore

L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima<sup>26</sup>.

Prezzo, costo e valore sono tre grandezze economiche di base:

- il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività;
- il costo indica l'ammontare delle risorse utilizzate per acquisire o per realizzare l'oggetto della valutazione. Rappresenta una grandezza empirica suscettibile di rilevazione, sulla base dei costi sostenuti e delle quantità di fattori impiegate. Il prezzo è legato al costo poiché il prezzo pagato per acquisire un'attività costituisce il costo per l'acquirente. In presenza di limitazioni informative la determinazione del costo effettivamente sostenuto (costo storico) può richiedere la stima di alcuni elementi,

---

<sup>26</sup> I.6 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

senza peraltro perdere la sua natura di grandezza empirica. Tale natura permane anche nel caso della determinazione del costo di riproduzione o di sostituzione (o di rimpiazzo), cioè dell'onere da sostenere per creare oggi un'attività reale o finanziaria del tutto simile a quella da valutare, o ad essa equivalente per utilità offerta;

- il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima che può avere per oggetto:
  - a) il prezzo più verosimile da sostenere per l'eventuale acquisizione dell'attività reale o finanziaria da parte di un partecipante al mercato (valore di mercato) o nell'ambito di una transazione fra due soggetti specificamente identificati (valore negoziale equitativo);
  - b) i benefici economici offerti dall'attività medesima ad un generico operatore presente sul mercato (valore intrinseco) oppure al particolare soggetto che attualmente la detiene o che potrà detenerla (valore d'investimento);
  - c) il prezzo realizzabile in caso di cessione separata di attività che erano state organizzate per un utilizzo congiunto (valore di smobilizzo);
  - d) prezzi e/o benefici economici e/o formule valutative stabiliti per contratto, per regolamento o per legge (valore convenzionale).

Esistono cinque configurazioni di valore di riferimento comuni a tutte le attività:

- valore di mercato;
- valore d'investimento;
- valore negoziale equitativo;
- valore convenzionale;
- valore di smobilizzo.

Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere). Il valore di mercato esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente. Il prezzo esclude qualunque circostanza speciale quali ad esempio, finanziamenti atipici all'acquirente, accordi di vendita e rilocalizzazione da parte del venditore, concessioni speciali garantite da soggetti interessati

alla vendita o qualsiasi elemento di valore speciale. Il valore di mercato riflette il massimo e migliore uso dell'attività. Il massimo e miglior uso può essere l'uso corrente dell'attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa. Nell'adottare la prospettiva dei partecipanti al mercato, nel caso in cui l'uso corrente dell'attività non sia il massimo e miglior uso è necessario considerare che il prezzo rifletterebbe anche i costi di conversione d'uso dell'attività. Il valore di mercato deve riflettere le aspettative correnti dei partecipanti al mercato in merito al massimo e miglior uso, piuttosto che ipotetiche aspettative (di riconversione d'uso) che non si può dimostrare esistano alla data di riferimento della valutazione. Il valore di mercato prevede che la vendita del bene avvenga dopo un periodo di commercializzazione – che si presuppone sia precedente alla data della valutazione – adeguato a portare all'attenzione di un sufficiente numero di partecipanti al mercato la vendita del bene e consentire così una formazione di un prezzo che esprima l'interesse del maggior numero di partecipanti al mercato. Il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti. Il valore di mercato è una stima “*point in time*” ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione. I mercati raramente operano in condizioni di costante equilibrio fra domanda e offerta e di volumi di scambi, a causa di molte possibili imperfezioni. Le più comuni imperfezioni includono: carenze di offerta, improvvisi aumenti o diminuzioni di domanda, asimmetrie di informazioni fra partecipanti al mercato, costi di transazione, costi di informazione, costi di mantenimento della posizione (*holding costs*). A causa di tali imperfezioni, i mercati aggiustano i prezzi per riflettere le specifiche condizioni che hanno generato lo squilibrio. La stima del valore di mercato, ovvero del prezzo più probabile sul mercato alla data di valutazione, deve riflettere le specifiche condizioni nel mercato di riferimento dell'attività alla data di valutazione e non invece un prezzo aggiustato o smorzato sulla base di un possibile futuro ristoro di condizioni di equilibrio. Il mercato di riferimento per l'attività o la passività oggetto di valutazione è il mercato nel quale l'attività è normalmente scambiata alla data di valutazione e al quale la maggior parte dei partecipanti al mercato e l'attuale proprietario (o obbligato) hanno accesso. Infatti, per poter esercitare un effetto sul prezzo dell'attività i partecipanti al mercato devono poter avere accesso al mercato ed il numero dei partecipanti al mercato influenza il prezzo che si forma sul mercato alla data di valutazione. Il mercato di riferimento presuppone che gli operatori agiscano in modo informato, prudente e razionale. Ciò presuppone che gli

operatori non operino di impulso ma che usino tutta l'informazione disponibile per cercare il prezzo più favorevole per le loro rispettive posizioni alla data della valutazione. La prudenza si riferisce ad un uso consapevole dell'informazione alla data della valutazione e non invece alla scelta di comprare o vendere. Così, ad esempio, non può dirsi imprudente un venditore che ceda l'attività in un mercato che registra prezzi in discesa. A prescindere dal *trend* di mercato, il venditore motivato usa consapevolmente tutta l'informazione disponibile per realizzare il miglior prezzo alla data della valutazione, date le condizioni di mercato a quella data. Se il mercato è turbolento e soggetto a spinte non razionali, la stima del valore di mercato diviene più complessa ed è ancorata in modo molto stretto alla data di riferimento; inoltre possono verificarsi scostamenti anche rilevanti dal valore intrinseco. Sono perciò configurabili anche valori di mercato attesi per scadenze più lontane, in uno scenario modificato, e dunque più vicini al valore intrinseco. È quanto si verifica ad esempio con i *target price* indicati nelle *equity research* degli analisti. I *target price* sono infatti stime di prezzi che si potranno formare sul mercato in un predefinito orizzonte temporale, al verificarsi di certi eventi o alla condivisione da parte di altri partecipanti al mercato di talune *assumptions* che non sono ancora apprezzate nei prezzi correnti. Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento. Il valore d'investimento è strettamente collegato, per un verso, alle particolari caratteristiche dell'attività reale o finanziaria (o dell'entità aziendale) e, per altro verso, alle particolari caratteristiche del suo detentore, attuale o futuro. Si tratta dunque di un valore soggettivo che può mutare a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi. In particolare, il valore d'investimento può tenere conto di particolari sinergie, dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici speciali per un particolare detentore.

Il valore negoziale equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Il valore negoziale equitativo è un valore equo fra due o più soggetti specificamente identificati. Si tratta dunque di un valore soggettivo. Esso differisce dal valore di mercato perché considera gli specifici benefici delle parti. I principi di valutazione internazionali

chiariscono come tale valore – qui chiamato negoziale equitativo e che essi definiscono *equitable value* – sia diverso dal valore di mercato (*market value*). Il valore negoziale equitativo richiede la stima di un prezzo equo per due parti identificate, per le quali occorre considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi rivenienti dall'operazione. Il valore di mercato esclude invece qualsiasi vantaggio che non sia accessibile a tutti gli operatori attivi.

Un valore convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi. Sono esempi di questa configurazione di valore:

- i valori di bilancio, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili (*fair value* IFRS, valore recuperabile, valore d'uso IFRS, ecc.);
- i valori risultanti dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle valutazioni legali);
- i valori risultanti da norme tributarie;
- i valori risultanti dai criteri fissati dagli enti regolatori;
- i valori risultanti da particolari pattuizioni contrattuali.

Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito *ex ante*. Il valore di liquidazione, ordinaria o forzata, è un particolare valore di smobilizzo. Di solito il valore di smobilizzo emerge quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento, quando si accelerano i tempi, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato come avviene nelle vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo oppure quando viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito *ex ante*, tenendo prudenzialmente conto, di regola, anche delle fluttuazioni dei prezzi di mercato.

Il valore di liquidazione è un particolare valore di smobilizzo. La liquidazione può essere "ordinaria" o "forzata". In una liquidazione forzata, i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un adeguata commercializzazione dell'attività, cioè non è dato un

periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di liquidazione. Inoltre, nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato.

Nel caso di valutazioni di aziende, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di beni immateriali si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco, anche detto fondamentale. Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi. Il valore intrinseco, chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende, è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input*, in particolare del tasso di attualizzazione, richiede la stima dei benefici economici e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato. Il valore intrinseco riflette la realtà operativa dell'azienda o del bene oggetto di valutazione nelle sue condizioni correnti con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc. Il valore intrinseco non considera alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto dell'azienda o del bene. Il valore intrinseco esprime un valore "as is". Tale valore è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente. In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale), il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. Il valore intrinseco è normalmente il riferimento degli *information trader* e degli investitori con orizzonte di investimento di lungo termine (c.d. capitale paziente). In presenza di asimmetrie informative, di turbamenti e di spinte non razionali di mercato, i prezzi – e dunque i valori di mercato – possono scostarsi in misura anche rilevante dai valori intrinseci; possono, cioè, non essere coerenti con i "fondamentali" noti all'esperto o al mercato nel suo insieme. La prima circostanza può verificarsi, ad esempio, quando l'esperto è a

conoscenza di un piano, di sviluppo o di ristrutturazione, non ancora noto nei dettagli al mercato e che dunque non può essere scontato nei prezzi di mercato. La seconda circostanza può verificarsi, quando il mercato per qualsiasi motivo non è in grado di operare in modo ordinato e razionale. Il valore intrinseco non include premi o sconti, in quanto normalmente esprime il valore recuperabile per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici; infatti, rappresenta un valore recuperabile attraverso l'uso dell'attività non attraverso la sua cessione. Il valore intrinseco non è un valore di scambio alla data di riferimento della valutazione. Nel caso di opzioni il valore intrinseco esprime la differenza fra il valore del sottostante ed il prezzo di esercizio dell'opzione. La differenza fra il valore di mercato ed il valore intrinseco di un'opzione rappresenta il *time value* dell'opzione. Nel caso di iniziative che possano essere assimilate ad opzioni reali – progetti di ricerca e sviluppo, progetti di sviluppo immobiliare, giacimenti minerari, ecc. il cui valore è legato al modificarsi di condizioni di ambiente – il valore intrinseco coincide con il valore ricavabile sulla base dei flussi di risultato attesi alla data della valutazione, al netto dei relativi oneri ancora da sostenere. Pertanto, il valore intrinseco esclude il maggior valore (*time value*) che si potrebbe riconoscere alla data della valutazione sulla base della mera volatilità delle condizioni di ambiente che hanno influenza sul valore del sottostante e della durata dell'opzione reale.

Le differenti configurazioni di valore possono distinguersi in valori soggettivi e valori oggettivi in relazione al fatto che esprimono valori rilevanti per specifici soggetti o per generici partecipanti al mercato. In tal senso:

- il valore d'investimento, il valore negoziale equitativo ed il valore di liquidazione forzata sono valori soggettivi;
- il valore di mercato, il valore intrinseco ed il valore di liquidazione ordinaria sono valori oggettivi.

I valori oggettivi hanno la caratteristica di riflettere il valore dell'attività in sé, mentre i valori soggettivi hanno la caratteristica di rispondere alla domanda "valore per chi?".

Il valore di un'azienda, di una partecipazione azionaria, di un'azione e di un bene immateriali può esprimere un valore in atto o un valore potenziale. La distinzione fra i due attributi di valore risiede nel fatto che il valore in atto esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica, mentre il valore potenziale considera anche il valore di benefici



legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche. Il valore potenziale può includere anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore di mercato considererebbe comunque alla data della valutazione, anche se solo possibili o remoti. La differenza fra i due attributi di valore è dovuta al fatto che il valore in atto si fonda su una base ragionevolmente obiettiva di riscontri e di assunzioni relativamente ai principali *driver* di valore. Il valore potenziale, include anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore razionale considererebbe comunque alla data della valutazione, anche se solo possibili o remoti. Se la valutazione fa uso di ipotesi relative a condizioni ipotetiche o ad ipotesi speciali il valore ottenuto è sempre un valore potenziale. Il valore di mercato incorpora le potenzialità nella misura in cui i partecipanti al mercato alla data della valutazione esprimano effettivamente tale propensione. Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali. Vi sono situazioni particolari di mercato nelle quali i prezzi esprimono valori irragionevolmente elevati (*irrational exuberance*) o ingiustificatamente depressi a causa rispettivamente di bolle speculative e di depressioni di mercato (generalmente conseguenti allo scoppio di bolle speculative). Il valore normale di mercato è una stima del valore che si formerebbe sul mercato qualora si normalizzassero le condizioni. Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco in quanto assume la prospettiva del massimo e miglior uso (*highest and best use*) dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti, mentre il valore intrinseco assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività, non necessariamente esprime l'*highest and best use* e non considera premi o sconti. Il valore normale di mercato coincide con il valore di mercato corrente alla data della valutazione quando il mercato di riferimento dell'attività esprime valori normali, ovvero quando sono assenti fattori esogeni di natura straordinaria, come ad esempio una straordinaria quantità di liquidità sul mercato che può indurre un *asset price inflation*.

### 3.1.4 Prospettive di valutazione

Ogni valutazione deve esplicitare oltre alla configurazione di valore anche la prospettiva di valutazione adottata<sup>27</sup>. Al riguardo si distinguono due diverse prospettive:

- la prospettiva degli operatori partecipanti al mercato;
- la prospettiva di uno specifico soggetto (che attualmente detiene il controllo dell'attività, o terzo potenzialmente interessato ad effettuare un investimento connesso a quest'ultima o l'obbligato di una passività).

L'esigenza di esplicitare la prospettiva di valutazione discende dall'assunto che uno stesso bene possa assumere un diverso valore in relazione al soggetto che ne esercita il controllo. La valutazione deve rispondere all'interrogativo: "valore per chi?".

I partecipanti al mercato sono i potenziali acquirenti/venditori di un'attività in grado di garantirne il massimo e miglior uso possibile. Quando si adotta la loro prospettiva, occorre escludere dalla stima quell'insieme di elementi che sono specifici del soggetto che detiene o usa o controlla l'attività da valutare. Non è necessario che esista un mercato attivo dell'attività, può trattarsi anche di un mercato potenziale o ipotetico per identificare i partecipanti al mercato. I partecipanti al mercato non sono soggetti identificati nominativamente, ma identificabili nei loro profili tipici essenziali, ad esempio, acquirenti strategici piuttosto che finanziari, concorrenti diretti o società di settori correlati, imprese domestiche o multinazionali, ecc. Quando si identificano i profili dei potenziali partecipanti al mercato relativamente alla valutazione di aziende, di partecipazioni o di beni immateriali, occorre considerare i rischi ed i benefici che i partecipanti al mercato considererebbero. In particolare, occorre tenere conto che i partecipanti al mercato di norma non riconoscono nel prezzo di acquisto tutti i benefici che possono estrarre dal massimo e miglior uso dell'attività, in quanto mirano a realizzare investimenti con valore attuale netto positivo – ovvero in grado di garantire un rendimento superiore al costo del capitale – e ciò avviene soltanto se il prezzo di acquisto è inferiore al valore attuale dei benefici attesi dall'investimento. Quando si fa riferimento ad un ipotetico mercato, anche i partecipanti al mercato sono ipotetici, pur potendone descrivere i profili tipici essenziali. L'articolazione dell'analisi da compiere per l'identificazione dei partecipanti al mercato fa riferimento a quattro principali domande:

---

<sup>27</sup> *I.7 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea*

- quali sono i mercati potenziali di vendita dell'attività e qual è il mercato principale o più vantaggioso?
- qual è il migliore uso possibile dell'attività?
- chi sono i partecipanti al mercato potenziali e quali sono le loro caratteristiche distintive?
- quali sono le diverse caratteristiche dei partecipanti al mercato rispetto a quelle della specifica entità che detiene il controllo dell'attività?

I partecipanti al mercato sono acquirenti e venditori motivati in grado di comprare o vendere al prezzo che il mercato formulerebbe dopo un appropriato periodo di commercializzazione del bene, che si assume essere già trascorso alla data della valutazione. I partecipanti al mercato non sono quindi operatori disposti a rinunciare all'acquisto o alla vendita in attesa di un prezzo diverso da quello che il mercato potrebbe esprimere alla data della valutazione fra soggetti indipendenti. In nessun modo le aspettative dell'attuale proprietario relativamente alla dinamica futura dei prezzi rientrano nella prospettiva dei partecipanti al mercato.

La prospettiva di uno specifico soggetto deve considerare tutti quei fattori che accrescono o riducono il valore dell'attività oggetto di valutazione e che non sono estendibili ai partecipanti al mercato. Il totale degli addendi e dei minuendi di valore relativi allo specifico soggetto costituiscono il valore speciale. Il valore speciale deve essere sempre escluso da valutazioni che adottano la prospettiva dei partecipanti al mercato. Il valore speciale non include quei benefici che sono disponibili ai partecipanti al mercato. Fra i fattori che accrescono il valore, vi sono ad esempio: le sinergie speciali che lo specifico soggetto è in grado di realizzare dall'uso congiunto dell'attività con altre attività di cui già detiene il controllo; i benefici fiscali; la capacità di sfruttamento dell'attività non disponibile a terzi; i diritti legali. Fra i fattori che riducono il valore, vi sono le possibili dissinergie – anche dette sinergie negative – ad esempio: un uso dell'attività che non corrisponde al suo massimo e miglior uso per via di sovrapposizioni con attività già detenute dall'acquirente, capacità manageriali inadeguate, incapacità di adeguato sfruttamento delle potenzialità dell'attività, gravami fiscali, restrizioni legali. In relazione allo scopo dell'incarico la valutazione nella prospettiva di uno specifico soggetto può considerare l'avversione al rischio del soggetto anziché quella media del mercato.

Se i partecipanti al mercato sono acquirenti strategici, è probabile che anch'essi siano in grado di realizzare sinergie utilizzando l'attività congiuntamente ad altre già sotto il loro controllo. Le sinergie realizzabili dai partecipanti al mercato sono "sinergie universali" (dette anche *market participant synergies*). Le "sinergie speciali" (dette anche *entity specific synergies*) sono le sinergie specifiche che solo uno specifico soggetto identificato – il soggetto che detiene il controllo dell'attività o un soggetto terzo – è in grado di realizzare. Il valore speciale è quel maggior valore rispetto alle sinergie universali che uno specifico bene ha per uno specifico soggetto. Tanto le sinergie universali, quanto le sinergie speciali possono tradursi in benefici diretti in capo alla specifica entità oggetto di acquisizione o in benefici indiretti in capo ad altre entità controllate dallo specifico soggetto. Le sinergie realizzabili in capo alla specifica attività (benefici diretti) sono sinergie divisibili, poiché di esse godono anche i soggetti che non detengono il controllo dell'attività; le sinergie realizzabili in capo ad altre attività (benefici indiretti) sono sinergie indivisibili poiché di esse gode solo il soggetto che detiene il controllo delle altre attività. Nella valutazione di un progetto di investimento l'esperto può ritenere opportuno considerare un premio per il rischio differente da quello medio di mercato per progetti analoghi, per riflettere l'avversione al rischio dello specifico soggetto tenuto anche conto delle conseguenze in capo a quest'ultimo in caso di insuccesso dell'investimento.

### 3.1.5 La data di riferimento

La data di riferimento della valutazione definisce il momento temporale al quale è riferita la stima<sup>28</sup>. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto. La data di riferimento della valutazione definisce anche i dati disponibili per la stima.

Poiché una stima di valore è funzione dell'informazione disponibile alla data di riferimento della valutazione, questa deve sempre essere esplicitata in qualsiasi stima. Naturalmente l'informazione è anche funzione della base informativa accessibile all'esperto. Così, ad esempio, due esperti l'uno che ha accesso solo ad informazione pubblica e l'altro che ha accesso anche ad informazione privata possono giungere a risultati significativamente diversi fra loro pur assumendo la stessa data di valutazione,

---

<sup>28</sup> 1.8 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

semplicemente perché il primo non ha a disposizione informazione che invece è disponibile al secondo alla data di valutazione. L'esperto deve anche esplicitare se esiste asimmetria alla data della valutazione fra *input* di fonte interna ed *input* di fonte esterna e se tale asimmetria potrebbe modificare i risultati.

La data di riferimento della valutazione è diversa dalla data di redazione del rapporto di valutazione. La data di redazione del rapporto di valutazione è sempre successiva alla data di riferimento valutazione, poiché il processo di stima richiede tempo per essere svolto. Le informazioni che si rendono disponibili fra la data della valutazione e la data di redazione del rapporto di valutazione rappresentano eventi successivi alla data di riferimento della valutazione, ovvero eventi, attesi o inattesi, manifestatisi dopo la data di valutazione ma prima della stesura del rapporto di valutazione. La possibilità di far uso dell'informazione che si rende disponibile fra la data di riferimento della valutazione e la data della redazione della stima è funzione di quattro elementi: (a) della configurazione di valore (e degli eventuali limiti di legge); (b) della finalità della stima; (c) dell'esigenza di ricomporre l'asimmetria fra informazione privata e informazione pubblica; (d) degli specifici fatti e circostanze. L'esperto deve sempre indicare se e perché ha fatto uso di informazione successiva alla data della valutazione. Quando la configurazione di valore è il valore di mercato, eventi successivi alla data di valutazione, resi disponibili prima della data di redazione del rapporto, possono essere considerati solo se con adeguata cura e diligenza avrebbero potuto essere considerati anche alla data della valutazione da parte dei partecipanti al mercato. Gli eventi successivi alla data di valutazione quando rappresentano eventi inattesi alla data della valutazione debbono essere esclusi nella stima del valore di mercato dell'attività. Una valutazione può far uso di tassi di sconto e altre variabili di mercato più vicine alla data di redazione del rapporto se la finalità della valutazione lo consente.

Sono identificabili due diverse tipologie di valutazione in relazione all'ampiezza dell'orizzonte temporale che intercorre fra la data di riferimento della valutazione e la data di redazione della stima. Una valutazione è contemporanea o retrospettiva quando si riferisce a fatti e circostanze vicini alla data di redazione della stima oppure riferiti al passato. La valutazione retrospettiva è una stima compiuta avendo riguardo ad una specifica data del passato, assumendo le sole informazioni storiche e prospettiche disponibili all'epoca. La valutazione contemporanea riguarda una stima compiuta avendo

come riferimento una data di valutazione ragionevolmente ravvicinata. La valutazione retrospettiva non deve far uso della conoscenza dell'andamento degli eventi successivi. L'esperto deve comporre una base informativa ragionevolmente obiettiva alla data della valutazione (retrospettiva), senza farsi condizionare dal fatto che conosce cosa poi è effettivamente accaduto. Anche nella definizione dei tassi di sconto e dei premi per il rischio, l'esperto deve adottare un approccio prospettico (rendimenti ragionevolmente richiesti) riferito alla data della valutazione (retrospettiva).

Tutte le valutazioni - contemporanee o retrospettive - devono considerare l'incertezza concernente il futuro. L'esperto deve sempre raggiungere una conclusione che consideri l'incertezza insita nella base informativa, nelle metodologie e nei risultati delle stime svolte. Anche quando la valutazione si fonda sulla metodica del costo, l'esperto deve comunque considerare l'incertezza riguardante il futuro in termini di obsolescenza tecnica, funzionale o economica e quindi di vita utile residua dell'attività. L'incertezza riguarda eventi possibili che hanno effetti sull'oggetto della valutazione, ma di cui non è certa né l'effettiva manifestazione, né la data di eventuale realizzazione, nonché i limiti, le approssimazioni e gli elementi di soggettività che caratterizzano inevitabilmente i metodi di reperimento e di analisi della base informativa. Il livello di incertezza di un evento è associato a una probabilità, che il valutatore assegna al suo verificarsi in ciascuna delle date possibili. La distinzione intuitiva tra "eventi ragionevolmente prevedibili" ed "eventi inattesi" corrisponde a distinguere tra eventi con probabilità significativa di realizzarsi (c.d. eventi probabili) ed eventi con probabilità bassa o molto bassa (cc.dd. eventi possibili o remoti). Gli eventi con probabilità di manifestazione molto bassa sono considerati nella stima di valori potenziali. Quando si è in presenza di eventi futuri i cui impatti possono essere anche molto rilevanti, ma per i quali è difficile effettuare una ragionevole stima della probabilità di manifestazione e/o degli impatti e/o della data di manifestazione, l'incarico di stima può prevedere esplicitamente che l'esperto non consideri, o alternativamente consideri integralmente, gli effetti dell'evento. Ciò perché ad esempio la stima di valore è funzionale alla formazione di un prezzo *spot* che esclude gli effetti di eventi futuri per i quali è previsto un meccanismo di aggiustamento prezzo successivo.

Eventi futuri incerti ad impatto rilevante possono anche riguardare e condizioni necessarie a garantire la realizzabilità finanziaria di un piano e/o la stessa continuità aziendale. L'esperto deve quindi esplicitare in forma chiara se ha considerato le

probabilità di manifestazione di tali eventi nella propria stima o se viceversa ha considerato tali eventi come realizzati o non realizzati. L'esperto deve quindi esplicitare se le proprie conclusioni considerano oppure no l'incertezza di tali eventi. Se non la considerano, occorre chiarire che la valutazione si fonda su condizioni ipotetiche. Qualora sia richiesto di eseguire una valutazione sulla base di informazioni limitate, devono essere esplicitati gli elementi ai quali l'esperto non ha avuto accesso e le conseguenti limitazioni dei risultati della sua stima. L'esperto è innanzitutto chiamato ad esprimere se la stima può essere considerata una valutazione o un parere valutativo. L'esperto non deve rilasciare un giudizio di valore, né nella forma di parere valutativo, né tantomeno nella forma di valutazione, se le limitazioni sono tali da compromettere il significato dell'esercizio di stima e quindi costituiscono delle limitazioni gravi. L'esperto può rilasciare una valutazione o un parere valutativo assumendo come condizione ipotetica che taluni elementi o condizioni o eventi che non ha potuto verificare siano effettivamente realizzati, esplicitando tuttavia che non ha potuto verificarli.

L'esperto deve sempre e comunque disporre di una base informativa ragionevolmente obiettiva. Se le limitazioni sono tali da compromettere la ragionevole obiettività della base informativa, l'esperto deve rinunciare all'incarico. Il caso più frequente di valutazione sulla base d'informazioni limitate è rappresentato dall'aggiornamento di una precedente valutazione, per la quale il committente non ritiene opportuno o possibile o conveniente aggiornare tutti i dati di *input*. In questi casi la stima non può che assumere la forma di parere valutativo. Un esempio è rappresentato da un incarico che prevede l'aggiornamento dei tassi di mercato finanziario e non invece l'aggiornamento dei flussi ricorrendone le condizioni, ad esempio perché non sono intervenuti fatti nuovi significativi e perché non è disponibile un nuovo piano o previsione aziendale. Se invece all'esperto è chiesto un parere valutativo che prevede il solo aggiornamento dei tassi di mercato finanziario, in un contesto in cui non è ragionevole assumere che non siano intervenuti fatti nuovi significativi o che non sia disponibile un nuovo piano o previsione aziendale, l'esperto deve rinunciare all'incarico.

L'unità di valutazione costituisce l'aggregato di riferimento da cui derivare il valore dell'attività, del diritto o della partecipazione oggetto di valutazione. La scelta dell'unità di valutazione può modificare il risultato della stima. Per questa ragione l'esperto deve esplicitare l'unità di valutazione. L'unità di valutazione è normalmente definita dalla

finalità della stima ricercata. A volte tuttavia è l'esperto a definire l'unità di valutazione più appropriata. In tutti i casi è opportuno che l'esperto espliciti l'unità di valutazione utilizzata e i motivi della scelta compiuta.

Il valore di una singola attività (reale) può essere stimato considerando l'attività da sola o unitamente ad altre attività complementari. L'esperto deve dichiarare quando l'unità di valutazione è la singola attività o se ha considerato attività complementari ed in quest'ultimo caso deve esplicitare come ha allocato parte del valore del gruppo di attività all'attività da valutare. Nel caso di attività reali un'unità di valutazione può essere costituita da una singola attività indivisibile o da un gruppo di attività complementari. Ad esempio, un marchio in alcuni casi può essere valutato come attività singola mentre in altri casi può richiedere di essere valutato in associazione alla tecnologia e/o alla rete commerciale o distributiva. Quando il valore dell'attività è funzione della presenza o meno di attività complementari, l'esperto deve esplicitare se la valutazione è stata compiuta sulla base del presupposto che:

- l'attività sia associata alle attività complementari, ed in questo caso deve anche esplicitare come è stato attribuito il valore alla specifica attività;
- l'attività non sia associata alle attività complementari.

Così, ad esempio, quando la configurazione di valore è rappresentata dal valore di mercato è necessario esplicitare se il valore stimato presuppone che l'ipotetico compratore disponga o meno delle attività complementari.

Quando la specifica configurazione di valore richiede che si faccia riferimento al massimo e miglior uso di un'attività non finanziaria, i criteri di individuazione di tale massimo e miglior utilizzo devono essere precisati. Il massimo e miglior uso di un'attività (*highest and best use-HBU*) è l'uso che ne massimizza il potenziale che è operativamente possibile, finanziariamente fattibile e legalmente consentito. Il massimo e miglior uso può essere l'uso corrente o un uso alternativo. Quando la prospettiva di valutazione è quella dei partecipanti al mercato, il massimo e miglior uso è quello che realisticamente i partecipanti al mercato potrebbero considerare all'atto del formulare un prezzo di acquisto. Il massimo e miglior uso di un'attività (non finanziaria) considerata isolatamente può essere diverso dal massimo e miglior uso della stessa attività qualora



essa sia utilizzata congiuntamente ad altre attività. Identificare il massimo e miglior uso di un'attività presuppone di:

- stabilire se un uso è possibile e ragionevole nella prospettiva dei partecipanti al mercato;
- considerare gli eventuali requisiti e le eventuali restrizioni legali;
- valutare se il rendimento ottenibile dal massimo e miglior uso di un'attività è superiore a quello attuale in misura tale da giustificare i costi di conversione.

Il valore delle attività non finanziarie è funzione della loro destinazione d'uso. Alcune configurazioni di valore – come il *fair value* IAS/IFRS o il valore di mercato PIV e IVS – richiedono che la stima rappresenti il massimo e miglior uso dell'attività accessibile a soggetti diversi da quello che attualmente detiene il controllo dell'attività stessa come i partecipanti al mercato. La migliore destinazione d'uso di un'attività può essere singola o congiunta ad altre attività. Nel caso in cui il massimo e miglior uso sia ricavabile in congiunzione ad altre attività, può essere necessario dapprima stimare il valore del gruppo di attività e poi ricavare il valore dell'attività oggetto di valutazione.

Il valore di un marchio, ad esempio, può essere aumentato sfruttandone le potenzialità in settori merceologici affini o in nuovi mercati geografici. Il valore di una tecnologia può essere considerevolmente incrementato qualora se ne possa garantire l'applicazione su larga scala. In questi casi il massimo e miglior uso dell'attività cattura le potenzialità dell'attività in sé. Tali potenzialità non devono essere semplici speranze o previsioni, ma devono fondarsi su riscontri ragionevoli che un partecipante al mercato realisticamente considererebbe. Può accadere che il massimo e miglior uso di un'attività discenda da un uso congiunto con più attività che non massimizza necessariamente il valore della specifica attività oggetto di valutazione, ma incrementa il valore dell'insieme delle attività di cui essa fa parte. In questi casi il partecipante al mercato massimizzerebbe il valore del gruppo di attività unitariamente considerato. Il massimo e miglior uso di un'attività può essere anche rappresentato dal suo non uso. Ciò accade quando ad esempio il soggetto che detiene il controllo dell'attività decida di non utilizzarla e contemporaneamente di non cederla a terzi per non avvantaggiare i concorrenti attuali e potenziali. Si pensi al caso di un'azienda che acquista un'altra azienda e decida di non usarne il marchio, perché essa dispone di un proprio marchio più forte, e contemporaneamente di non cederlo a terzi, perché i concorrenti dispongono di marchi più deboli. Se il massimo e miglior uso di una

attività è rappresentato da un uso congiunto con altre attività, l'esperto deve indicare se nel valutare l'attività singola ha adottato:

- l'ipotesi che l'attività è o potrebbe essere in uso da parte di soggetti che dispongono di attività complementari;
- l'ipotesi che l'attività è o potrebbe essere in uso da parte di soggetti (o è in scambio con soggetti potenziali acquirenti) che non dispongono di attività complementari.

Il valore sinergico è un valore addizionale per uno specifico soggetto o per un partecipante al mercato che si genera dalla combinazione di più attività fra loro, per cui il valore combinato delle attività è superiore alla somma dei loro valori considerati separatamente. Il valore sinergico emerge dalla combinazione di più attività fra loro. Non necessariamente il valore sinergico che scaturisce dalla congiunzione di più attività genera benefici differenziali in capo alla specifica attività oggetto di valutazione. Ad esempio, l'acquisizione di un'azienda può generare per l'acquirente benefici in capo ad altri *business* già detenuti. Ciò nonostante, tale valore può essere considerato come parte del valore dell'attività, poiché il valore di un'attività deve considerare tutti i benefici differenziali (netti) diretti ed indiretti che essa è in grado di generare. Il soggetto rispetto al quale sono stimati tali benefici definisce la prospettiva di valutazione. Così quando la configurazione ricercata è il valore d'investimento, il valore sinergico si riferisce a tutti i benefici diretti ed indiretti che lo specifico soggetto può trarre dall'attività. Quando la configurazione è il valore di mercato, il valore sinergico si riferisce a tutti i benefici diretti ed indiretti che i partecipanti al mercato possono trarre dall'attività.

Il valore speciale riflette il valore addizionale rispetto alle sinergie universali (*market participant synergies*) che un'attività può generare per uno specifico soggetto. Perché si abbia valore speciale occorre che la specifica attività risulti più attrattiva per lo specifico soggetto piuttosto che per altri partecipanti al mercato a causa di attributi fisici, geografici, economici o legali. Quando lo specifico soggetto non è il soggetto che detiene l'attività si tratta di un'acquirente speciale. In nessun modo il valore speciale è riflesso nel valore mercato dell'attività. Il valore speciale è riflesso invece nel valore d'investimento dell'acquirente speciale o dell'attuale proprietario del bene, se questi può godere di sinergie speciali.

I costi di negoziazione, anche detti frequentemente “di transazione”, sono i costi diretti incrementali, ivi comprese imposte e tasse, che venditore e/o acquirente sopportano nel trasferimento di un bene, di un gruppo di beni o di un’entità aziendale. Le configurazioni di valore se non diversamente esplicitato non considerano i costi di transazione. I costi di transazione sono quei costi che l’acquirente e/o il venditore sopportano quale diretta conseguenza della transazione e che non avrebbero sopportato se la transazione non si fosse effettuata. Si tratta pertanto di costi diretti incrementali. I costi di transazione comprendono *fee* e commissioni corrisposte a intermediari, consulenti finanziari, legali, contabili, fiscali, *broker*, *dealer*, imposte, tasse, ecc. Normalmente le valutazioni non considerano e neppure esplicitano i costi di negoziazione. Vi possono tuttavia essere casi in cui i costi di negoziazione debbono essere considerati, ad esempio nella stima del *fair value less costs to sell* ai sensi dello IAS 36.

L’esperto deve esplicitare le ipotesi che ha assunto con riguardo alla fiscalità qualunque metodica valutativa abbia adottato (*market, income, cost*), motivando le scelte compiute. La fiscalità rappresenta normalmente un elemento in grado di modificare considerevolmente il risultato di stima. Le scelte relative alla fiscalità nella valutazione sono tuttavia funzione dello scopo della valutazione, della configurazione di valore, della tipologia di attività/passività oggetto di valutazione e più in generale di specifici fatti e circostanze. L’esperto deve chiarire quali siano le scelte che ha compiuto con riguardo alla fiscalità in relazione alla metodica adottata, ad esempio con riguardo:

- alla aliquota di imposta considerata ai fini della determinazione dei flussi di risultato prospettici – nell’applicazione del criterio reddituale – che può essere un’aliquota nominale (aliquota piena da normativa) o effettiva;
- alla comparazione di multipli di società o di transazioni comparabili riferiti a risultati lordi di imposta (ad esempio *EV/Ebitda*, *EV/Ebit*) riferiti a società con regimi fiscali non comparabili;
- all’uso di costi netti o lordi di imposta ai fini del calcolo del costo di riproduzione o di rimpiazzo,
- alla fiscalità applicata alle plus/minusvalenze nella stima dei valori correnti di attività e passività.

L’esperto deve anche esplicitare le motivazioni che eventualmente hanno giustificato l’inserimento come addendo di valore del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli

ammortamenti di immobilizzazioni materiali o immateriali (*Tax Amortization Benefits = TAB*). L'inserimento del TAB si giustifica se esistono evidenze di mercato che evidenziano il riconoscimento del TAB stesso.

### **3.2 Metodiche di valutazione**

La valutazione di un bene immateriale<sup>29</sup> presuppone che l'esperto raccolga le informazioni necessarie a consentirgli di:

- a) identificare e circoscrivere il bene immateriale oggetto di valutazione;
- b) verificare le caratteristiche specifiche del bene immateriale oggetto di valutazione (in termini di funzione, tipologia di benefici generati, vantaggi competitivi associati);
- c) analizzare l'insieme di diritti legali, le protezioni e le limitazioni che pertengono ai beni immateriali oggetto di valutazione;
- d) identificare accordi di licenza, di sublicenza, diritti di confidenzialità, di sviluppo di commercializzazione e di sfruttamento e ogni altra obbligazione afferente al bene immateriale oggetto di valutazione;
- e) conoscere la storia del bene immateriale;
- f) stimare la vita economica residua e la vita legale del bene intangibile;
- g) apprezzare i benefici economici diretti ed indiretti che il bene immateriale ci si attende produrrà in capo al proprietario o al titolare durante la sua vita economica;
- h) conoscere eventuali controversie (passate e correnti) relative al bene immateriale;
- i) valutare le potenzialità in termini di sfruttamento commerciale ancora inespresso del bene immateriale;
- j) identificare se il massimo e miglior uso del bene immateriale è il suo uso corrente;
- k) identificare se il massimo e miglior uso del bene immateriale lo si realizza da solo o inserendolo in un gruppo di attività.

Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzati una o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti prospettive di carattere generale entro le quali possono essere classificati i principali criteri di stima. Nell'affrontare un problema di valutazione, l'esperto dovrebbe individuare la prospettiva più efficace in relazione alla natura e alle caratteristiche dell'oggetto del proprio incarico. In alcuni casi, potrebbe essere opportuno realizzare la

---

<sup>29</sup> III.5.4 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

valutazione adottando più di un approccio; ciò in particolare qualora tale scelta consenta di porre l'enfasi su elementi (*value driver*) particolarmente significativi nel contesto della specifica configurazione di valore giudicata rilevante ai fini dell'incarico. In pratica è molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione un secondo metodo che assume la valenza di metodo di "confronto" e di "controllo". Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- a) metodica del costo (*cost approach*);
- b) metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*);
- c) metodica di mercato (*market approach*).

Poiché la scelta della metodica di valutazione non è neutrale rispetto al risultato della stima, l'esperto deve spiegare le ragioni per cui non ha fatto uso di una o due metodiche. La già indicata classificazione delle metodiche di valutazione è di carattere generale. Le metodiche si ispirano ai principi economici del valore in funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per riprodurre un'attività simile a quella che deve essere valutata (*cost approach*), del valore di ogni attività in funzione della generazione di flussi di risultati (*income approach*) e dell'equilibrio dei prezzi di mercato (*market approach*). In funzione della natura del bene oggetto di valutazione e della configurazione di valore rilevante, uno o più dei principi enunciati tendono ad assumere maggiore significato. A ciascuna metodica di valutazione fanno capo diversi criteri di valutazione. Anche la scelta del criterio o dei criteri di valutazione entro ciascuna metodica non è neutrale rispetto al risultato della stima. Per questa ragione l'esperto deve motivare le ragioni alla base della scelta del criterio o dei criteri utilizzati.

### 3.2.1 Metodo del costo

La metodica del costo (*cost approach*)<sup>30</sup> fornisce indicazioni in ordine che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*). La logica alla base della prospettiva adottata con questa

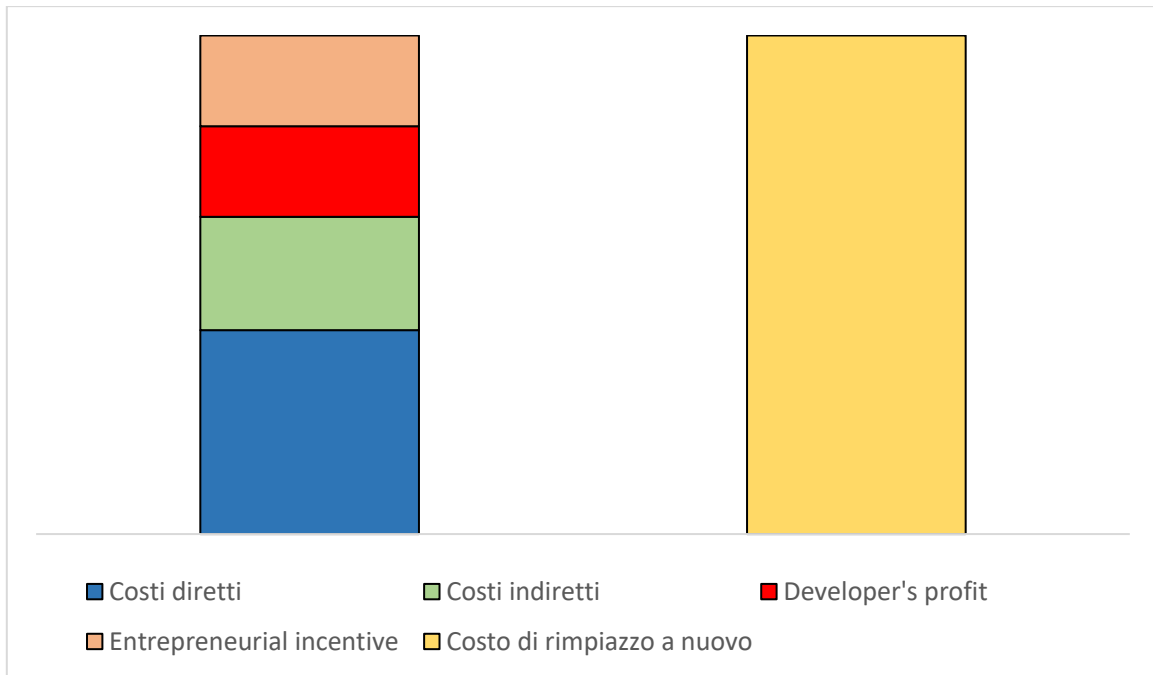
---

<sup>30</sup> I.17 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal costo di sostituzione (o di rimpiazzo) dell'attività con un'altra in grado di garantire la medesima utilità. Le informazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica del costo (*cost approach*) assumono differente significato e rilievo in funzione della categoria di attività (*asset class*) alla quale appartiene l'attività oggetto di valutazione. Si tratta peraltro di informazioni che in genere integrano le indicazioni che possono essere ottenute attraverso la metodica di mercato (*market approach*) e la metodica dei risultati attesi (*income approach*). Conseguentemente, il *cost approach* viene utilizzato quale unica metodica di valutazione nei casi in cui non risultino disponibili informazioni che consentano l'utilizzo degli approcci alternativi, ovvero non sia significativo ricondurre flussi di risultati ad attività specifiche come, ad esempio, nel caso della valutazione di singoli impianti, macchinari e strumenti di produzione.

Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o ricostruzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*). Devono essere precisate le motivazioni per le quali viene prescelta la prima o la seconda accezione di costo. Il costo di riproduzione viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene. Se risulta fisicamente non possibile, oppure non è tecnicamente valida a motivo delle innovazioni tecnologiche intervenute, si ricorre al costo di sostituzione. Il costo di sostituzione o rimpiazzo si definisce come il costo necessario per costruire o acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale, la stessa utilità.

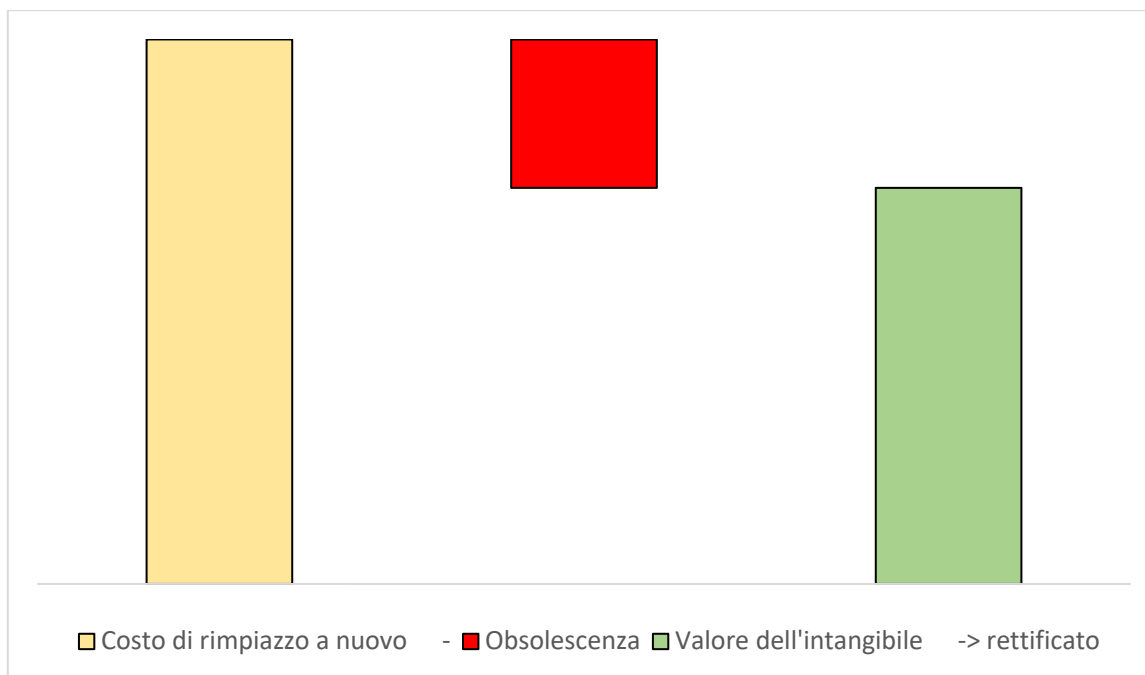
Il criterio del costo quando riferito ad attività in grado di trasferire un vantaggio competitivo, ad esempio nel caso di beni intangibili, deve considerare oltre ai costi diretti ed ai costi finanziari indiretti (*developer's profit*) anche l'eventuale incentivo imprenditoriale (*entrepreneurial incentive*). L'incentivo imprenditoriale è il maggior rendimento rispetto al costo del capitale che colui che ha realizzato un bene in grado di trasferire un vantaggio competitivo desidera vedersi riconosciuto, nella cessione del bene stesso, per compensarlo dell'extra-reddito che il bene è in grado di generare.



*Figura 10 – Componenti di costo di un bene intangibile*

Il costo di riproduzione e il costo di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado – o di obsolescenza – che interessano l'attività oggetto di valutazione alla data di valutazione. I fenomeni di degrado sono trattati attraverso una serie di abbattimenti applicati alla stima del valore dell'attività nuova per esprimere sia l'usura fisica che caratterizza il bene, sia le ragioni d'inferiorità che esso presenta rispetto al nuovo. L'obsolescenza può assumere tre principali configurazioni:

- obsolescenza economica;
- obsolescenza fisica;
- obsolescenza funzionale.



*Figura 11 – La rettifica dell'obsolescenza*

L'obsolescenza economica è definita come la perdita di valore dovuta a fattori esterni, estranei all'attività in sé, e può derivare da varie cause quali: l'aumento di prezzo delle materie prime o del costo del lavoro non compensato da un aumento del prezzo dei prodotti finiti, la riduzione di domanda dei prodotti finiti, un aumento della competizione, un'elevata inflazione, nuove norme e regolamenti. L'obsolescenza fisica è definita come la perdita di valore di un'attività materiale attribuibile al logoramento risultante da: utilizzo e manutenzione effettuata, esposizione all'atmosfera e all'ambiente, guasti interni causati da vibrazioni, sforzi, effetti di incidenti o sinistri. L'obsolescenza funzionale è definita come la perdita di valore di un'attività dovuta ad inefficienze o inadeguatezza della attività in sé, quali: l'eccesso di investimento che riflette una riduzione di valore resa necessaria da intervenute innovazioni costruttive o dalla disponibilità di migliori materiali, l'insufficienza o inadeguatezza funzionale dovuta a motivi di inadeguatezza che provocano eccessi di costi operativi, l'ubicazione dell'attività e l'eccesso di capacità (sovradimensionamento).

I principali criteri di valutazione dei beni immateriali riconducibili alla metodica del costo sono:

1. il criterio del costo storico;



2. il criterio del costo storico residuale;
3. il criterio del costo di riproduzione.

Tutti i criteri riconducibili alla metodica del costo dapprima stimano il valore del bene immateriale a nuovo e poi sulla base dell'obsolescenza economica, funzionale e tecnologica, determinano il valore del bene nel suo stato d'uso corrente. La principale criticità nell'applicazione della metodica del costo consiste nell'identificare i costi rilevanti. Tali costi includono i costi diretti, i costi opportunità e la remunerazione per i rischi dello sviluppo del bene intangibile. La misura dei costi indiretti attribuiti al bene intangibile deve essere valutata caso per caso in relazione agli specifici fatti e circostanze. I costi devono escludere i costi incurabili, cioè quei costi che per effetto di obsolescenza funzionale e tecnologica alla data della valutazione non si sarebbero sostenuti.

#### Criterio del costo storico

L'espressione del valore degli intangibili specifici internamente prodotti sulla base dei loro costi è, in sostanza, la rinuncia a un giudizio di valutazione<sup>31</sup>. Il suddetto criterio è tipicamente usato per gli intangibili in via di formazione, quando l'efficacia degli investimenti che li riguardano e quindi la probabilità di successo, in primo luogo sul piano delle ricerche, ma anche del marketing, sono difficili o impossibili da stimare e i loro ritorni attesi sono gli stessi considerati alla base dei piani di investimento, in mancanza di verifiche successive.

Nell'area della tecnologia, per esempio, la cosiddetta «ricerca di base», generatrice di costi che si trovano ancora «lontani dal mercato» e quindi da ragionevoli previsioni di successo e di misura della domanda, rientra, per definizione, nella cosiddetta «area dei costi».

#### Criterio del costo storico residuale

Il metodo<sup>32</sup> consiste nell'accertamento dei costi che storicamente sono stati necessari per la formazione di intangibili, a prescindere dal loro trattamento contabile; se del caso, nel loro allineamento monetario e nella loro riduzione per tenere conto della residua utilità. Questa riduzione, che conduce al costo storico residuale, può avvenire con due soluzioni pratiche:

---

<sup>31</sup> Par. 6.5.1 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

<sup>32</sup> Par. 6.5.2 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

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

Un caso particolare di stima del costo storico residuale si verifica in presenza di progetti di ricerca in corso per i quali la probabilità di successo risulti ragionevolmente stimabile in base all'esperienza. Un esempio riferito all'industria farmaceutica rettifica il costo totale dei progetti di ricerca in funzione della probabilità di successo tecnologico, che dipende dallo stato di avanzamento del progetto, e della potenzialità di mercato.

#### Criterio del costo di riproduzione

Questo procedimento<sup>33</sup> consiste nella stima di quanto costerebbe ricreare oggi gli intangibili oggetto di valutazione, cioè nella stima degli oneri da sostenere per riprodurli. Anche in questo caso si tratta, innanzitutto, di individuare le componenti di costo significative o rilevanti. Il calcolo può essere condotto:

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

In taluni casi si ipotizza che i volumi annuali di spesa, espressi a valori correnti, debbano essere ripetuti per un certo periodo: il numero di anni diventa il moltiplicatore. Per esempio, se i costi di ricerca e sviluppo si dimensionano, negli ultimi tempi, su 20 milioni di euro per anno, e se l'impegno necessario per riprodurre l'attuale bagaglio di tecnologie si misura in cinque anni, il valore ricercato è di 100 milioni di euro. Indici di questo genere, giova avvertire, non sempre hanno significato, specie in presenza di progressi tecnologici

---

<sup>33</sup> Par. 6.5.3 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

molto veloci o di veri «salti» nelle scoperte di tecnologie e prodotti. Altre volte valutazioni analitiche e per indici sono usate congiuntamente.

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

$$\text{Valore finale} = \text{Costo di riproduzione} \times \frac{\text{Vita residua}}{\text{Vita totale}}$$

Sul tema non si hanno regole, anche se peso rilevante assumono in proposito non tanto le caratteristiche intrinseche dell'intangibile specifico considerato, quanto le condotte dei concorrenti, che possono, con le loro attività, condizionarne fortemente il residuo valore competitivo. La verità è che una previsione di durata prolungata e spesso ardua: perciò anche formule di ammortamenti decrescenti, anziché di ammortamenti lineari, potrebbero essere preferite. In alcune situazioni, la rettifica per degrado non va applicata: ciò accade, per esempio, quando la stima del costo di riproduzione si riferisca a intangibili «nello stato in cui si trovano», per esempio: costo di riproduzione di un marchio avuto riguardo alle sue odierne condizioni definite dal grado di notorietà raggiunto, dalla sua odierna quota di mercato ecc. Concettualmente, in simili condizioni, la vita residua coincide con la vita totale.

Con riguardo agli intangibili attinenti alla sfera del *marketing*, bene annota Renoldi<sup>34</sup> che «assumono rilievo i costi sostenuti una sola volta nel ciclo di vita del prodotto, quelli cioè relativi alle fasi di lancio e di consolidamento. Si fa dunque riferimento all'investimento cumulativo, opportunamente ricondotto a un medesimo istante (cioè capitalizzato), che l'impresa ha sostenuto per garantire l'affermazione sul mercato del proprio marchio, unitamente al prodotto. Vengono pertanto escluse quelle spese di *marketing* quali pubblicità, sponsorizzazione e promozione che, in realtà, non hanno natura di investimento, in quanto si limitano, nell'ambito di un ambiente sostanzialmente statico, al mantenimento dell'immagine, della notorietà e della fedeltà alla marca già raggiunte presso i consumatori».

---

<sup>34</sup> A. Renoldi, *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, Egea – Milano 1992

### 3.2.2 Metodo del reddito

La metodica dei risultati attesi (*income approach*)<sup>35</sup> fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di una attività reale o finanziaria di generare flussi di risultato nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri. La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso o l'investimento nell'attività stessa e quindi dal valore attuale dei risultati attesi dal detenere l'attività.

Tale metodica è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi finanziari o reddituali generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.

I principali criteri di valutazione<sup>36</sup> dei beni immateriali riconducibili alla metodica del reddito sono:

- a) Criteri fondati sulle stime dirette dei benefici economici futuri:
- criterio dei benefici futuri attualizzati (o *DCF*): determina il valore del bene sulla base del valore attuale dei benefici diretti attesi (ad esempio i risparmi di costi) che si prevede verranno generati lungo la vita utile residua. Il tasso di attualizzazione considera i rischi dello specifico bene;
  - criterio delle opzioni reali: determina il valore del bene sulla base del valore implicito delle opzioni possibili di sviluppo che lo caratterizzano. Come per le opzioni finanziarie l'approccio di valutazione è *risk neutral* e quindi il saggio di attualizzazione è il saggio privo di rischio;
  - criterio del reddito in ipotesi di riavvio dell'attività (*Build-up* o *Greenfield Method*): determina il valore del bene sulla base dell'ipotesi di detenere solo il bene oggetto di valutazione e dover acquisire tutte le altre attività complementari necessarie a garantire lo sfruttamento dal bene, partendo da zero. Il saggio di attualizzazione

---

<sup>35</sup> I.16 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

<sup>36</sup> III.5.9 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

utilizzato è il costo medio ponderato del capitale *WACC* dell'impresa cui il bene immateriale appartiene.

b) Criteri fondati sulle stime indirette dei benefici economici futuri:

- criterio dei flussi differenziali (o *with and without* o *scenario method* o *premium profit method*): determina il valore del bene per differenza fra il valore dell'azienda "con" e il valore dell'azienda "senza" il bene immateriale. La caratteristica di questo criterio è che i flussi dell'azienda nei due scenari sono scontati al costo medio ponderato del capitale dell'impresa cui il bene immateriale appartiene;
- criterio del reddito attribuito (o *profit split method* o *relief-from royalty method*): determina il valore del bene sulla base di un reddito attribuito al bene intangibile identificato facendo uso di un criterio di allocazione ricavato da società comparabili, da parametri soggettivi o da parametri oggettivi. Il tasso di attualizzazione riflette i rischi dello specifico bene intangibile;
- criterio degli extraredditi (o *Multi-period excess earnings method - MPEEM* o *Single-period excess earnings method - SPEEM*): determina il valore del bene sulla base del valore attuale del reddito aziendale che residua dopo aver detratto dal reddito corrente o prospettico il costo d'uso (consumo + remunerazione) degli altri beni materiali ed immateriali di cui l'entità è dotata. Il reddito di pertinenza del bene immateriale è attualizzato ad un tasso che considera il rischio dello specifico bene.

Tutti i criteri reddituali si alimentano di proiezioni di risultati attesi. Tutte le proiezioni devono essere adeguatamente motivate e documentate dall'esperto. I flussi di risultato devono essere coerenti con la configurazione di valore ricercata (partecipante al mercato o specifico soggetto) e con la vita economica residua dell'attività. L'uso di criteri reddituali dovrebbe accompagnarsi ad un'analisi di sensibilità (*sensitivity*) che illustri gli impatti sul valore delle principali ipotesi (*assumptions*).

Nel caso dei criteri che si fondano su stime indirette dei flussi è necessario svolgere controlli di ragionevolezza relativamente alla porzione di utili attribuita al bene intangibile. Tali controlli normalmente sono effettuati a livello di reddito operativo o di margine lordo e verificano quanta parte del reddito è attribuita alle altre attività, considerato il loro contributo alla formazione del reddito (margine) complessivo.

### 3.2.3 Metodo di mercato

La metodica di mercato (*market approach*)<sup>37</sup> fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti.

L'esperto deve essere consapevole che la metodica di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni:

- le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentano un grado accettabile di comparabilità;
- i prezzi osservati per le attività di riferimento si formano in normali condizioni di mercato;
- non siano riconosciuti nel prezzo valori o sinergie speciali legate alla specifica transazione.

La logica alla base della prospettiva adottata con questa metodica è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, una volta considerate le opportune differenze. La non diretta comparabilità delle attività di cui si conoscono i prezzi con l'attività oggetto di valutazione può richiedere aggiustamenti ai prezzi per considerare differenze nelle caratteristiche legali, economiche o fisiche dell'attività. I prezzi possono essere espressi in forma relativa rispetto a parametri rilevanti, in questi casi si parla di multipli di valore. I multipli di valore per essere tali devono porre a denominatore una quantità razionalmente legata al prezzo. Molti multipli empirici non soddisfano questo requisito. Il requisito della comparabilità deve essere apprezzato avendo riguardo alle caratteristiche delle attività e delle negoziazioni che hanno originato i prezzi osservati. I requisiti generali di comparabilità stabiliscono in primo luogo che, ai fini della valutazione, è necessaria un'analisi approfondita non solo delle caratteristiche delle attività che vengono poste a confronto, ma anche delle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi negoziati sul mercato, relativamente alle unità di valutazione. I fattori più importanti in relazione ai quali deve essere espresso il giudizio di comparabilità cambiano in funzione del tipo di attività (*asset class*) oggetto di valutazione e dei contesti della stima.

---

<sup>37</sup> I.15 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

Nell'ambito delle valutazioni di azienda, i prezzi che si formano nel c.d. mercato del controllo (*market for corporate control*) possono risultare differenti rispetto ai prezzi espressi dal mercato azionario. Ciò dal momento che il mercato del controllo tende ad esprimere valori strategici e valori che incorporano sinergie attese. Per questa ragione i multipli relativi a transazioni comparabili risultano di norma più elevati dei multipli di borsa (*market multiples*). Tuttavia, tali multipli incorporano spesso valori speciali (relativi allo specifico soggetto e alla specifica attività oggetto di transazione). Qualora i prezzi osservati sul mercato si riferiscano ad unità di valutazione diverse da quella che rileva nel contesto dell'incarico ricevuto, l'esperto può ricondurre le indicazioni di mercato alla unità di valutazione appropriata attraverso l'applicazione di premi e sconti.

Presupposto per l'impiego della metodica di mercato è che i prezzi osservati sul mercato con riferimento ad attività simili risultino rappresentativi del prezzo che si potrebbe formare alla data di valutazione. L'esperto non può quindi prescindere da un'analisi delle condizioni che hanno determinato la formazione del prezzo stesso.

Un indicatore fondamentale del livello di significatività dei prezzi è costituito dal volume di scambi cui i prezzi stessi si riferiscono. A tale riguardo, deve essere valutata con particolare attenzione la rappresentatività dei prezzi nei mercati sottili – o poco attivi – caratterizzati da volumi di scambi limitati. Il grado di liquidità di un mercato dovrebbe essere valutato in rapporto alla capacità di sviluppare un adeguato volume di negoziazioni, oppure in base alla dimensione dello scarto “lettera-denaro”, c.d. *bid-ask spread*, relativamente alle caratteristiche della specifica attività oggetto di valutazione.

In presenza di situazioni anomale, di alta volatilità e di prolungate turbolenze l'approccio di mercato può fornire indicazioni distorte in rapporto ad alcune delle configurazioni di valore. Se sussistono le circostanze richiamate può essere utile integrare le informazioni desumibili dall'approccio di mercato attraverso l'utilizzo di uno o più degli approcci di valutazione alternativi. Anche nella valutazione di beni immateriali, quando le transazioni sono limitate o i mercati inesistenti o inattivi, si preferisce optare per metodiche di valutazione alternative o affiancare alla metodica di mercato altre metodiche di valutazione.

I criteri di valutazione dei beni immateriali<sup>38</sup> riconducibili all'approccio di mercato sono:

---

<sup>38</sup> III.5.10 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

- criterio delle transazioni comparabili: determina il valore del bene intangibile sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. È spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa;
- criterio delle *royalty* di mercato di beni comparabili: determina il valore del bene immateriale sulla base del valore attuale delle *royalties* riconosciute su beni comparabili. A causa della eterogeneità dei beni immateriali può essere difficile identificare beni immateriali comparabili. È spesso necessario in questi casi procedere a rettificare i tassi di *royalty* per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa.

Le principali differenze da considerare nella interpretazione di multipli di transazioni comparabili anche quando riguardano beni immateriali di eguale tipologia sono:

- la copertura geografica;
- la funzionalità;
- la quota di mercato;
- i mercati di accesso (*business-to-business* o *business-to consumer*);
- la data della transazione rispetto alla data della valutazione.

Le principali differenze nei contratti di licenza che possono avere impatto sui tassi di *royalty* sono:

- fattori specifici del licenziante e del licenziatario;
- termini di esclusiva della licenza;
- se il licenziante o il licenziatario sono responsabili di taluni costi, come i costi di *marketing* e di pubblicità;
- data di inizio della licenza e durata;
- minimi garantiti in termini di flussi di *royalty*;
- caratteristiche differenzianti il bene immateriale, quali: la posizione di mercato, la copertura geografica, la funzionalità, il mercato di accesso (*business-to-business* o *business-to-consumer*).



Particolare cautela deve accompagnare la scelta di una o poche transazioni aventi per oggetto beni immateriali di eguale tipologia come *benchmark* per la valutazione, quando l'esperto non può contare su una piena informazione relativamente a tutte le condizioni della transazione. Per altro raramente è disponibile una piena informazione sulla transazione comparabile a causa della riservatezza che accompagna queste operazioni. L'esperto potrebbe non conoscere i termini in dettaglio, per esempio se siano state rilasciate garanzie o indennizzi dal venditore, se siano stati inclusi incentivi, o quale sia il profilo fiscale dell'operazione. Anche dove si dispone di piena informazione sulla transazione può risultare difficile stimare gli aggiustamenti necessari al multiplo implicito nella transazione per riflettere le caratteristiche specifiche del bene oggetto di valutazione. Per effetto di tali difficoltà l'uso della metodica di mercato, al di fuori di beni immateriali standardizzati, come ad esempio le licenze, è sconsigliata come metodo principale.

I premi e gli sconti sono rettifiche, rispettivamente in aumento e in diminuzione, da applicare (eventualmente) ad una stima di valore ottenuta sulla base delle metodiche dei risultati attesi o del costo per tradurla in un prezzo fattibile, cioè per accostarla al valore di mercato. Occorre molta cautela nell'uso di premi e sconti per evitare errori di duplicazione. La misura dei premi e degli sconti deve essere ragionevole e riflettere: (a) il paradigma valutativo corrente di mercato; (b) le specifiche caratteristiche dell'oggetto della valutazione. I premi/sconti considerati in questo contesto non vanno confusi con i premi per il rischio, che normalmente fanno parte integrante della determinazione di valore in condizioni di incertezza. L'applicazione di premi e di sconti trae fondamento da evidenze di incompletezza dell'analisi compiuta per la stima del valore di mercato. L'applicazione di premi e di sconti medi calcolati sulla base d'informazione pubblica relativa a significativi campioni di transazioni della stessa specie non è appropriata senza un'analisi delle caratteristiche dell'oggetto della valutazione. Poiché la determinazione della misura appropriata di premi e sconti è frutto di un giudizio ampiamente discrezionale e comunque sintetico, l'esperto deve cercare di evitare l'impiego di premi e di sconti di rilevante dimensione, cercando di catturarne le determinanti nelle variabili di *input* della valutazione, sulla base cioè di un processo analitico. L'uso di premi e di sconti è anche legato alla prospettiva di valutazione. Se l'esperto non ha accesso a informazioni di natura privata, può essere costretto a far uso di premi e di sconti desunti dal mercato. L'applicazione di premi e di sconti è di regola basata su dati empirici di mercato e richiede

pertanto la disponibilità di una base informativa adeguata. Spesso quest'ultima può essere reperita solo con riferimento a mercati più ampi e organizzati. L'esperto deve perciò accertarsi della significatività dei dati raccolti anche nel particolare contesto della valutazione a lui affidata. In linea generale l'esperto dovrebbe ricorrere a sconti solo in quei casi in cui non è praticabile altra via per catturare nella valutazione questi fattori di rischio.

La valutazione di un bene immateriale può essere compiuta facendo riferimento a ciascuna delle tre metodiche di valutazione conosciute (mercato, reddito e costo). Ai fini della selezione delle metodiche più appropriata dovrebbe considerare le caratteristiche del bene immateriale ed in particolare la sua riproducibilità, la natura dei benefici che esso è in grado di generare in capo al proprietario (attuale o potenziale) e all'utilizzatore e l'esistenza o meno di un mercato di riferimento:

- solitamente un bene immateriale che è facilmente riproducibile – un bene generato internamente che non ha un flusso di reddito direttamente attribuibile – è valutato sulla base della metodica del costo;
- nel caso di un bene immateriale che conferisce un vantaggio competitivo distintivo al soggetto che lo detiene, o un bene immateriale che sorge da diritti contrattuali o legali, nella prassi tale bene viene valutato sulla base della metodica del reddito;
- infine, il criterio di mercato è di difficile applicazione nella stima del valore di beni immateriali a causa della scarsità di transazioni, della limitata disponibilità di informazioni e della limitata comparabilità di beni immateriali anche della stessa tipologia.

Quando ritenuto appropriato l'esperto può utilizzare più metodiche di valutazione per la stima del valore di uno stesso bene immateriale. Ad esempio, per valutare un bene immateriale che conferisce un vantaggio competitivo distintivo al soggetto che lo detiene l'esperto potrà usare anche la metodica del costo, avendo l'accortezza di considerare in sede di applicazione di tale metodica anche il c.d. incentivo imprenditoriale ovvero la remunerazione addizionale al costo del capitale che lo sviluppatore di un bene intangibile in grado di conferire un vantaggio competitivo vorrebbe farsi riconoscere. Allo stesso modo per valutare un bene immateriale facilmente riproducibile l'esperto potrà usare anche la metodica del reddito, avendo l'accortezza di considerare un criterio di attribuzione del reddito di pertinenza dell'intangibile coerente con la sua natura.

### **3.3 Stima della vita utile del bene immateriale e del tasso di sconto**

Tutti i metodi di valutazione dei beni immateriali richiedono una stima della loro vita utile residua<sup>39</sup>. La vita utile residua del bene immateriale definisce la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi dal bene immateriale; perciò, la stima di questo orizzonte temporale richiede un'analisi dei fattori legali, tecnologici, funzionali ed economici del bene stesso. Prima di applicare qualsiasi metodo di valutazione occorre preliminarmente stimare la vita utile residua e l'età del bene immateriale. La somma fra vita utile residua e l'età determina la vita economica complessiva del bene immateriale. I beni immateriali possono avere vita indefinita. Nessun bene immateriale può avere vita infinita. Ciò significa che affinché sia conveniente mantenere indefinitamente in vita un bene immateriale è necessario che il costo di manutenzione sia inferiore ai benefici che scaturiscono dalla manutenzione stessa.

La determinazione della vita utile di un bene immateriale è strettamente collegata al tasso di sconto o di attualizzazione specifico del bene. I tassi di sconto<sup>40</sup>, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi di cassa (*cash flow*) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il principio base è che ricevere uno specifico flusso di cassa a una specifica data futura è equivalente a ricevere il valore attuale del flusso di cassa alla data di valutazione. Il problema dell'attualizzazione, o *discounting*, riveste un ruolo fondamentale nei processi di valutazione basati sull'*income approach* o, in generale, basati sui flussi stimati di risultati netti futuri. Secondo questi approcci, una volta specificato l'*income stream*, cioè la sequenza attesa dei *cash flow* futuri generati dall'attività oggetto di valutazione, si tratta di ricavarne un valore attuale, trasformando la sequenza di flussi futuri in un unico importo esigibile alla data di valutazione e che sia da considerare in qualche senso equivalente a questi flussi. Il tasso di sconto è il parametro chiave per il calcolo del valore attuale.

Nella maggior parte dei casi i *cash flow* considerati nell'*income approach* rappresentano risultati netti, cioè differenza tra costi e ricavi, o fra entrate e uscite monetarie, aventi prevalentemente valore stimato positivo. L'attualizzazione si applica pertanto a flussi relativi ad attività nette. I tassi di sconto o di attualizzazione forniscono una importante

---

<sup>39</sup> III.5.6 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

<sup>40</sup> I.19 Principi Italiani di Valutazione 2015, OIV, Egea

indicazione anche quando si utilizzano altri approcci di valutazione, di mercato o del costo. Ciò in quanto il tasso di sconto o di attualizzazione esprime il tasso interno di rendimento di un investimento che assuma il valore stimato con la metodica del mercato o del costo come prezzo di acquisto dell'attività e un orizzonte di investimento adeguato in relazione alla tipologia di attività da valutare. Se il flusso di cassa da valutare non è esposto a rischio, cioè se è esente da qualsiasi tipo di incertezza, il tasso di sconto dovrà tener conto solo del differimento temporale. In questo caso il valore attuale coincide col valore del flusso di cassa abbattuto per la remunerazione monetaria del tempo o *price of time* (relativa al periodo di differimento). Il tasso di sconto che produce questo abbattimento è il tasso privo di rischio, o tasso *risk-free* (relativo al periodo di differimento considerato). Il tasso privo di rischio non è specifico dell'attività o dell'entità aziendale oggetto di valutazione; quindi, non è *entity specific* o *asset specific*, ma dovrebbe essere obiettivo, in quanto coerente con la situazione corrente di mercato finanziario (*market consistent*) alla data della valutazione. Evidentemente la *market consistency* ha il fine di ricondurre la valutazione nella prospettiva dei partecipanti al mercato. In caso di disallineamento sarebbe possibile effettuare un arbitraggio con un'operazione di mercato, investendo o prendendo a prestito il valore attuale al tasso privo di rischio in vigore sul mercato alla data di valutazione. I tassi di sconto privi di rischio debbono essere sempre coerenti con l'unità di valore (e la valuta funzionale) in cui sono espressi i flussi di cassa da valutare. In particolare, se i flussi di cassa rappresentano importi nominali, i tassi di sconto da utilizzare vanno intesi come tassi nominali: debbono includere cioè una componente inflativa, ossia il tasso di inflazione atteso. Se i flussi di cassa da valutare sono reali, questi potranno essere attualizzati applicando tassi di sconto nominali solo dopo essere stati preliminarmente trasformati in importi nominali, rivalutandoli per l'inflazione attesa. Alternativamente, l'attualizzazione dei flussi di cassa reali andrà effettuata utilizzando tassi di sconto reali, che non includono cioè la componente inflativa. Il *price of time* dipende dall'unità di valore in cui è espresso il *cash flow* da valutare. La differenza tra tassi reali e tassi nominali, per esempio, dipende dal fatto che "trasportare nel tempo quantità reali e quantità nominali ha effetti economici differenti. Considerazioni analoghe valgono per *cash flow* espressi in valute differenti.

Un flusso di cassa rischioso è un flusso di cassa di cui non è noto l'importo che sarà effettivamente realizzato, in quanto potrà assumere un determinato insieme di valori possibili. L'esperto possiederà un'opinione (*view*) sul flusso di cassa rischioso, che sarà,

quando possibile, quantificata attribuendo una probabilità ai diversi valori possibili. Nell'ambito di tale quantificazione l'esperto dovrà adottare la prospettiva di valutazione coerente con la configurazione di valore ricercata. Il valore atteso di un flusso di cassa rischioso va inteso nel senso tecnico di media ponderata dei valori possibili ("*probability-weighted average of possible values*"); rappresenta cioè il valore medio della distribuzione di probabilità costruita su tutti i possibili valori assunti dal flusso di cassa. Il valore stimato di un flusso di cassa rischioso sarà genericamente riferito a quelle quantificazioni numeriche del flusso di cassa basate su un ventaglio di ipotesi più limitato, cioè ottenute trascurando alcuni dei valori possibili. Il valore stimato, quindi, contiene in genere una distorsione rispetto al valore atteso; questa distorsione potrà essere eliminata con una opportuna correzione o "rettifica" del flusso di cassa. Un valore atteso è un valore stimato con distorsione nulla.

Alcune delle terminologie alternative usate per indicare il valore atteso sono "previsione", "speranza matematica", "media", "valore medio". Si può far riferimento al valore stimato anche col termine di "valore prospettico", o anche "*forecast*". È pure usato il termine "proiezione" (*projection*), spesso però con riferimento al valore ottenuto in corrispondenza di condizioni ipotetiche (*hypothetical assumptions*). La previsione di un flusso di cassa, cioè la determinazione del suo valore atteso, deve fondarsi su una base di coerenza e ragionevole obiettività. In particolare, deve considerare tutti i fattori-chiave (*key factor*) rilevanti e formulare relativamente a questi ipotesi (*assumptions*) ragionevolmente obiettive.

Spesso la stima è un valore "probabile" ottenuto considerando solo un insieme di scenari ritenuti più verosimili. Il caso estremo è quello di ricavare una stima sulla base del valore cui si attribuisce probabilità massima e dunque il valore del *cash flow* nello scenario più probabile.

La scelta dei tassi nella valutazione degli intangibili<sup>41</sup> è resa complessa dal fatto che i tassi di attualizzazione sono funzione di molteplici elementi: della configurazione di valore ricercata, del flusso di risultato da scontare, dell'orizzonte temporale di stima. Al fine di orientarsi nelle possibili diverse combinazioni di questi elementi il tema va affrontato per gradi. I punti fermi che devono guidare la scelta del tasso di attualizzazione sono

---

<sup>41</sup> Par. 12.1 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

sostanzialmente due. Il costo del capitale è funzione della qualità dei flussi di risultato attesi. La scelta del tasso non può pertanto prescindere dall'analisi fondamentale che ha condotto a stimare i flussi di risultato prospettico e dalla quale emergono i due principali profili che ne caratterizzano la qualità:

- la verificabilità della capacità di reddito, nel senso che è di migliore qualità il reddito atteso che poggia sul riscontro della capacità già dimostrata di generarlo. Se, al contrario, il reddito atteso è solo in parte funzione della capacità di reddito già raggiunta, in quanto comprende anche prospettive di crescita future legate a nuovi investimenti, la qualità ne risulta inferiore. Il coefficiente *beta* dei risultati attesi sugli investimenti futuri è superiore al coefficiente *beta* del reddito generato dalla dotazione di risorse correnti dell'impresa;
- l'adeguatezza della struttura dei costi rispetto alla capacità di reddito prospettica. Ciò nel senso che risulta di migliore qualità il reddito che si forma con un adeguato margine di sicurezza nel rapporto fra margine di contribuzione e struttura dei costi fissi.

Più precisamente, occorre che la capacità di reddito medio prospettica esprima:

- un risultato prossimo alla capacità di reddito corrente della dotazione di *assets in place* dell'impresa (profilo della verificabilità della capacità di reddito);
- un risultato adeguato alla struttura di costi fissi di cui l'impresa si è dotata (profilo dell'adeguatezza dei costi di struttura alla capacità di reddito).

Il costo del capitale non è l'unico tasso di attualizzazione cui si può fare ricorso per la stima del valore; piuttosto, è il tasso utilizzabile quando si scontano i flussi di risultato medi attesi. Benché sia pacifico che la *golden rule* dei principi di valutazione assume i risultati medi attesi e li sconta al costo del capitale, in situazioni particolari esistono alternative non prive di significato. Infatti, tanto i flussi di reddito quanto i tassi di attualizzazione possono essere «aggiustati» per il rischio. Le alternative consistono:

- nello stimare gli equivalenti certi dei redditi attesi, sui quali grava l'intero aggiustamento per il rischio, e attualizzare tali redditi a un saggio privo di rischio;
- nel limitarsi a stimare i risultati di scenario più probabile, sui quali non grava alcun aggiustamento per il rischio, e attualizzare tali redditi a un multiplo del costo del capitale.

Entrambe queste soluzioni risultano di difficile applicazione. Il calcolo dei risultati medi attesi richiederebbe la stima di risultati sulla base di scenari alternativi, ciascuno caratterizzato da una probabilità di manifestazione, e questa circostanza non è certo frequente nella pratica, né agevolmente applicabile. Le imprese formulano, solitamente intorno allo scenario più probabile, un piano caratterizzato da una maggiore o minore aggressività, e l'esperto è chiamato a normalizzare i risultati del piano sulla base di più elementi. Fra i principali possiamo richiamare:

- lo scostamento fra i risultati previsti nei piani precedenti e l'effettiva capacità dell'impresa di realizzarli;
- la presenza di voci di costo adeguate a rigenerare la capacità di reddito;
- l'esistenza di un legame verificabile fra flussi di risultato attesi e sistema di *reporting* gestionale, cioè il legame fra i risultati e i *key performance indicators*, ovvero sia le metriche non finanziarie di supporto alla gestione del *business*.

Il reddito, o il flusso di cassa, normalizzato è dunque il risultato che deriva dal processo di analisi fondamentale svolto dall'esperto, ed esprime la migliore approssimazione del reddito medio atteso in assenza di una dispersione di scenari con differenti probabilità associate. In quanto *proxy* del reddito medio atteso, il reddito (o il flusso di cassa) normalizzato va attualizzato al costo del capitale. Vi è tuttavia la possibilità che l'esperto non possa giungere a una misura soddisfacente di risultato normalizzato. In questo caso, in luogo di un saggio di attualizzazione più elevato del costo del capitale, è possibile il ricorso a una capitalizzazione limitata dei flussi di risultato in luogo di una capitalizzazione perpetua. L'aggiustamento per il rischio dei flussi di risultato normalizzati può riguardare dunque anche un terzo elemento, oltre al reddito e al tasso: la durata dei flussi di reddito da attualizzare.

Se non vi sono sufficienti garanzie sulla sostenibilità del reddito nel tempo, la capitalizzazione limitata è la soluzione più opportuna rispetto a un'arbitraria correzione in aumento del costo del capitale. La stima del numero di anni che definiscono la capitalizzazione limitata si fonda su parametri legati ai *drivers* del reddito, quali, per esempio, la durata del ciclo di vita dei prodotti, la vita media delle relazioni di clientela, la scadenza di un brevetto ecc. Questo terzo profilo di controllo del rischio assume un significato particolare ai fini della valutazione di intangibili a vita definita.

La stima del reddito di pertinenza di ciascun *asset* intangibile è frutto dell'applicazione di un criterio allocativo diretto, indiretto o ricavato per *benchmarking*. Qualunque criterio venga adottato, si fonda su convenzioni. Il marchio è un tipico *asset* separabile dall'impresa che lo possiede. Godendo del requisito della separabilità, il reddito a esso imputabile potrebbe essere assimilato al reddito ricavabile cedendo a terzi il marchio dietro la corresponsione di una *royalty* annua. È possibile comprendere come la qualità del reddito del bene intangibile possa risultare molto più dispersa della qualità del reddito della *Business Unit* che comprende tale *asset*. Ciò per l'evidente ragione che alla maggiore o minore aggressività del piano da cui scaturiscono i redditi attesi si aggiunge anche l'indeterminatezza della convenzione allocativa del reddito. Qualunque sia la scelta compiuta, la conseguenza di ciò è che, laddove siano minori le garanzie di una pertinente allocazione dei redditi all'*asset* intangibile, l'esperto è costretto a utilizzare la leva della durata della vita utile per ridurre i rischi di sopravvalutazione dell'*asset*. Riducendo l'orizzonte temporale di riferimento, si contrae anche il rischio di non realizzabilità dei flussi di risultato. Alla contrazione dell'orizzonte di riferimento corrisponde, dunque, un miglioramento della qualità del reddito, che deve trovare corrispondenza in un tasso di attualizzazione più contenuto, se si proiettasse lo stesso reddito per un orizzonte temporale più protratto.

La vita di un cespite è scandita dal processo di ammortamento o dalla perdita di valore. La perdita di valore può essere attesa o inattesa; quando è attesa corrisponde all'ammortamento economico del cespite. Se un cespite non ha perdite attese di valore e non è, dunque, soggetto a obsolescenza economica, è a vita indefinita. In tal caso il cespite è soggetto solo a perdite di valore inattese, le quali corrispondono alle *impairment losses*. L'ammortamento corrisponde, dunque, alla perdita attesa di valore di un cespite a vita definita. L'ammortamento può essere funzione dello sviluppo temporale dei flussi di risultato prodotti dall'*asset*, oppure può essere indipendente da tali flussi. Nel primo caso si parla di ammortamento economico, nel secondo caso di ammortamento contabile. L'ammortamento contabile esprime la misura della perdita di valore del cespite rispetto al costo storico di acquisizione ed è funzione esclusivamente della vita utile del cespite. Il vantaggio dell'ammortamento contabile è che esso non richiede alcuna stima dei flussi di risultato futuri. L'ammortamento sistematico del cespite si fonda di norma sul criterio delle quote costanti o del contributo alla produzione. L'ammortamento economico esprime invece la misura della perdita di valore dei cespiti iscritti al *fair value*, e quindi



corrisponde alla riduzione di valore attuale della successione di flussi attesi lungo la vita utile del cespite per effetto del trascorrere del tempo. L'ammortamento economico è dunque funzione, oltre che della vita utile del cespite, anche del costo del capitale e della dinamica dei flussi di cassa che il cespite concorre a produrre nel corso del tempo – il cosiddetto *cash flow pattern*. L'ammortamento economico di un cespite iscritto al *fair value* corrisponde alla quota di costo in grado di mantenere costante il rendimento dell'*asset* nel corso della sua vita e sempre allineato al costo del capitale. La caratteristica saliente degli intangibili a vita indefinita si può tradurre nel concetto che essi possono generare indefinitamente benefici prospettici sino a che l'impresa sostiene adeguati costi di manutenzione; costi che debbono comunque risultare inferiori all'ammortamento che si avrebbe qualora si decidesse di non sostenere indefinitamente la vita del cespite. Le caratteristiche di un bene intangibile possono naturalmente cambiare nel tempo, per cui un bene già classificato a vita indefinita può essere riclassificato a vita definita. Le ragioni sottostanti a questa scelta sono generalmente riconducibili alla dinamica dei costi di manutenzione dell'intangibile. Al lievitare dei costi di manutenzione, oltrepassata la soglia rappresentata dall'aliquota di ammortamento, calcolata sulla vita utile che il cespite avrebbe qualora fosse privo di manutenzione, la trasformazione del cespite da vita indefinita a vita definita risponde a un calcolo di convenienza economica: è infatti inutile tenere in vita un bene per il quale il costo di manutenzione è superiore al suo deperimento naturale, che ne esprime il costo di sostituzione.

Per queste stesse ragioni, l'attribuzione di una vita definita anormalmente protratta, per esempio, di 40 anni, ad un bene intangibile significa implicitamente supporre un deperimento normale del cespite così limitato da risultare improbabile in assenza di un impegno a sostenere l'intangibile con adeguati costi di manutenzione. Il rapporto fra il valore dell'intangibile a vita indefinita e il suo costo di manutenzione definisce la vita economica implicita massima che l'intangibile potrebbe avere in assenza di costi di manutenzione.

Queste considerazioni permettono di cogliere le ragioni economiche alla base del maggiore rischio che caratterizza un intangibile a vita indefinita rispetto a uno a vita definita: esse attengono al fatto che il reddito medio normale attribuibile all'*asset* a vita indefinita sconta il rischio che i costi di manutenzione possano lievitare nel corso del tempo a un livello tale da costringere l'impresa a trasferire l'intangibile da vita indefinita

a vita definita. Per un bene a vita definita l'ammontare di costi di manutenzione è spesso trascurabile; e quando si assume un orizzonte di vita utile realisticamente limitato, non vi sono ragioni che possano giustificare un rischio connesso al bene intangibile significativamente diverso da quello dell'insieme delle attività dell'impresa espresso dal *WACC*.

Il costo medio ponderato del capitale (*WACC*)<sup>42</sup> è il tasso di attualizzazione, o valore temporale del denaro, usato per tradurre in valore attuale i flussi di cassa futuri previsti per tutti gli investitori, sia per i creditori che per gli azionisti, i quali si aspettano un compenso per il costo di opportunità derivante dall'aver investito il proprio denaro in una certa impresa piuttosto che in altre a grado di rischio equivalente. Il principio generale più importante da tenere presente nel calcolo del *WACC* è assicurarne la coerenza con il metodo generale di valutazione e con la definizione dei flussi di cassa che si devono scontare. Per essere coerente con l'impostazione utilizzata per i *DCF* d'impresa, la stima del costo del capitale deve:

- essere comprensiva di una media ponderata dei costi di tutte le fonti di capitale – debito, capitale di rischio – dato che i flussi di cassa disponibili rappresentano la liquidità a disposizione di tutti coloro che hanno fornito il capitale;
- essere calcolata al netto delle imposte societarie, dato che i flussi di cassa disponibili sono espressi al netto delle imposte;
- utilizzare tassi nominali di rendimento, composti cioè da tassi reali più l'inflazione prevista, dato che i flussi di cassa disponibili sono espressi in termini nominali (oppure tassi reali qualora gli effetti dell'inflazione fossero stati adeguatamente eliminati dalla previsione dei flussi di cassa);
- tener conto del rischio sistematico relativo a ciascuna fonte di capitale, dato che i singoli investitori si aspettano un rendimento per il rischio assunto;
- attribuire a ogni componente del finanziamento un peso in base al valore di mercato, dato che i valori di mercato riflettono le reali caratteristiche economiche di ogni tipo di finanziamento in atto, a differenza di quanto avviene di solito per i valori contabili;

---

<sup>42</sup> "Il valore dell'impresa", T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, 2002, Il Sole 24 ORE

- essere aperta a variazioni nel periodo di previsione dei flussi di cassa, per allinearsi a cambiamenti dell'inflazione attesa, del rischio sistematico o della struttura del capitale.

Il modello *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ed il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* costituiscono un punto di riferimento ormai consolidato per l'individuazione del costo ponderato di opportunità e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dallo sfruttamento dell'*asset* oggetto di investimento.

Il tasso *WACC* rispetta:

- il “principio di avversione al rischio” perché considera al suo interno i costi opportunità di tutte le fonti di capitale, debito ed *Equity*, ponderandoli per ciascun peso all'interno della struttura finanziaria e quindi rispecchia il rendimento atteso dai conferenti di capitale che hanno investito il proprio denaro nell'*asset* oggetto di valutazione;
- i “principi di affidabilità e di verificabilità” in quanto costruito considerando dei parametri esterni di mercato, quali i tassi correnti di mercato privi di rischio, il costo del debito defiscalizzato, i coefficienti *beta* delle società quotate comparabili e gli elementi strutturali dell'impresa, che limitano al minimo la discrezionalità del valutatore.

$$WACC = K_E \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right] + K_D \times (1 - tax\ rate) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Il calcolo consiste nell'effettuare una media tra il costo dei conferenti di capitale proprio ed il costo dei conferenti del capitale di debito, al netto dell'effetto fiscale, ponderata dal peso relativo di ciascuna fonte.

dove:

$K_D$  = rendimento di mercato al lordo delle imposte atteso alla scadenza sul debito;

*tax rate* = aliquota fiscale marginale dell'entità che si sta valutando;

$D$  = valore di mercato del debito;

$(D + E)$  = valore di mercato complessivo dell'impresa che si sta valutando;

$K_E$  = costo opportunità del capitale proprio, anche chiamato *Equity* o capitale di rischio, determinato dal mercato;

$E$  = valore di mercato del capitale proprio.

Nella valutazione di un *asset*, quale appunto un bene immateriale, essendo tale bene peraltro un solo e specifico componente del capitale investito, va dunque verificata la “trasferibilità” dei dati rinvenuti dal loro essere riferiti alla generalità di complessi aziendali, come il *WACC*, a singoli elementi dei complessi stessi. Questo accorgimento è di particolare importanza per il fattore del  $K_E$  rappresentato dal coefficiente *beta*.

Per comprendere la natura del rischio alla base del reddito di pertinenza dell'*asset* intangibile a vita indefinita bisogna risalire alle cause che possono determinarne un incremento dei costi di manutenzione<sup>43</sup>. Esse vanno ricercate nel processo competitivo; quanto più il mercato presidiato dall'impresa è contendibile, tanto maggiore è la probabilità di subire l'aggressione di concorrenti, effettivi o potenziali, che minaccino il vantaggio competitivo raggiunto dall'impresa che possiede l'*asset* intangibile. Questa probabilità è in buona misura riconducibile alla possibilità da parte dei concorrenti di riprodurre *ex novo* un *asset* intangibile dotato di eguali caratteristiche; probabilità che dovrebbe essere riflessa nella differenza fra il costo di riproduzione e il costo di rimpiazzo dell'intangibile in questione. Se il costo di riproduzione fosse molto prossimo al costo di rimpiazzo, il vantaggio competitivo espresso dall'intangibile sarebbe facilmente contendibile, e di riflesso anche la probabilità di interventi difensivi, con conseguente incremento dei costi di manutenzione, sarebbe più elevata. Alcuni beni intangibili non sono affatto riproducibili. In effetti vi sono circostanze - in vero abbastanza rare e comunque applicabili a poche situazioni di *leadership* per ciascun mercato o settore - in cui il vantaggio competitivo conferito da un *asset* intangibile dominante è difficilmente minacciabile.

In relazione al settore e alla tipologia di intangibile gli elementi che ne definiscono la forza possono essere i più vari. *Interbrand*<sup>44</sup> - il cui metodo è ampiamente riconosciuto nelle valutazioni di marchi - identifica, sette profili che sono in grado di definire la forza di un marchio. Il peso relativo di ciascun profilo muta naturalmente in relazione al settore di

---

<sup>43</sup> Par. 12.2 “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”, L. Guatri, M. Bini, Egea - Milano 2009

<sup>44</sup> società di consulenza con sede a Londra

riferimento, così come nell'ambito di ciascun settore mutano i parametri assunti come *proxy* del valore assunto da ciascun profilo.

FATTORE	DESCRIZIONE	VALORE ATTRIBUITO
<b><i>Leadership</i></b>	Misurazione delle quote di mercato possedute dal marchio nel settore di riferimento	Da 1 a 25
<b><i>Stabilità</i></b>	Capacità del marchio di tenere avvinto il consumatore, cioè la fedeltà al marchio	Da 1 a 15
<b><i>Mercato</i></b>	Stima sia della struttura, sia delle caratteristiche del mercato/settore che influenzano il marchio	Da 1 a 10
<b><i>Trend</i></b>	Evoluzione prevedibile del marchio, la sua attitudine a rispondere efficacemente ai mutamenti del mercato ed alla strategia della concorrenza	Da 1 a 10
<b><i>Supporti di marketing</i></b>	Attività di promozione, comunicazione e pubblicità svolte in favore del marchio negli ultimi anni e considerate in un'ottica sia quantitativa (ammontare degli investimenti effettuati) che qualitativa (ad esempio: qualità del messaggio, penetrazione, ecc.)	Da 1 a 10

<b><i>Internazionalità</i></b>	Grado di diffusione del marchio a livello globale, con analisi specifica della posizione mercato per mercato	Da 1 a 25
<b><i>Protezione legale</i></b>	Difendibilità del marchio da un punto di vista giuridico (possibilità di imitazione); ciò dipende naturalmente dalla forza intrinseca del marchio oltre che dal numero di categorie merceologiche in cui è registrato	Da 1 a 5

Figura 12 – Metodo Interbrand

La forza del *brand* è espressa da un punteggio che va da 0 a 100, basato su queste sette variabili, le quali sono a loro volta suddivise in altri numerosi *value drivers* o indicatori. La somma delle quantificazioni ponderate pesi-valori per i sette fattori esprime l'indicatore della forza del marchio ("*brand strength score*"). L'analisi di questi profili comunque permette di classificare i marchi in sei principali categorie, caratterizzate da una forza (*brand strength*) decrescente.

1. marchio leader a livello internazionale;
2. marchio forte a livello internazionale;
3. marchio leader a livello nazionale;
4. marchio forte a livello nazionale;
5. marchio medio;
6. marchio sotto la media.

Solo i marchi che ricadono nelle prime tre categorie possono evidenziare profili di rischio contenuti. È bene mettere in luce che la forza del marchio ne esprime la capacità di mantenere un differenziale di reddito nel tempo e non necessariamente il livello assoluto del differenziale.

I fattori tipicizzanti la componente di un marchio all'interno del capitale investito in azienda sono:

- la tutelabilità legale dell'intangibile, che a sua volta è presupposto per la sua utilizzabilità quale segno distintivo del prodotto aziendale;
- i costi di "manutenzione" del bene, intesi non solo in riferimento agli oneri dovuti per la vigenza della tutela tramite le registrazioni di pubblica validità, ma altresì come complesso dei costi di pubblicità e promozione che, investiti sul prodotto aziendale, costituiscono il presupposto per la veicolazione del marchio e quindi la sua diffusione, notorietà, apprezzabilità e – in definitiva – forza sul mercato;
- la vita utile dell'intangibile, che a sua volta condiziona i suoi costi di "manutenzione".

Tali caratteristiche sono tra loro tutte strettamente legate ed interdipendenti.

FORZA	VITA UTILE	PROFILO DI RISCHIO
Marchio leader a livello internazionale	Indefinita	Basso
Marchio forte a livello internazionale	Indefinita	Basso
Marchio leader a livello nazionale	Indefinita	Medio
Marchio forte a livello nazionale	Indefinita	Alto
Marchio medio	Definita	Medio
Marchio sotto la media	Definita	Medio

Figura 13 – Relazione fra forza del marchio, vita utile e profilo di rischio<sup>45</sup>

La Figura 13 riporta a solo titolo esemplificativo la relazione che di regola intercorre fra forza, vita utile e profilo di rischio dei redditi associati al marchio. Quando si identifica un basso profilo di rischio, ciò significa che il tasso di attualizzazione applicabile al reddito di pertinenza dell'intangibile può risultare anche inferiore al WACC. Così per analogia, profilo di rischio medio equivale a una misura di costo del capitale pari al WACC; profilo di rischio elevato equivale a una misura di costo del capitale superiore al WACC.

<sup>45</sup> Par. 12.2 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

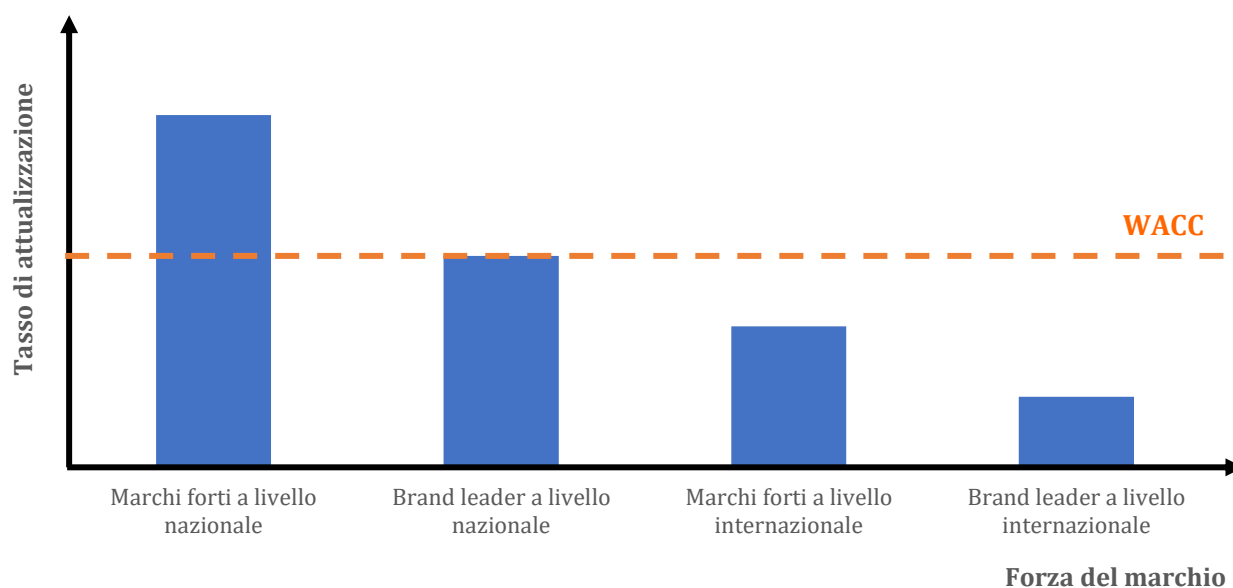


Figura 14 – Relazione fra tasso di attualizzazione e costo del capitale in relazione alla forza del marchio<sup>46</sup>

La Figura 14, relativa ai soli marchi a vita indefinita, illustra come per i soli *brand leader* o comunque forti a livello internazionale possa applicarsi, in linea di principio, un costo del capitale inferiore al *WACC*. Va comunque ribadito che il caso di intangibili a vita indefinita a rischio contenuto costituisce l'eccezione e non la regola.

La Figura 15 riporta sotto forma di piramide la frequenza di casi in cui i marchi possono essere classificati a vita definita e a vita indefinita e quando ricorrano le circostanze (assai rare, rappresentate dal vertice della piramide) in cui poter applicare tassi di attualizzazione inferiori al costo medio del capitale.

<sup>46</sup> Par. 12.2 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009



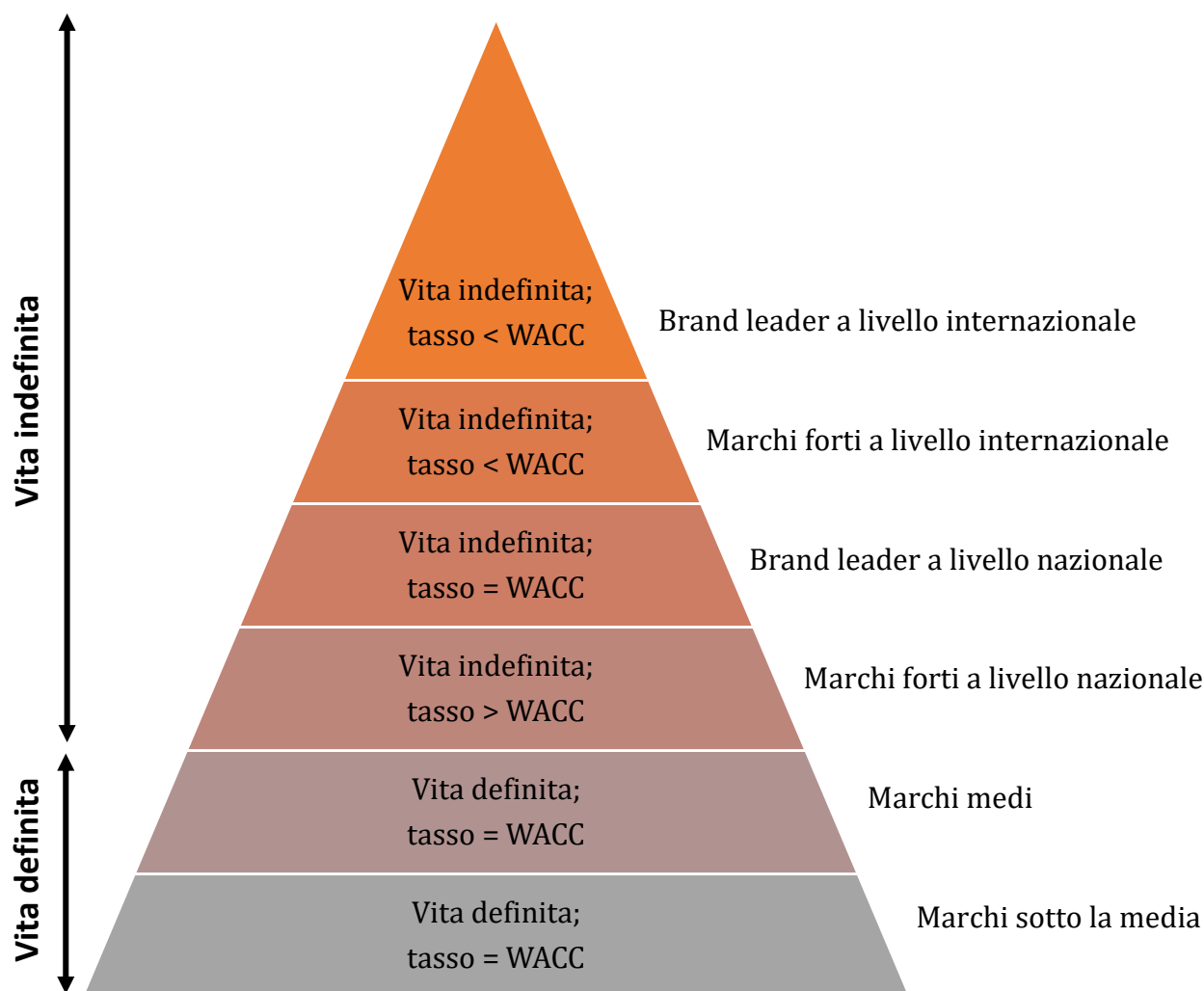


Figura 15 – Frequenza dei casi di valutazione di marchio<sup>47</sup>

Nel caso, ad esempio, di un marchio per il quale si può dunque presumere una vita utile indefinita, forte in particolare a livello nazionale, questo dovrebbe riflettere un profilo di rischio maggiore rispetto all'entità che lo possiede. Ciò significa che il corretto tasso da applicare ai flussi futuri e agli extra-red-diti attribuibili a tale bene immateriale sarà maggiore rispetto al costo medio ponderato del capitale dell'entità detentrici del bene stesso. Per tenere conto di questo nella prassi valutativa, è possibile adottare il criterio della stima autonoma del *beta* dell'*asset* intangibile<sup>48</sup>, mediante l'individuazione di un correttivo - da applicarsi al *beta unlevered*, per tenere in debita considerazione le caratteristiche specifiche del marchio oggetto di valutazione. Questo metodo consiste nel

<sup>47</sup> Par. 12.2 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

<sup>48</sup> "Il criterio della stima autonoma del *beta* dell'*asset* intangibile" 12.2.3 - Il nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

determinare il profilo di rischio del marchio in base all'analisi della forza dello stesso, ottenuta assegnando un punteggio – da 0 a 10 – a dieci profili rilevanti che permettono di attribuirgli un “*rating*”; quest’ultimo consente di definire il profilo di rischio specifico del marchio e di determinare un coefficiente di correzione – in senso diminutivo o accrescitivo – del fattore *beta* da utilizzare per la stima del costo del capitale dello specifico marchio da valutare. Di seguito si riporta un esempio del calcolo del suddetto correttivo.

<b>PROFILO</b>	<b>Punteggio (da 1 a 10)</b>
<b>TEMPO DI PERMANENZA SUL MERCATO</b>	2 / 10
<b>DISTRIBUZIONE</b>	5 / 10
<b>QUOTA DI MERCATO</b>	4 / 10
<b>POSIZIONAMENTO DI MERCATO</b>	4 / 10
<b>TASSO DI CRESCITA DEL FATTURATO</b>	6 / 10
<b>PREMIUM PRICE</b>	2 / 10
<b>ELASTICITÀ DI PREZZO</b>	4 / 10
<b>COSTI DI <i>MARKETING</i> E DI SUPPORTO AL <i>BRAND</i></b>	3 / 10
<b><i>AWARNESS</i> PUBBLICITARIA/EFFETTO</b>	4 / 10
<b><i>AWARNESS</i> DEL <i>BRAND</i> E <i>LOYALTY</i></b>	4 / 10
<b>PUNTEGGIO TOTALE</b>	<b>38/100</b>

$$\text{Coefficiente di correzione del } \beta = \left(1 - \frac{\text{punteggio}}{100}\right) \times 2 = 1,24$$

<b>PUNTEGGI</b>	<b>RATING</b>	<b>COEFFICIENTE DI CORREZIONE DEL <i>BETA</i> MEDIO DI SETTORE</b>
91 – 100	AAA	0,00x
81 – 90	AA	0,25x

71 - 80	A	0,50x
61 - 70	BBB	0,75x
51 - 60	BB	1,00x
41 - 50	B	1,20x
31 - 40	CCC	1,40x
21 - 30	CC	1,60x
11 - 20	C	1,80x
1 - 10	D	2,00x

Figura 16 – Punteggi, rating e correzione del coefficiente beta medio di settore<sup>49</sup>

Una volta stabilito il coefficiente di correzione, esso va applicato ad aggiustamento del *beta unlevered* medio di settore. Quando il punteggio del marchio è più elevato di 50, il *rating* migliora e il coefficiente di correzione del *beta* medio di settore si riduce. Al limite per un marchio che ottenesse il punteggio di 100 (*rating* AAA) il coefficiente di correzione (pari a 0,00x) determinerebbe un *beta* nullo, quale che sia il *beta* medio di settore. In questo caso il reddito di pertinenza del marchio dovrebbe essere attualizzato a un tasso corrispondente al saggio *risk free*, indipendentemente dal settore di appartenenza dell'impresa. Quando invece il punteggio del marchio è inferiore a 50, il *rating* peggiora e il coefficiente di correzione del *beta* cresce sino a un massimo di 2x. Per un marchio che ottenesse il punteggio di 0 il coefficiente *beta* appropriato sarebbe pari al doppio di quello medio di settore. Dunque, per i marchi deboli il profilo di rischio è funzione, oltre che dell'*asset* in sé, anche del livello di rischio medio del settore, mentre per i marchi forti il profilo di rischio è definito solo dalla forza dell'*asset*.

<sup>49</sup> Par. 12.2 "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", L. Guatri, M. Bini, Egea – Milano 2009

## CAPITOLO IV

### I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE DEI MARCHI

Il presente capitolo è volto ad approfondire i metodi valutativi ed i relativi criteri adottati maggiormente nella prassi valutativa dei marchi d'impresa. I marchi commerciali fanno parte dei segni distintivi tipici delle imprese e come tali devono essere idonei a consentire al pubblico di distinguere i prodotti e servizi offerti da un'impresa rispetto a quelli simili offerti da altre imprese. In linea di principio le normative - nazionale, comunitaria e internazionale - che disciplinano la tutela dei marchi commerciali sono impiegate sull'istituto dell'annotazione in pubblici registri e prevedono il riconoscimento al titolare del marchio del diritto all'uso esclusivo dello stesso, con lo scopo di consentire che il marchio assolva alla sua funzione di identificazione e differenziazione rispetto a prodotti similari offerti sul mercato. Un marchio, noto ed apprezzato sul mercato, rappresenta un bene immateriale di grande rilievo per le imprese, sia per la sua capacità di rappresentare i prodotti offerti dall'azienda nel proprio settore di riferimento, sia per la capacità di generare reddito in modo autonomo, tanto da poter essere considerato un bene - seppur intangibile - connaturato con l'impresa e costituente anzi, spesso, condizione essenziale per l'esistenza della stessa.

Nello sviluppo di questo capitolo vengono forniti a titolo esemplificativo dei casi reali di valutazione al fine di mettere in risalto le criticità che possono emergere nel corso di una valutazione di un marchio commerciale. I casi riportati in questo elaborato sono stati seguiti da uno studio di dottori commercialisti ed esperti valutatori, i quali hanno ricevuto l'incarico, da parte di alcune società, di procedere ad una stima del valore economico del proprio marchio commerciale. Per ragioni di *privacy* i casi sono esposti in forma anonima.

La premessa di ogni valutazione, o parere valutativo, è quella di rendere coerente la finalità ed i presupposti di valutazione con quanto disposto dalle disposizioni di legge di rivalutazione alle quali si ricollega, ovvero sia alla Legge 21.11.2000 n. 342 e successive modificazioni, integrazioni e proroghe, in particolare dalle disposizioni in materia da ultimo fissate dall'art. 110 del Decreto-legge 14.08.2020 n. 104 (cd. "Decreto Agosto").

*"I valori iscritti in bilancio e in inventario a seguito della rivalutazione non possono in nessun caso superare i valori effettivamente attribuibili ai beni con riguardo alla loro consistenza,*

*alla loro capacità produttiva, all'effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa, nonché ai valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri.”<sup>50</sup>*

La norma, dunque, impone che in sede di “attribuzione” dei “valori” si debba rispettivamente:

- far preliminarmente riferimento alle caratteristiche proprie del bene, cioè la sua “consistenza” e le sue “capacità produttive”, che vanno evidentemente individuate ed esaminate;
- considerare in secondo luogo “l'effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa”, e quindi accertare il nesso di causalità tra la disponibilità del bene ed il risultato espresso dal suo utilizzo, che deve essere di natura “economica” ed “effettivo”;
- operare a “valori correnti”, contestuali al momento in cui l'operazione voluta (la rivalutazione di bilancio) viene eseguita, e non dunque a valori storici emersi in diverse situazioni di valorizzazione;
- da ultimo rapportarsi – ovviamente lì dove esista la possibilità di un riferimento concreto e dimostrabile – alle “quotazioni” in “mercati regolamentati” che di quel bene esprimano dei valori per effetto del suo funzionamento quale strumento di confronto fra una domanda ed un'offerta.

La disposizione in commento non dà dunque concrete indicazioni di calcolo, ma si limita a fissare dei principi di valutazione ed a porre i limiti entro i quali il risultato del calcolo deve mantenersi. Se da un lato, peraltro, il valore da individuare non può discostarsi dai precisi limiti fissati dalla norma richiamata, nondimeno il valutatore non può non giungere all'espressione concreta di valori economici contabilmente recepibili, appunto perché destinati ad essere “iscritti in bilancio e in inventario a seguito della rivalutazione”. Suppliscono a tale necessità di espressione in termini di valore i “Principi Italiani di Valutazione”, all'oggi il più accreditato e scientificamente aggiornato riferimento in materia di valutazione economica di beni d'impresa. All'interno della struttura delle configurazioni di valore previste dai PIV va individuata perciò quella che più correttamente si adatta alla situazione specifica nella quale un parere valutativo viene

---

<sup>50</sup> art. 11, comma 2, Legge n. 342/2000

richiesto, cioè il quadro normativo sopra richiamato, nonostante lo stesso non sia riferito ad una realtà aziendale nel suo complesso ma ad un singolo *asset*. Escluse le configurazioni di valore che presuppongono specifiche finalità (smobilizzo, investimento, convenzioni specifiche) o l'esistenza di controparti già definite, le configurazioni di valore previste nei PIV che maggiormente rappresentano i riferimenti contenuti nella già menzionata norma sono quelle che portano alla definizione del "valore di mercato" e del "valore intrinseco".

*"Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)".<sup>51</sup>*

Il valore di mercato esprime quindi il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente, riflettendo il massimo e migliore uso dell'attività, rappresentato dall'uso corrente dell'attività o da un suo uso alternativo; il valore di mercato prescinde così dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa.

*"Nel caso di valutazioni di aziende, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di beni immateriali si può fare riferimento ad una ulteriore configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale). Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi".<sup>52</sup>*

Il valore intrinseco dunque:

1. è frutto dell'analisi fondamentale poiché, pur tenendo presente gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input* (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici – in termini di flussi di risultati e di consistenza patrimoniale – e l'apprezzamento del grado di rischio ad essi associato;

---

<sup>51</sup> PIV I.6.3

<sup>52</sup> PIV I.6.8

2. rappresenta la realtà operativa dell'attività (nel caso di specie dell'*asset* immateriale) nelle sue condizioni correnti – con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc. – non considerando alcuna sinergia o alcun efficientamento che un terzo soggetto potrebbe apportare, esprimendo quindi un valore "*as is*", funzione della capacità di reddito corrente dell'*asset* e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti già intrapresi (è esclusa ogni tipo di potenzialità latente);
3. in un mercato efficiente - operante in modo ordinato ed in condizioni di trasparenza informativa - dovrebbe risultare riflesso nei prezzi di mercato andando così a identificarsi con il valore di mercato.

Confrontando le due configurazioni di valore descritte con i principi che, ai sensi della citata norma sulla rivalutazione dei beni d'impresa, devono sovrintendere alla determinazione del valore non superabile in sede di rivalutazione, se ne ricava che:

- per quanto alla "consistenza" ed alla "capacità produttiva" ne sono previsti l'esame e l'individuazione nell'analisi fondamentale che è presupposto imprescindibile delle già menzionate configurazioni di valore;
- "l'effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa": corrisponde al concetto espresso al punto 2. di cui sopra, citato a proposito della definizione di valore intrinseco;
- per entrambe le configurazioni – date le tecniche applicative che le completano – è possibile giungere ad un'espressione di "valori correnti" utilizzando parametri di riferimento aggiornati;
- le "quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri" sono considerate all'interno del concetto più sopra esposto di valore di mercato.

Viene così accertata la possibilità di coordinare le configurazioni di valore definite dai PIV con le linee guida di origine normativa, con ciò offrendo un'indicazione operativa che consente di passare dalle formulazioni di principio ad un calcolo di valore con i criteri applicativi di maggior pregio nella prassi professionale – declinato il tutto con riferimento allo specifico bene immateriale oggetto di stima.

Si tratta infine di scegliere – tra le due citate – la configurazione di valore più idonea da prendersi a riferimento nella specifica valutazione del marchio. In proposito va

sottolineato che per lo specifico bene oggetto di valutazione possono non esistere “quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri”, se non in quanto componente del capitale investito di aziende quotate ma – come tale – non separabile dalla quotazione del valore economico dell’intera azienda. Ciò non significa che il marchio non possa essere “negoziato (anche al di fuori di mercati regolamentati, n.d.r.), alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni”<sup>53</sup>, ma la ricerca di transazioni comparabili – ammessa e non concessa la loro reperibilità in banche dati accessibili – per definire con il loro ausilio il valore da esprimere presenterebbe in ogni caso due elementi di insufficienza: da un lato la scarsa profondità di analisi sulla tipicità dello specifico bene e dall’altro le difficoltà di definizione del perimetro di “comparabilità”.

A questi limiti non soggiace – o soggiace in misura minore, come più oltre si vedrà – la configurazione a valore intrinseco, per la maggior complessità di analisi che richiede ed in quanto, in ogni caso, “in un mercato efficiente - operante in modo ordinato ed in condizioni di trasparenza informativa - dovrebbe risultare riflesso nei prezzi di mercato andando così ad identificarsi con il valore di mercato”.

#### **4.1 Primo caso**

Il marchio *Alfa* è un marchio commerciale utilizzato esclusivamente dalla società proprietaria unica, legittima ed esclusiva, applicato alle calzature per il tempo libero e per lo sport prodotte dalla società medesima. Il marchio risulta regolarmente depositato per ciascun paese designato, in conformità alle normative rispettivamente applicabili alla fattispecie, e possiede tutti i requisiti di tutelabilità previsti dalle normative vigenti in materia. Non risultano cause pendenti per contestazioni di anteriorità, né azioni di contraffazione o di copiatura da parte di concorrenti ed operatori sleali. Per la tutela del proprio marchio, la società sostiene costantemente costi di registrazione, costi di rinnovo, costi di consulenza da parte del mandatario per l’assistenza fornita in tutte le pratiche che riguardano la tutela e protezione del marchio, costi legati al personale interno che si relaziona con i legali o con il mandatario per le attività connesse alle formalità di registrazione, rinnovo dei depositi e le pratiche che si rendono necessarie per le formalità

---

<sup>53</sup> PIV I.6.3



legate ai marchi, nonché costi per servizi che si sostengono quando è necessario l'intervento di un legale o di un corrispondente estero nell'ambito di azioni di tutela del marchio.

La creazione del marchio ed il suo sfruttamento sono coevi all'avvio dell'attività aziendale. La diffusione, conoscenza ed apprezzamento del marchio *Alfa* presso il pubblico dei consumatori sono stati sviluppati dall'azienda attraverso le attività di promozione e comunicazione dei prodotti e dei servizi offerti.

Le attività di promozione e comunicazione svolte riguardano principalmente:

- Pubblicità su giornali e riviste: la società, in corrispondenza dei periodi dell'anno in cui vengono proposte al pubblico le nuove collezioni pianifica in modo sistematico una pubblicità sui più importanti quotidiani nazionali e regionali, italiani ed esteri, e su importanti riviste di *lifestyle* nazionali, rivolgendosi alle rispettive concessionarie pubblicitarie;
- Attività di PR: la società svolge attività di Pubbliche Relazioni attraverso agenzie PR; tali attività sono rivolte ad aprire canali di comunicazione con i giornalisti e le redazioni delle principali testate moda *online* e *offline*, generando occasioni di visibilità del *brand* e del prodotto tramite la presenza all'interno dei servizi fotografici sviluppati a cura delle redazioni stesse;
- Partecipazione ad esposizioni fieristiche;
- Sito aziendale e presenza sui *social network*;
- Sponsorizzazioni artistico-culturali.

La società ha investito circa 40 milioni di euro in comunicazione negli ultimi 20 anni. In Italia nonché ha predisposto un piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025, i cui dati sono stati trasmessi a supporto della valutazione del marchio. La raccolta di informazioni avvenuta nel corso della valutazione ha consentito i seguenti commenti qui riportati in sintesi:

- il marchio risulta essere ampiamente tutelato sia da registrazioni aggiornate e diffuse *worldwide*, sia da una costante attività di "manutenzione" tramite il sostenimento di importanti costi per servizi legali, di monitoraggio della contraffazione e di consulenza di protezione in genere;

- la società investe risorse considerevoli per mantenere la diffusione e la notorietà del marchio, scegliendo canali ad alta visibilità nei mercati di riferimento;
- la società ha un primario *track-record* di *performances*, e dimostra un'impostazione industriale completa ed aggiornata;
- il settore di riferimento mostra segni di consistente ripresa dopo le contrazioni di mercato registrate nel 2020, e si colloca in un contesto generale che altresì viene definito dagli analisti in ripresa anche in un arco di tempo ultradecennale.

Tali considerazioni permettono di concludere per una conferma di forte e peculiare connotazione del marchio nel mercato in cui il relativo prodotto è offerto, di una prospettiva di continuità della “forza” acquistata e di un basso rischio di contendibilità.

Come evidenziato al paragrafo 3.2 più sopra, la dottrina economico-aziendale propone dunque diversi metodi di valutazione relativamente ai beni immateriali, tutti astrattamente utilizzabili. Si tratta pertanto di stabilire, tra questi, quale metodo di valutazione debba essere utilizzato nel caso specifico tra le metodiche del costo, del reddito ovvero di mercato. Va tenuto presente che per individuare il metodo più appropriato è necessario innanzitutto considerare i seguenti elementi:

- le caratteristiche del marchio, con particolare riferimento alla sua riproducibilità;
- la natura dei benefici che il marchio è in grado di generare in capo al titolare dello stesso (attuale o potenziale) ovvero al suo utilizzatore;
- la stima della vita utile residua e quindi l'individuazione dell'arco temporale di riferimento per definire la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi generati dal marchio;
- l'esistenza o meno di un mercato attivo di riferimento.

Oltre a ciò, va ricordato che all'espressione del parere valutativo presiedono:

- il quadro normativo di riferimento, più sopra citato, in base al quale il valore del bene va determinato in relazione alla sua “consistenza”, alla sua “capacità produttiva”, alla sua “effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa”, nonché ai “valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri”;
- la scelta operata di procedere con la valutazione con la configurazione di valore definito come “valore intrinseco”.

L'esame di tali aspetti consente di identificare il metodo (od i metodi) di valutazione che sono maggiormente idonei a valorizzare il marchio *Alfa* oggetto di stima.

Date le caratteristiche del marchio *Alfa*, tutti i criteri riconducibili alla metodica del costo non appaiono concretamente applicabili; la principale difficoltà riguarda infatti l'identificazione dei costi rilevanti, ovvero la determinazione dei costi diretti, dei costi indiretti attribuibili al bene, dei costi opportunità nonché della remunerazione per i rischi dello sviluppo dell'intangibile; tale criterio appare altresì scarsamente connesso alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa" del bene, ed ancor meno a valori riscontrabili in mercati efficienti.

Tenuto conto delle caratteristiche del marchio e del mercato di riferimento appare corretto fare riferimento alle prospettive di ricavi futuri che il marchio sarà in grado di generare (ovviamente legati alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa") e quindi ai criteri di valutazione riconducibili alla metodica del reddito; in questa sede è stato in particolare ritenuto corretto tenere in considerazione inoltre, ai fini della determinazione del valore economico del marchio, anche il tasso di *royalty* di mercato applicabile e quindi la remunerazione attesa nell'ipotesi in cui il marchio venga concesso in licenza d'uso a terzi a valori di mercato.

Anche i criteri di valutazione riconducibili esclusivamente all'approccio di mercato basati sui multipli appaiono difficilmente applicabili, in considerazione delle caratteristiche del marchio e della mancanza di informazioni relative a transazioni aventi ad oggetto beni simili di eguale tipologia che, anche a seguito di eventuali aggiustamenti, possano essere ritenute comparabili; nei dati disponibili che provengono da informativa di mercato, peraltro, è possibile individuare un range di riferimento per l'individuazione di un tasso di *royalty* che un terzo soggetto indipendente sarebbe disposto a pagare per ottenere in licenza d'uso il marchio, elemento rilevante in sede di utilizzo del criterio del reddito.

In conclusione, si ritiene che l'approccio valutativo più corretto del bene immateriale in questione sia quello del reddito, selezionando tra i vari criteri previsti per questo approccio, più sopra indicati, quelli che più esattamente si prestano alla valutazione del singolo *asset* immateriale piuttosto che all'azienda nel suo complesso. Tali criteri sono:

1. il criterio del reddito corroborato dal riferimento ad un parametro di mercato, costituito dal tasso di *royalty* di mercato applicabile nel caso di specie al marchio; il

valore del marchio è quindi determinato sulla base delle *royalties* attualizzate, che sarebbero state corrisposte ad un licenziante terzo, nel caso la società non disponesse di tale bene intangibile, per acquisirne il diritto di utilizzo, mentre nel caso in oggetto tali *royalties* sono state risparmiate;

2. il criterio di valutazione mediante l'attualizzazione degli extra-redditi attribuibili al marchio, che residuano dopo aver sottratto i rendimenti separati degli altri componenti del capitale investito.

Come visto, comune ai due criteri di cui sopra è il processo di attualizzazione di flussi futuri, processo che deve di necessità essere implementato individuando preventivamente il tasso da applicare per la formula di attualizzazione.

Il modello *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ed il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* costituiscono un punto di riferimento ormai consolidato per l'individuazione del costo ponderato di opportunità e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dallo sfruttamento dell'*asset* oggetto di investimento.

$$WACC = K_E \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right] + K_D \times (1 - tax\ rate) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Il calcolo consiste nell'effettuare una media tra il costo dei conferenti di capitale proprio ed il costo dei conferenti del capitale di debito, al netto dell'effetto fiscale, ponderata dal peso relativo di ciascuna fonte.

Per determinare il costo del capitale proprio ( $K_E$ ), il metodo più diffuso è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dove

Costo del capitale proprio =

Tasso privo di rischio + fattore  $\beta$  x ( Premio per il rischio) +/- correttivi specifici

Nel caso di specie:

- il tasso privo di rischio: è stato desunto dal tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP) a 10 anni su media annua del 2020, pari ad un tasso del 1,28%;
- il premio per il rischio (*Equity Risk Premium - ERP*): è stato ricavato dalla piattaforma elaborata dal professor Damodaran e aggiornata a gennaio 2021, prendendo in considerazione l'*ERP* dei Paesi con *rating* AAA, pari al 4,72%;

- il fattore  $\beta$ : rappresenta il coefficiente che misura la sensibilità del rischio derivante dall'attività aziendale rispetto al rischio sistematico di mercato. L'assunto di base nel calcolo di questo fattore prevede che il rischio sistematico di mercato sia rilevato sulla base delle *performances* registrate nei mercati regolamentati (quotazioni di Borsa). Non essendo la società in oggetto quotata nel mercato regolamentato, di necessità vanno preliminarmente considerati i valori di  $\beta$  di società comparabili. La comparabilità di tali imprese alla società, oltre al settore di appartenenza, è stata verificata considerando il mercato di riferimento dal punto di vista territoriale, la dimensione delle imprese, l'omogeneità dei prodotti offerti rispetto a quelli che il marchio rappresenta e l'eventuale interdipendenza tra i soggetti individuati in banca dati e la società. Il *panel* dei *comparables* viene a definirsi con alcune società quotate che, tuttavia, presentano una dimensione considerevolmente maggiore – ancorché rapportabile - rispetto alla società detentrici del marchio oggetto di valutazione. Per rispetto ad un principio di oggettività nell'individuazione della componente  $\beta$  del costo del capitale si è dunque proceduto mantenendo nel *panel* dei *comparables* dette società di dimensioni maggiori, operando peraltro con opportuni correttivi ai fini valutativi del marchio che consentano di rilevare il *gap* dimensionale (*small size premium*), specificatamente nella costruzione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

<i>Competitors</i>	$D/(D+E)$	$E/(D+E)$	$\beta$ <i>Unlevered</i>
<b>Media</b>	22,88%	77,12%	0,682

Figura 17 – Struttura finanziaria e beta unlevered medio di settore – marchio Alfa

Il  $\beta$  *unlevered* (o – per meglio dire – il fattore che esprime nel *CAPM* il rischio sistematico di mercato a prescindere dalla propensione alla leva finanziaria delle imprese) medio del *panel* è dunque pari a 0,682.

Per tenere conto della relazione fra la forza del marchio e la vita utile dello stesso da un lato ed il suo profilo di rischio, nel caso di specie è stato adottato il criterio della stima autonoma del  $\beta$  dell'*asset* intangibile<sup>54</sup>, mediante l'individuazione di un correttivo - da applicarsi al  $\beta$  *unlevered* determinato - per tenere in debita considerazione le caratteristiche specifiche del marchio oggetto di valutazione. Una volta stabilito il coefficiente di correzione, esso va applicato ad aggiustamento del  $\beta$  *unlevered* medio di settore:

<b>Coefficiente di correzione <math>\beta</math></b>	<b>1,40</b>
<b><math>\beta</math> <i>unlevered</i> medio di settore</b>	<b>0,682</b>
<b><math>\beta</math> <i>unlevered</i> marchio</b>	<b>0,955</b>

Figura 18 – Stima autonoma del beta dell'*asset* intangibile – marchio Alfa

Per terminare la definizione del fattore  $\beta$  all'interno del *CAPM* va infine individuato il valore del fattore stesso parametrato alla struttura finanziaria del soggetto proprietario del bene in valutazione, cioè il  $\beta$  *levered* riferibile ad una struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e debiti verso terzi, D/E) che sia coerente con la logica all'interno della quale viene utilizzato il fattore stesso. La trasformazione del  $\beta$  *unlevered* in  $\beta$  *levered* avviene utilizzando la formula di *Hamada*:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - tax\ rate) \right]$$

nella quale rimane da determinare per il caso di specie il rapporto D/E.

A tali fini le ipotesi utilizzabili sono molteplici:

- innanzitutto, va determinato il momento temporale nel quale rilevare il dato in parola;
- si deve inoltre effettuare una scelta tra la struttura finanziaria media del settore di appartenenza (in quanto reperibile nelle banche dati disponibili), la struttura finanziaria del *panel* dei *comparables* prescelti, ovvero la struttura finanziaria propria della società proprietaria dell'*asset* oggetto di valutazione.

<sup>54</sup> Si veda paragrafo 3.3 più sopra

Per quanto al momento temporale di riferimento si osserva che una scelta puntuale può dimostrarsi assai limitante, in quanto rappresenta la ripartizione dei capitali conferiti in un singolo momento temporale e non rispecchia necessariamente la struttura che si prevede per tutta la vita della società; la struttura finanziaria ad uno specifico momento può infatti risentire di variazioni temporanee nei valori di mercato delle fonti di capitale in circolazione e, oltre a ciò, non tiene conto di possibili pianificazioni da parte del *management* sulle modifiche della composizione del capitale in attuazione di nuove politiche aziendali; tutti questi fattori giustificano l'ipotesi che i livelli di finanziamento futuri possano discostarsi da quelli correnti. Oltre a ciò, l'utilizzo della struttura finanziaria peculiare della società detentrici del marchio oggetto di valutazione rappresenterebbe un "peso" in una valutazione che mira a identificare un valore in una situazione di sfruttabilità interessante a prescindere dalla configurazione aziendale specifica. Uguali considerazioni possono essere fatte qualora venga prescelta la struttura finanziaria media del settore di appartenenza, ove le differenziazioni tra le imprese che vi appartengono limitano l'attendibilità del dato da utilizzarsi nella specifica valutazione.

Per evitare gli scostamenti producibili dalle scelte di cui sopra, la prassi riconosce come preferibile l'utilizzo ai fini della valutazione di una struttura finanziaria obiettivo, cosiddetta "*target*", adottabile dall'azienda. Tale composizione si considera ottimale purché derivata dalla media delle osservazioni di mercato sulle società quotate comparabili. Essa dovrebbe tendenzialmente corrispondere alla struttura finanziaria effettiva in presenza di una direzione che miri all'"ottimizzazione" del valore, sfruttando i benefici del debito e limitandone i costi. Si riporta di seguito la struttura finanziaria "*target*" desunta dalla media delle osservazioni sulle società comparabili valutate in precedenza, ed il calcolo del  $\beta$  *levered* su tale assunzione:

<b><math>\beta</math> unlevered marchio</b>	<b>0,955</b>
<b>Incidenza di Capitale Proprio</b>	<b>77,12%</b>
<b>Incidenza di Debiti Terzi</b>	<b>22,88%</b>
<b>Tax rate della Società</b>	<b>27,90%</b>
<b>Rapporto Debito su Equity</b>	<b>29,68%</b>

---

<b>Beta levered marchio (β<sub>L</sub>)</b>	<b>1,159</b>
---	--------------

Figura 19 – Calcolo del beta levered – marchio Alfa

I dati indicano che la struttura finanziaria *target* individua un rapporto Debito su *Equity* del 29,68 %, ottenendo quindi il  $\beta$  levered pari a 1,159.

Tenuto conto che le comparabili della società individuate precedentemente presentano comunque una dimensione maggiore rispetto alla società *target* è stato incluso nel calcolo del costo del capitale un correttivo per apprezzare il “fattore dimensionale” (*small size premium*). Quest’ultimo rappresenta una componente di rischio genericamente riconosciuta nel calcolo del costo del capitale delle realtà aziendali caratterizzate da piccole o modeste dimensioni. L’aggiustamento in questione deriva dal fatto che tali soggetti, come la società *target*, sono esposti ad un maggior numero di rischi rispetto alle società comparabili individuati nel *panel*; questi rischi consistono, ad esempio, nella maggior volatilità dei risultati conseguibili ed in un maggior rischio di *default* rispetto ad imprese più grandi e solide in termini finanziari. Alcuni studi empirici<sup>55</sup> hanno osservato che l’effetto dimensione risulta statisticamente un elemento strutturale di differenziazione dei rendimenti, in considerazione del quale all’aumentare della dimensione aziendale il rendimento/rischio effettivo si riduce. Tenuto conto che, nella stesura del piano economico-finanziario e dei relativi flussi, la società non ha scontato tale maggiore rischiosità derivata dalle ridotte dimensioni, si è provveduto ad applicare il correttivo nel calcolo del costo del capitale. Le ricerche statistiche già richiamate, individuano per il campione di aziende europeo, con modeste dimensioni, un premio per il rischio dimensionale (*size Premium*) medio dell’1,3%. Nel caso del marchio *Alfa*, è stato ritenuto ragionevole un premio pari all’1%; detta componente è stata pertanto inclusa, quale incremento del costo del capitale, come segue:

**Fonti**

<b>Tasso di rendimento privo di rischio</b>	1,28%	BTP 10 anni media annua 2020
<b>Premio per il rischio di mercato</b>	4,72%	Damodaran, Paesi AAA, gennaio 2021

<sup>55</sup> “Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe”, 2014, Duff & Phelps LLC



<b>Small size premium</b>	1,00%
<b><math>\beta</math> levered</b>	1,159
<b>Costo del Capitale proprio</b>	<b>7,75%</b>

Figura 20 – Calcolo del costo del capitale proprio – marchio Alfa

L'altra importante componente per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è il costo del debito ( $K_D$ ), ossia il tasso che una società pagherebbe, nelle condizioni di mercato alla data di valutazione, per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

Nel caso di specie, è stato considerato il tasso *EURIRS*, pari allo 0,10%, ossia il tasso di interesse medio al quale le principali banche europee stipulano “*swap*”, cioè scambio di flussi di cassa a copertura del rischio di interesse. Questo tasso è stato maggiorato del 2%, in base alle previsioni nel medio/lungo termine per il ricorso alla leva finanziaria in situazioni coerenti con quelle prese in considerazione per il calcolo del  $\beta$  levered. Per il calcolo successivo del costo del debito defiscalizzato, è stata considerata l'aliquota IRES del 24% quale scudo fiscale di deducibilità riconosciuto sugli interessi del debito.

		<b>Fonti</b>
<b>Scudo fiscale</b>	24,00%	Aliquota IRES
<b>Costo del debito (%)</b>	0,10%	Tasso EURIRS a 10 anni al 16/04/2021
<b>Maggiorazione</b>	2,00%	Previsioni <i>spread</i> a M/L termine
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,60%</b>	

Figura 21 – Calcolo del costo del capitale di terzi – marchio Alfa

Così ottenute tutte le componenti del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), si procede alla stima di tale tasso:

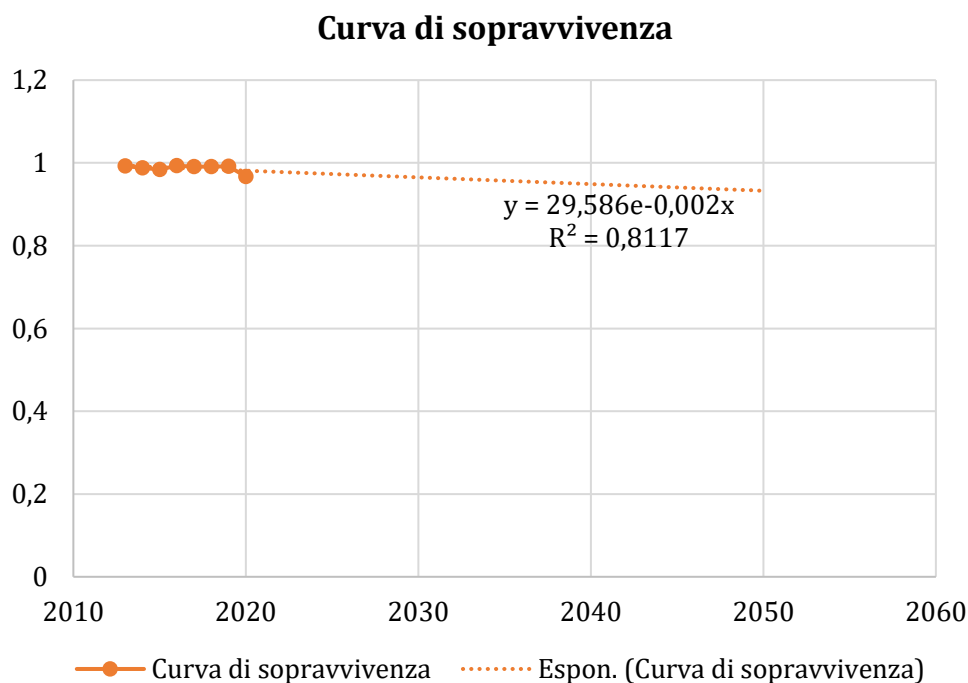
<b>Costo del capitale proprio</b>	<b>7,75%</b>
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,60%</b>
Incidenza di Capitale Proprio	77,12%
Incidenza di Debiti Terzi	22,88%
<b>WACC MARCHIO ALFA</b>	<b>6,34%</b>

*Figura 22 – Calcolo del WACC – marchio Alfa*

Così come il tasso di attualizzazione dei flussi prospettici, altresì comune ai due criteri di valutazione individuati nell'ambito dell'approccio cosiddetto "del reddito" cui sopra è la definizione del periodo per il quale il processo di attualizzazione va implementato. Nell'ambito della stima di beni intangibili specifici, con criteri fondati sui flussi di risultato attesi o di determinazione degli extra-redditi attribuibili, risulta di fondamentale importanza la distinzione tra intangibili "a vita definita" ed intangibili "a vita utile indefinita". Nel primo caso la valutazione si fonda sui flussi/extra-redditi attribuiti, o attribuibili, allo specifico *asset* nell'ambito di una prospettiva di valutazione cosiddetta "a finire". Viceversa, in ipotesi di intangibili "a vita indefinita" - ovvero di beni che possono generare indefinitamente benefici prospettici per l'impresa che li possiede in quanto quest'ultima sostiene adeguati costi di mantenimento e reintegro - la prospettiva di valutazione è, di necessità, legata alla continuità gestionale per un tempo indeterminato.

Per determinare quindi la vita utile del marchio è stata effettuata, sulla base di dati storici forniti dalla società, una raccolta delle informazioni rilevanti ai fini dell'individuazione di tale continuità gestionale. Un primo elemento di valutazione è dato dalla dimensione della spesa di sostenimento della diffusione e notorietà del marchio che la società sostiene. Un secondo dato significativo è l'evoluzione nel corso della vita dell'azienda del numero di clienti cessati, pesati con i ricavi a loro associati, da cui va dedotto il numero di clienti contemporaneamente acquisiti, sempre pesati con i relativi ricavi, il tutto rapportato al numero di clienti totali della società e dei relativi ricavi. In base alle informazioni fornite dalla società e con il criterio di cui sopra sono stati calcolati i rapporti che hanno consentito di individuare un "tasso di abbandono" netto della clientela per ogni annualità. Essendo peraltro l'obiettivo di questa analisi l'espressione di una misura della potenziale

continuità di utilità (forza) del marchio in senso prospettico, è stata utilizzata una formula matematica di estrapolazione (o di “tendenza”) del dato storico su un orizzonte futuro di ragionevole attendibilità, stabilito in anni 30, al fine di verificare se su tale orizzonte potesse essere sostenibile una durevolezza dell’attuale “presa” del marchio sulla clientela aziendale.



*Figura 23 – Curva di sopravvivenza – marchio Alfa*

Il risultato dell’elaborazione (una curva “di sopravvivenza” esponenziale su un periodo di 30 anni) dimostra un indice di attendibilità elevato della curva ( $R^2$ ) tale da far ritenere che per l’orizzonte prescelto, ancorché con una probabile deflessione, sia possibile sostenere per il marchio *Alfa* una sopravvivenza prospettica per almeno ulteriori 30 anni. Supporta tale considerazione l’entità delle spese di mantenimento e reintegro che la società sostiene per il proprio marchio. Al dato così ottenuto per un primo approccio sistematico all’individuazione della vita utile attribuibile al marchio va aggiunto un commento tecnico-attuariale: è di facile constatazione che l’attualizzazione di una serie di flussi lungo un periodo di tempo indefinito coincide con il valore attuale degli stessi flussi per un periodo definito che si aggira sui tre decenni. Questo elemento fa sì che per il marchio *Alfa* la vita utile possa essere fatta coincidere con sostanziale indifferenza sia per un periodo definito che indefinito. E se anche quest’ultimo può essere considerato attendibile, allora la formula di attualizzazione può essere circoscritta ad una semplice

attualizzazione di rendita perpetua. La disponibilità di dati prospettici dettagliati sul quinquennio 2021-2025 ha fatto ritenere che la scelta più consona alla valutazione in corso fosse quella di definire la vita utile del marchio sì per un periodo indefinito, ma suddiviso tra una previsione esplicita (il piano economico-finanziario fornito dalla società) ed un valore residuo calcolato in perpetuità a partire dall'anno successivo all'ultimo anno di piano (cosiddetto "*Terminal Value*"). Per quest'ultimo si è proceduto - come tipicamente di prassi - ad una determinazione sulla base di alcune variabili chiave come il tasso di crescita del fatturato e il tasso di inflazione atteso nel medio/lungo termine individuato sulla base delle informazioni contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

#### 4.1.1 Criterio *Relief from Royalties*

Mediante l'attualizzazione delle *royalties* risparmiate, la stima del valore dell'intangibile viene determinata in via diretta sulla base del valore attuale dei risparmi sul costo che l'impresa avrebbe sostenuto lunga la vita utile residua del bene per acquisire in licenza il diritto esclusivo di godimento del bene stesso.

Tale approccio, definito anche *Relief from Royalties*, stima il valore economico del marchio attraverso la preliminare individuazione dei ricavi che prospetticamente si prevede saranno generati dalla vendita di prodotti recanti il marchio; al fatturato atteso viene successivamente applicato un tasso di *royalty* di mercato al fine di individuare i flussi di *royalties* che si sosterebbero nell'ipotesi in cui la società, non disponendo del marchio, dovesse acquisirlo in licenza d'uso da terzi a valori di mercato.

L'applicazione del suddetto criterio valutativo è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Alfa*;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $F_t$  sono i flussi, al netto del prelievo fiscale, relativi alle *royalties* che la società prevede di ottenere per un determinato periodo di tempo a fronte della concessione in licenza dell'uso del marchio;

- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio “a vita indefinita”;
- $i$  è il tasso stimato per l’attualizzazione dei flussi attribuibili al marchio *Alfa*.

Tale approccio stima quindi il valore economico del marchio attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione di un tasso di *royalty* di mercato da applicare al fatturato atteso;
- individuazione dei ricavi che prospettivamente si prevede che saranno generati dalla vendita di prodotti a marchio *Alfa*;
- definizione e individuazione dei costi diretti di mantenimento, accrescimento e sviluppo collegati al marchio oggetto di valutazione;
- individuazione dei flussi di *royalties* netti che si sosterebbero nell’ipotesi in cui il marchio venisse acquisito in licenza d’uso da terzi a valori di mercato;
- attualizzazione dei flussi di *royalties* e conseguente determinazione del valore economico del marchio *Alfa*.

La ricerca del tasso di *royalty* può avvenire facendo riferimento a parametri già noti oppure attingendo ad informazioni desunte dal mercato. Nel caso di specie è possibile fare riferimento ad una applicazione esterna facendo uso delle informazioni ritraibili con l’impiego di Banche Dati specializzate e informazioni giudicate comparabili con la specifica situazione del marchio. Per prima cosa va individuato un campione di transazioni comparabili attraverso l’impiego mirato e critico delle banche dati che raccolgono valori di *royalties* relativi a transazioni aventi ad oggetto beni immateriali. Una volta definito un campione di transazioni, esse sono state valutate al fine di comprendere se ciascun bene oggetto di tali transazioni sia opportunamente comparabile al marchio, secondo alcune variabili di differenziazione come le caratteristiche dei prodotti a marchio e la fascia di prezzo. Identificato il *range* di riferimento del campione selezionato (5% - 10%) è necessario stimare il valore puntuale del tasso di *royalty* da attribuire allo specifico marchio *Alfa*. A tale riguardo si è impiegato un metodo qualitativo ispirato al metodo *Interbrand*®, ampiamente utilizzato dalla prassi più accreditata nelle valutazioni qualitative dei marchi. L’adozione del metodo *Interbrand*® si basa sull’assunto che il valore puntuale di *royalty* da ricondurre al bene immateriale oggetto di valutazione possa essere parametrato a un indicatore della cosiddetta “forza del marchio” definita da sette

fattori, a ciascuno dei quali si attribuisce un peso che ne riflette l'importanza.<sup>56</sup> Attribuendo un valore a ciascuna delle sette variabili si ottiene un indicatore, compreso tra 0 e 100, che potrà essere utilizzato per stimare la rilevanza relativa del marchio rispetto al *range* dei valori delle imprese del campione selezionato.

<b>Range R/R</b>	<b>Intervallo</b>	<b>Score INTERBRAND®</b>	<b>Score su intervallo</b>	<b>Valore puntuale R/R</b>
5% - 10%	5	38 / 100	1,9%	5% + 1,9% = 6,9%

Figura 24 – Individuazione del tasso di royalty applicabile – marchio Alfa

Il marchio *Alfa* risulta collocato nella fascia intermedia dell'intervallo, per cui ai fini di questa valutazione si ritiene ragionevole utilizzare quale tasso rappresentativo delle *royalties* che dovrebbero essere corrisposte per l'utilizzo in licenza del marchio stesso, e invece - data la proprietà del marchio - sono risparmiate, il valore approssimato del 7%.

L'individuazione del tasso di *royalty* di un determinato bene immateriale deve tenere conto della sua sostenibilità economica. Quali che siano, infatti, le indicazioni del mercato in tema di tassi di *royalty* di beni comparabili, nessun licenziatario troverebbe conveniente sfruttare un bene immateriale se il suo prezzo d'uso fosse insostenibile economicamente. Dalla necessità pratica di rispettare il principio della sostenibilità economica del tasso di *royalty* discende un criterio empirico, noto come la regola del 25 per cento (*25% Rule*), applicato frequentemente nella prassi internazionale. Tale criterio suggerisce che il licenziatario sia raramente disposto a corrispondere un tasso di *royalty* superiore al 25% del margine di rendimento operativo lordo generato dai ricavi riferiti allo specifico marchio licenziato. Tale criterio, in quanto regola empirica di tipo forfetario, non è sufficiente ad individuare un appropriato tasso di *royalty* di un particolare bene immateriale. Tuttavia, è opportuno sottolineare che tale regola può costituire un orientamento per confrontare e analizzare il tasso desunto da transazioni comparabili. Un importante studio condotto dalla società *KPMG*<sup>57</sup> ha cercato di analizzare nel mercato delle licenze l'esistenza di un certo tipo di correlazione tra tassi di *royalty* applicati e redditività del settore. L'analisi dimostra che il tasso di *royalty* applicato nelle licenze non converge con i tassi generati dalla regola del 25 per cento, ma si trova in un intervallo

<sup>56</sup> Come riportato nel paragrafo 3.3 più sopra

<sup>57</sup> "Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence", *KPMG* – 2012

superiore, tra il 25 per cento dei margini lordi (*Gross Margin*) e il 25 per cento dei margini operativi (*EBITDA* e *EBIT Margin*). Le analisi di regressione indicano che esiste una relazione lineare tra i tassi di *royalty* riportati e le varie misure di redditività, suggerendo che il mercato delle licenze è efficiente e che nella negoziazione del tasso di *royalty* sono stati presi in considerazione sia i costi di struttura che la redditività media del settore. Nel caso di specie sono stati ricavati, mediante l'utilizzo di Banche Dati specializzate, i dati e gli indici di redditività dei *competitors* europei. Nelle tabelle che seguono sono esposti i risultati della comparazione con il già menzionato tasso di *royalty* del 7% individuato per il marchio *Alfa* in valutazione:

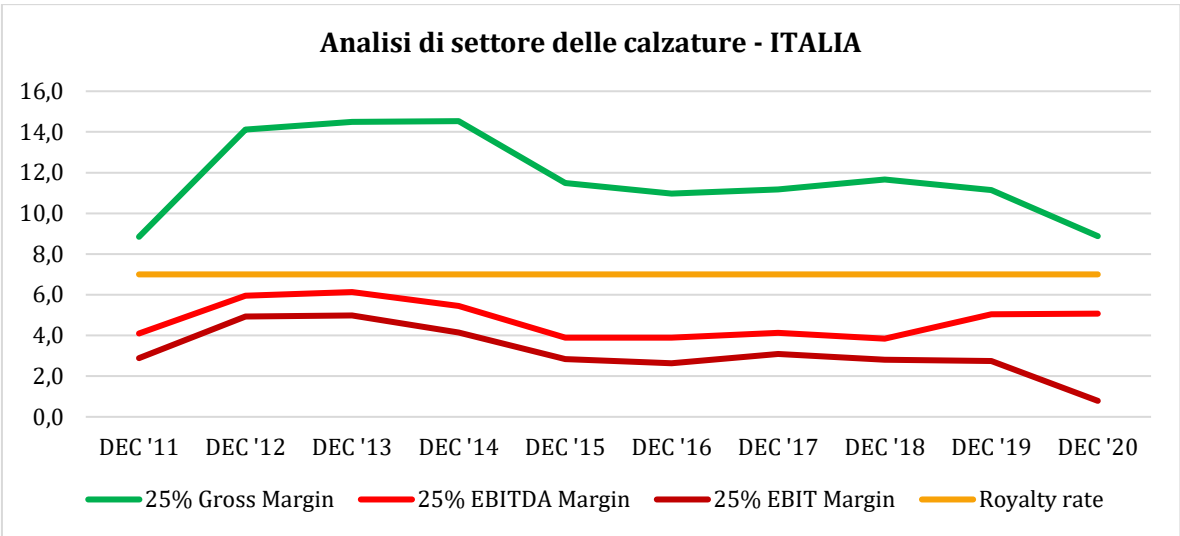


Figura 25 – Analisi di sostenibilità nel mercato italiano del tasso di royalty del marchio Alfa

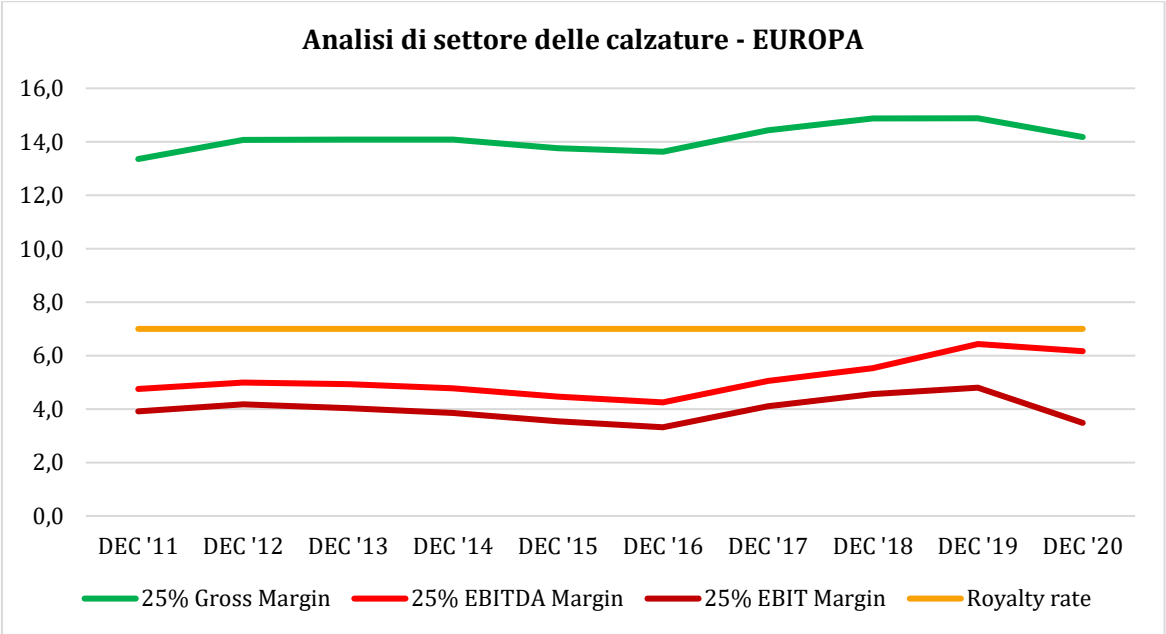


Figura 26 – Analisi di sostenibilità nel mercato europeo del tasso di royalty del marchio Alfa

Come si può constatare il tasso di *royalty* del 7% ricade nell'intervallo individuato dall'analisi di regressione, trovandosi appena sopra il limite inferiore del 25% del margine operativo. L'analisi qui riportata attesta che il tasso di *royalty* del 7% può essere considerato sostenibile a livello economico sia dal mercato nazionale italiano che dal mercato comunitario europeo.

L'applicazione del criterio valutativo in questione è stata sviluppata prendendo a riferimento:

- i ricavi prospettici che si stima possano essere generati dalla vendita di prodotti a marchio, sulla base del piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025 fornito dalla società, ai quali è stato applicato un tasso di *royalty* pari al 7% così come individuato in precedenza;
- i costi relativi al mantenimento del marchio *Alfa* ed alla promozione dello stesso come indicati nel piano economico-finanziario.

Nella tabella che segue sono individuati, per il periodo di previsione esplicita, i flussi di *royalties* attesi, al netto dell'effetto fiscale del 27,90%, pari alla somma delle aliquote nominali IRES e IRAP attualmente vigenti in Italia.

ANNUALITÀ	FATTURATO PRODOTTI A MARCHIO ALFA	ROYALTIES FIGURATIVE (7%)	COSTI DI REGISTRAZIONE DEL MARCHIO ALFA	COSTI DI COMUNICAZIONE DEL MARCHIO ALFA	FLUSSI DI ROYALTIES LORDI	IMPOSTE (27,9%)	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI
2021	15.954.000	1.117.000	40.000	682.000	394.000	110.000	284.000
2022	19.362.000	1.355.000	40.000	753.000	563.000	157.000	406.000
2023	22.947.000	1.606.000	40.000	936.000	630.000	176.000	454.000
2024	26.763.000	1.873.000	40.000	1.160.000	673.000	188.000	485.000
2025	29.912.000	2.094.000	40.000	1.457.000	596.000	166.000	430.000

Figura 27 – Tabella applicazione Relief from Royalties periodo 2021-2025 – marchio Alfa

È stato poi calcolato il valore dei flussi di *royalties* attribuibili al marchio *Alfa* dal 2026, anno successivo al termine del periodo di previsione esplicita, in poi (*Terminal Value*), come segue:

- i ricavi prospettici attesi generati dal marchio, dopo il 2025, sono stati determinati prendendo a riferimento il dato dell'ultimo anno di piano e incrementando lo stesso



con un tasso di crescita ( $g$ ) pari all'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021;

- considerata la tendenza di crescita del fatturato va tenuto in debito conto che la stessa debba essere supportata da adeguate spese di promozione del marchio; i costi di comunicazione sono stati quantificati – sempre prendendo a riferimento i dati di piano – in Euro 1.800.000, importo che rappresenta una costante in percentuale di circa il 25%, dei costi di comunicazione del triennio 2023-2025.

FATTURATO						
PRODOTTI A	ROYALTIES	COSTI DI	COSTI DI	FLUSSO DI	IMPOSTE	FLUSSO DI
MARCHIO	FIGURATIVE	REGISTRAZIONE	COMUNICAZIONE	ROYALTIES	(27,9%)	ROYALTIES
ALFA	(7%)	DEL MARCHIO	DEL MARCHIO	LORDO		NETTO
DOPO IL 2025						
30.211.000	2.115.000	40.000	1.800.000	275.000	77.000	198.000

Figura 28 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Alfa

Una volta determinato il flusso finanziario attribuibile al marchio in perpetuità, si procede al calcolo del valore attualizzato di tale flusso al termine del periodo di previsione (*Terminal Value*), secondo la formula:

$$TV = \frac{\text{Flusso di royalties netto}_{TV}}{WACC - g}$$

nella quale vengono utilizzati quale tasso di attualizzazione il tasso  $WACC$  come sopra individuato ed il tasso di crescita  $g$  pari all'1%.

FLUSSO DI	COSTO MEDIO	TASSO DI	TERMINAL VALUE
ROYALTIES	PONDERATO	CRESCITA ( $g$ )	
NETTO	( $WACC$ )		
198.000	6,342%	1,00%	3.709.000

Figura 29 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Alfa

Definiti i flussi di *royalties* netti del periodo di previsione esplicita ed il *Terminal Value* dopo tale periodo, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base dello stesso tasso  $WACC$ .

ANNUALITÀ	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI ATTUALIZZATI
2021	284.000	6,342%	0,94036	267.000
2022	406.000	6,342%	0,88428	359.000
2023	454.000	6,342%	0,83155	378.000
2024	485.000	6,342%	0,78196	380.000
2025	430.000	6,342%	0,73533	316.000
TV	3.709.000	6,342%	0,73533	2.727.000
<b>Sommatoria flussi di royalties attualizzati (Σ)</b>				<b>4.427.000</b>

Figura 30 – Applicazione Relief from Royalties – marchio Alfa

La determinazione del valore del marchio derivante dall'applicazione della predetta formula, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = 4.427.000 \text{ €}$$

#### 4.1.2 Criterio Excess Earnings

Il criterio degli extra-redditi costituisce un metodo di stima del valore di un particolare *asset* cui va assegnato un ruolo primario, o comunque rilevante, nella formazione del reddito d'impresa. Il fondamento teorico del criterio è che il reddito di pertinenza di un bene prioritario o rilevante (*Primary Income Generating Asset – PIGA*) può essere ottenuto calcolando il reddito che l'impresa registrerebbe nel caso in cui si liberasse della proprietà di tutti gli altri beni per riacquisirne il diritto d'uso tramite contratti di licenza o di affitto o di noleggio. In questo caso l'impresa dovrebbe sostenere i costi delle licenze, affitti e/o noleggi, cosicché il reddito che residuerebbe, anche detto "reddito in eccesso", dopo aver corrisposto i canoni di licenza, d'affitto e/o di noleggio per tutti gli altri beni di cui l'impresa dispone, sarebbe per intero da attribuire al bene intangibile primario. I canoni di affitto e di licenza costituiscono la remunerazione "normale" dei beni di cui l'impresa ha necessità ma che, non conferendo all'impresa alcuno specifico vantaggio competitivo, contribuiscono al reddito sulla base del loro costo opportunità. Per questo i beni, diversi dal bene primario oggetto di valutazione, sono definiti come altri componenti dell'attivo ("*contributory assets*").

Il criterio degli extra-redatti (*Multi-Period Excess Earnings Method*), al contrario del metodo dei flussi di *royalties*, stima il contributo economico del bene immateriale nella prospettiva esclusiva della specifica entità che detiene o fa uso del bene immateriale. Il criterio delle *royalties* di mercato stima il reddito del bene immateriale sulla base del risparmio di costi, in termini di ipotetico canone di licenza evitato, e non invece in termini di valore aggiunto che lo specifico bene immateriale produce in capo alla specifica entità. Coerentemente con il criterio di attualizzazione dei flussi di *royalties* netti, anche in questo caso è stato considerato un periodo di previsione esplicita di 5 anni (2021-2025) secondo i dati del piano economico-finanziario fornito dalla società, e successivamente un periodo in perpetuità che definisce il cosiddetto *Terminal Value*. Altresì coerentemente con quanto già visto con il precedente criterio valutativo si è proceduto con una estrapolazione dai dati economico-patrimoniali del piano predetto delle informazioni specificatamente riguardanti lo sfruttamento del marchio.

L'applicazione del criterio dell'*Excess Earnings* è sintetizzato dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{EE_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $EE_t$  sono gli extra-redatti attribuibili al marchio, relativamente al periodo di previsione esplicita;
- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio "a vita indefinita";
- $i$  è il tasso di sconto stimato per l'attualizzazione degli extra-redatti attribuibili al marchio.

L'applicazione del criterio degli extra-redatti presuppone:

- la verifica che il bene immateriale possa essere effettivamente considerato il bene primario (*PIGA*) attraverso un'adeguata analisi funzionale;

- che il costo opportunità degli altri beni materiali e immateriali (*Contributory Asset Charges – CAC*) sia ricavato sulla base del loro valore corrente e di un tasso di remunerazione appropriato.

I costi-opportunità delle altre componenti dell'attivo (*CAC*), quali il capitale circolante netto e le altre immobilizzazioni materiali e immateriali, vanno calcolati separatamente e sono determinati sulla base del *fair value* di ciascuna attività moltiplicato per il rispettivo tasso di rendimento stimato. I tassi di rendimento normali di capitale circolante netto e immobilizzazioni sono desunti da tassi di interesse e rendimenti da sostenere per acquisire attività simili, tenendo conto che il rendimento richiesto deve essere coerente con il profilo di rischio. Nella tabella sottostante sono riportate le tipologie di attività aziendali, il relativo livello di rischio e l'ipotetico tasso di rendimento come indicato dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV).

<b>TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ AZIENDALE</b>	<b>LIVELLO DI RISCHIO</b>	<b>IPOTETICO TASSO DI RENDIMENTO</b>
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	Basso	Tassi di finanziamento a breve termine
ATTIVITÀ MATERIALI (ATTIVO FISSO)	Medio-basso	Tassi di finanziamento a lungo termine
ATTIVITÀ IMMATERIALI (BENI INTANGIBILI)	Medio-alto	Tasso di rendimento compreso fra il costo dei mezzi propri ed il costo medio ponderato del capitale

Figura 31 – Relazione fra tipologia di contributory asset e tassi di rendimento normali

In base alle indicazioni dell'OIV, sono stati individuati i seguenti tassi di rendimento:

<b>TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ AZIENDALE</b>	<b>TASSO DI RENDIMENTO</b>
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	3%
ATTIVITÀ MATERIALI (ATTIVO FISSO)	4%
ATTIVITÀ IMMATERIALI (BENI INTANGIBILI)	6%

Figura 32 – Individuazione dei tassi di rendimento normali – marchio Alfa

I contributi economici separati (*CAC*) di ciascun anno di piano riferibili alle differenti attività del capitale investito della società *target*, ad esclusione del marchio, sono ottenuti

mediante l'applicazione dei tassi di rendimento predetti alle relative voci dell'attivo secondo il loro valore iniziale di ciascun esercizio. Ad esempio, per l'esercizio 2021, si applicano i tassi di rendimento alle voci del capitale investito della società di fine esercizio 2020. Questa considerazione vale per tutte le annualità, fino al calcolo dei contributi separati dell'attivo riferibile al valore residuo (*Terminal Value*), i quali sono calcolati sulla base delle voci di fine esercizio 2025. Nella tabella seguente vengono riportati i valori degli elementi dell'attivo che costituiscono il capitale investito desunti dal piano economico-finanziario della società. I costi di protezione del marchio non sono stati oggetto di capitalizzazione tra le immobilizzazioni immateriali.

ANNUALITÀ	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	11.160	8.814	8.055	7.644	8.123	8.088
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E ALTRE IMMOBILIZZAZIONI IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI (escluso il marchio)	582	229	265	316	287	269
540	575	546	551	524	424	
<b>= TOTALE ATTIVITÀ (CONTRIBUTORY ASSETS)</b>	<b>12.282</b>	<b>9.617</b>	<b>8.866</b>	<b>8.511</b>	<b>8.934</b>	<b>8.781</b>
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)						

Figura 33 – Individuazione dei contributory assets – marchio Alfa

Una volta definiti i valori iniziali per ciascuna voce dell'attivo – per ognuna delle annualità evidenziate – si applicano a tali distinte voci i tassi di rendimento individuati in precedenza; in questo modo vengono calcolati i contributi economici al profitto operativo delle altre attività escluso il marchio:

ANNUALITÀ		2021	2022	2023	2024	2025	TV
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	3,00%	335	264	242	229	244	243

IMMOB. MATERIALI E ALTRE IMMOB.	4,00%	23	9	11	13	11	11
IMMOB. IMMATERIALI	6,00%	32	34	33	33	31	25
<b>= TOTALE CONTRIBUTI (CAC)</b>		<b>390</b>	<b>308</b>	<b>285</b>	<b>275</b>	<b>287</b>	<b>279</b>
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)							

Figura 34 – Individuazione dei contributory assets charges – marchio Alfa

Per determinare l'extra-rendimento attribuibile all'*asset* immateriale oggetto di valutazione si considera il reddito operativo (*EBIT*) e si sottraggono le imposte operative, calcolate come somma delle aliquote IRAP e IRES, e quindi pari al 27,90% (*NOPAT*).

ANNUALITÀ	2021	2022	2023	2024	2025	TV
<b>= REDDITO OPERATIVO (EBIT)</b>	-2.143	-1.189	-175	689	1.349	1.349
- Imposte (27,90%)	0	0	0	-192	-376	-376
<b>= NOPAT</b>	<b>-2.143</b>	<b>-1.189</b>	<b>-175</b>	<b>497</b>	<b>973</b>	<b>973</b>
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)						

Figura 35 – Individuazione del NOPAT – marchio Alfa

Una volta compiute tutte le verifiche necessarie sui tassi di rendimento, si procede a scomputare dal *NOPAT* i contributi riferibili alle altre attività aziendali, ottenendo il reddito di pertinenza del bene primario oggetto di valutazione, ossia del marchio *Alfa*:

ANNUALITÀ	2021	2022	2023	2024	2025	TV
<b>NOPAT</b>	<b>-2.143</b>	<b>-1.189</b>	<b>-175</b>	<b>497</b>	<b>973</b>	<b>973</b>
- CONTRIBUTI (CAC)	-390	-308	-285	-275	-287	-279

= EXTRA-REDDITI	-2.534	-1.497	-460	222	686	694
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)						

Figura 36 – Calcolo degli extra-redotti – marchio Alfa

Determinati gli extra-redotti di pertinenza del marchio *Alfa*, si procede al calcolo del valore al termine del periodo di previsione esplicita (*Terminal Value*) come segue:

$$TV = \frac{Extrareddito_{TV} \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Anche in questo caso quale importo da utilizzare per il periodo a “vita indefinita” si è utilizzato quello relativo all’ultimo anno di piano. È stato altresì applicato un tasso di crescita (*g*) dell’1%, in base alle stime prospettiche sull’inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

EXTRA-REDDITO	COSTO MEDIO PONDERATO (WACC)	TASSO DI CRESCITA (g)	TERMINAL VALUE
694	6,342%	1,00%	13.119
(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)			

Figura 37 – Calcolo del Terminal Value – marchio Alfa

Definiti gli extra-redotti del periodo di previsione esplicita e il valore al termine di tale periodo attribuibile al marchio, si procede all’attualizzazione di tali importi sulla base del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), come individuato più sopra.

ANNUALITÀ	EXTRA- REDDITI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	EXTRA-REDDITI ATTUALIZZATI
2021	-2.534	6,342%	0,94036	-2.382
2022	-1.497	6,342%	0,88428	-1.324
2023	-460	6,342%	0,83155	-383
2024	222	6,342%	0,78196	174

2025	686	6,342%	0,73533	504
TV	13.119	6,342%	0,73533	9.647
<b>Sommatoria extra-redditi attualizzati (<math>\Sigma</math>)</b>				<b>6.236</b>

(DATI IN MIGLIAIA DI EURO)

Figura 38 – Applicazione criterio dell'Excess Earnings – marchio Alfa

La determinazione del valore del marchio, in base all'applicazione del criterio degli extra-redditi, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{\text{Extraredditi}}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = \mathbf{6.236.000 \text{ €}}$$

Il valore ottenuto è, tra l'altro, funzione del tasso di rendimento attribuito alle singole componenti del capitale investito della società che, come più sopra detto, è stato desunto in base alle indicazioni fornite dall'OIV. Per tali tassi di rendimento si è ritenuto di procedere ad una verifica di attendibilità, che a sua volta diventa verifica di attendibilità del valore del marchio estratto con il criterio qui trattato.

L'assunto di base di questo "controllo indiretto" deriva dalla matematica conseguenza che la media dei tassi di rendimento – assegnati alle differenti classi di attività – deve tendenzialmente coincidere con il costo-opportunità dell'intero capitale investito, il quale è stato fatto a sua volta coincidere – per le considerazioni più sopra espresso – con il costo medio ponderato del capitale (*WACC*). Il risultato del calcolo ha dato come esito una media pressoché vicina al *WACC* della società.

\*\*\*

I due criteri di valorizzazione prescelti hanno condotto ai seguenti risultati:

<b>VALORE DEL MARCHIO ALFA</b>	
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI ROYALTIES NETTI</b>	€ 4.427.000,00
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEGLI EXTRA-REDDITI</b>	€ 6.236.000,00

Figura 39 – Riepilogo dei valori – marchio Alfa

I due valori sono ragionevolmente vicini tra loro, tanto da poter costituire un fondato intervallo all'interno del quale collocare il più attendibile valore intrinseco attribuibile al



marchio *Alfa*. Tenuto conto della sensibilità dei tassi di rendimento dei *contributory asset* sul valore finale del marchio derivante dal criterio degli extra-red-diti, il parere valutativo ha espresso quale valore più attendibile e congruo del marchio *Alfa* il valore ottenuto dall'applicazione del criterio *Relief from Royalties*, rispettando anche un'ottica di valorizzazione più prudentiale.

#### **4.2 Secondo caso**

Il marchio *Beta* è un marchio commerciale e appartiene ad una società da quasi 50 anni; tale marchio contraddistingue i prodotti di propria confezione e commercio consistenti in formaggi di alta qualità. Il marchio, come riportato nel brevetto, viene riprodotto in qualsiasi colore, in qualsiasi dimensione e qualsiasi carattere di stampa. La società che lo detiene, mediante un uso continuo e ripetuto della medesima denominazione verbale, ha riproposto negli anni il medesimo elemento distintivo ricorrente anche in successivi loghi utilizzati dalla stessa, contraddistinti dalla precisa dicitura e configurazione verbale. Il marchio *Beta* non è presente nello Stato Patrimoniale della società in quanto i relativi costi negli anni sono transitati per il Conto Economico, non essendo mai stati oggetto di capitalizzazione. Questo fattore<sup>58</sup> non ha comportato un'esclusione dai beni per i quali è ammessa la rivalutazione. Non risultano cause pendenti per contestazioni di anteriorità, né azioni di contraffazione o di copiatura da parte di concorrenti ed operatori sleali. Per la tutela del proprio marchio, la società sostiene costantemente costi di registrazione, costi di rinnovo, costi di consulenza da parte del mandatario per l'assistenza fornita in tutte le pratiche che riguardano la tutela e protezione del marchio e costi legati al personale interno che si relaziona con i legali o con il mandatario per le attività connesse alle formalità di registrazione, rinnovo dei depositi e le pratiche che si rendono necessarie per le formalità legate ai marchi.

La diffusione, conoscenza ed apprezzamento del marchio presso il pubblico dei consumatori sono stati sviluppati dall'azienda attraverso le attività di promozione e comunicazione dei prodotti e dei servizi offerti. Le attività di promozione e comunicazione svolte riguardano principalmente la pubblicità su giornali e riviste con inserzioni pubblicitarie programmate, sponsor di eventi di promozione sociale del territorio nonché

---

<sup>58</sup> Come approfondito nel paragrafo 2.3.1

sponsorizzazioni sportive. Solamente negli ultimi 10 anni in Italia, la società ha investito circa 300.000 euro in spese di comunicazione e promozione. Inoltre, la società ha predisposto un piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025, i cui dati sono stati trasmessi a supporto della valutazione del marchio.

La raccolta di informazioni avvenuta nel corso della valutazione ha consentito i seguenti commenti qui riportati in sintesi:

- il marchio risulta essere ampiamente tutelato sia da registrazioni riferite al territorio italiano sia da una costante attività di “manutenzione” tramite il sostenimento di importanti costi per servizi legali, di monitoraggio della contraffazione e di consulenza di protezione in genere riferiti a tutti mercati, italiani ed esteri, di distribuzione del prodotto;
- la società ha investito risorse considerevoli per mantenere la diffusione e la notorietà del marchio, scegliendo canali ad alta visibilità nei mercati di riferimento;
- la società ha un primario *track-record* di *performances* nello sviluppo degli affari, e dimostra un’impostazione industriale completa ed aggiornata;
- il settore di riferimento mostra segni di consistente ripresa dopo le contrazioni di mercato registrate nel 2020, e si colloca in un contesto generale che altresì viene definito dagli analisti in ripresa.

Tali considerazioni permettono di concludere per una conferma di forte e peculiare connotazione del marchio nel mercato in cui il relativo prodotto è offerto, di una prospettiva di continuità della “forza” acquistata e di un basso rischio di contendibilità. L’esposizione, tuttavia, a variazioni nel costo della materia prima non governabili tramite la leva di prezzo o di dimensione degli ordini induce a molta prudenza nella formazione dei piani economico-patrimoniali pluriennali, da redigersi quantomeno nell’ottica di più scenari possibili tra loro diversi.

Come evidenziato al paragrafo 3.2 più sopra, la dottrina economico-aziendale propone dunque diversi metodi di valutazione relativamente ai beni immateriali, tutti astrattamente utilizzabili. Si tratta pertanto di stabilire, tra questi, quale metodo di valutazione debba essere utilizzato nel caso specifico tra le metodiche del costo, del reddito ovvero di mercato. Va tenuto presente che per individuare il metodo più appropriato è necessario innanzitutto considerare i seguenti elementi:

- le caratteristiche del marchio, con particolare riferimento alla sua riproducibilità;
- la natura dei benefici che il marchio è in grado di generare in capo al titolare dello stesso (attuale o potenziale) ovvero al suo utilizzatore;
- la stima della vita utile residua e quindi l'individuazione dell'arco temporale di riferimento per definire la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi generati dal marchio;
- l'esistenza o meno di un mercato attivo di riferimento.

Oltre a ciò, va ricordato che all'espressione del parere valutativo presiedono:

- il quadro normativo di riferimento, più sopra citato, in base al quale il valore del bene va determinato in relazione alla sua "consistenza", alla sua "capacità produttiva", alla sua "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa", nonché ai "valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri";
- la scelta operata di procedere con la valutazione con la configurazione di valore definito come "valore intrinseco".

L'esame di tali aspetti consente di identificare il metodo (od i metodi) di valutazione che sono maggiormente idonei a valorizzare il marchio *Beta* oggetto di stima.

Date le caratteristiche del marchio *Beta*, tutti i criteri riconducibili alla metodica del costo non appaiono concretamente applicabili; la principale difficoltà riguarda infatti l'identificazione dei costi rilevanti, ovvero la determinazione dei costi diretti, dei costi indiretti attribuibili al bene, dei costi opportunità nonché della remunerazione per i rischi dello sviluppo dell'intangibile; tale criterio appare altresì scarsamente connesso alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa" del bene, ed ancor meno a valori riscontrabili in mercati efficienti.

Tenuto conto delle caratteristiche del marchio e del mercato di riferimento appare corretto fare riferimento alle prospettive di ricavi futuri che il marchio sarà in grado di generare (ovviamente legati alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa") e quindi ai criteri di valutazione riconducibili alla metodica del reddito; in questa sede è stato in particolare ritenuto corretto tenere in considerazione inoltre, ai fini della determinazione del valore economico del marchio, anche il tasso di *royalty* di mercato applicabile e quindi la remunerazione attesa nell'ipotesi in cui il marchio venga concesso in licenza d'uso a terzi a valori di mercato.

Anche i criteri di valutazione riconducibili esclusivamente all'approccio di mercato basati sui multipli appaiono difficilmente applicabili, in considerazione delle caratteristiche del marchio e della mancanza di informazioni relative a transazioni aventi ad oggetto beni simili di eguale tipologia che, anche a seguito di eventuali aggiustamenti, possano essere ritenute comparabili; nei dati disponibili che provengono da informativa di mercato, peraltro, è possibile individuare un range di riferimento per l'individuazione di un tasso di *royalty* che un terzo soggetto indipendente sarebbe disposto a pagare per ottenere in licenza d'uso il marchio, elemento rilevante in sede di utilizzo del criterio del reddito.

In conclusione, si ritiene che l'approccio valutativo più corretto del bene immateriale in questione sia quello del reddito, selezionando tra i vari criteri previsti per questo approccio, più sopra indicati, quelli che più esattamente si prestano alla valutazione del singolo *asset* immateriale piuttosto che all'azienda nel suo complesso. Tali criteri sono:

1. il criterio del reddito corroborato dal riferimento ad un parametro di mercato, costituito dal tasso di *royalty* di mercato applicabile nel caso di specie al marchio; il valore del marchio è quindi determinato sulla base delle *royalties* attualizzate, che sarebbero state corrisposte ad un licenziante terzo, nel caso la società non disponesse di tale bene intangibile, per acquisirne il diritto di utilizzo, mentre nel caso in oggetto tali *royalties* sono state risparmiate;
2. il criterio di valutazione mediante l'attualizzazione degli extra-redditi attribuibili al marchio, che residuano dopo aver sottratto i rendimenti separati degli altri componenti del capitale investito.

Come visto, comune ai due criteri di cui sopra è il processo di attualizzazione di flussi futuri, processo che deve di necessità essere implementato individuando preventivamente il tasso da applicare per la formula di attualizzazione.

Il modello *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ed il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) costituiscono un punto di riferimento ormai consolidato per l'individuazione del costo ponderato di opportunità e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dallo sfruttamento dell'*asset* oggetto di investimento.

$$WACC = K_E \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right] + K_D \times (1 - tax\ rate) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Il calcolo consiste nell'effettuare una media tra il costo dei conferenti di capitale proprio ed il costo dei conferenti del capitale di debito, al netto dell'effetto fiscale, ponderata dal peso relativo di ciascuna fonte.

Per determinare il costo del capitale proprio ( $K_E$ ), il metodo più diffuso è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dove

Costo del capitale proprio =

Tasso privo di rischio + fattore  $\beta$  x ( Premio per il rischio) +/- correttivi specifici

Nel caso di specie:

- il tasso privo di rischio: è stato desunto dal tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP) a 10 anni su media annua del 2020, pari ad un tasso del 1,28%;
- il premio per il rischio (*Equity Risk Premium – ERP*): è stato ricavato dalla piattaforma elaborata dal professor Damodaran e aggiornata a gennaio 2021, prendendo in considerazione l'ERP dei Paesi con *rating* AAA, pari al 4,72%;
- il fattore  $\beta$ : rappresenta il coefficiente che misura la sensibilità del rischio derivante dall'attività aziendale rispetto al rischio sistematico di mercato. L'assunto di base nel calcolo di questo fattore prevede che il rischio sistematico di mercato sia rilevato sulla base delle *performances* registrate nei mercati regolamentati (quotazioni di Borsa). Non essendo la società in oggetto quotata nel mercato regolamentato, di necessità vanno preliminarmente considerati i valori di  $\beta$  di società comparabili. La comparabilità di tali imprese alla società, oltre al settore di appartenenza, è stata verificata considerando il mercato di riferimento dal punto di vista territoriale, la dimensione delle imprese, l'omogeneità dei prodotti offerti rispetto a quelli che il marchio rappresenta e l'eventuale interdipendenza tra i soggetti individuati in banca dati e la società. Il *panel* dei *comparables* viene a definirsi con alcune società quotate che, tuttavia, presentano una dimensione considerevolmente maggiore – ancorché rapportabile - rispetto alla società detentrici del marchio oggetto di valutazione. Per rispetto ad un principio di oggettività nell'individuazione della componente  $\beta$  del costo del capitale si è dunque proceduto mantenendo nel *panel* dei *comparables* dette società di dimensioni maggiori, operando peraltro con opportuni correttivi ai fini

valutativi del marchio che consentano di rilevare il *gap* dimensionale (*small size premium*), specificatamente nella costruzione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

<i>Competitors</i>	<b>D/(D+E)</b>	<b>E/(D+E)</b>	<b>β Unlevered</b>
<b>Media</b>	25,00%	75,00%	0,802

Figura 40 – Struttura finanziaria e beta unlevered medio di settore – marchio Beta

Il  $\beta$  *unlevered* (o – per meglio dire – il fattore che esprime nel *CAPM* il rischio sistematico di mercato a prescindere dalla propensione alla leva finanziaria delle imprese) medio del *panel* è dunque pari a 0,802.

Per tenere conto della relazione fra la forza del marchio e la vita utile dello stesso da un lato ed il suo profilo di rischio, nel caso di specie è stato adottato il criterio della stima autonoma del  $\beta$  dell'*asset* intangibile<sup>59</sup>, mediante l'individuazione di un correttivo - da applicarsi al  $\beta$  *unlevered* determinato – per tenere in debita considerazione le caratteristiche specifiche del marchio oggetto di valutazione. Una volta stabilito il coefficiente di correzione, esso va applicato ad aggiustamento del  $\beta$  *unlevered* medio di settore:

<b>Coefficiente di correzione β</b>	<b>1,06</b>
<b>β unlevered medio di settore</b>	<b>0,802</b>
<b>β unlevered marchio</b>	<b>0,850</b>

Figura 41 – Stima autonoma del beta dell'asset intangibile – marchio Beta

Per terminare la definizione del fattore  $\beta$  all'interno del *CAPM* va infine individuato il valore del fattore stesso parametrato alla struttura finanziaria del soggetto proprietario del bene in valutazione, cioè il  $\beta$  *levered* riferibile ad una struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e debiti verso terzi, D/E) che sia coerente con la logica all'interno della quale viene utilizzato il fattore stesso. La trasformazione del  $\beta$  *unlevered* in  $\beta$  *levered* avviene utilizzando la formula di *Hamada*:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - tax\ rate) \right]$$

<sup>59</sup> Si veda paragrafo 3.3 più sopra

nella quale rimane da determinare per il caso di specie il rapporto D/E.

A tali fini le ipotesi utilizzabili sono molteplici:

- innanzitutto, va determinato il momento temporale nel quale rilevare il dato in parola;
- si deve inoltre effettuare una scelta tra la struttura finanziaria media del settore di appartenenza (in quanto reperibile nelle banche dati disponibili), la struttura finanziaria del *panel* dei *comparables* prescelti, ovvero la struttura finanziaria propria della società proprietaria dell'*asset* oggetto di valutazione.

Per quanto al momento temporale di riferimento si osserva che una scelta puntuale può dimostrarsi assai limitante, in quanto rappresenta la ripartizione dei capitali conferiti in un singolo momento temporale e non rispecchia necessariamente la struttura che si prevede per tutta la vita della società; la struttura finanziaria ad uno specifico momento può infatti risentire di variazioni temporanee nei valori di mercato delle fonti di capitale in circolazione e, oltre a ciò, non tiene conto di possibili pianificazioni da parte del *management* sulle modifiche della composizione del capitale in attuazione di nuove politiche aziendali; tutti questi fattori giustificano l'ipotesi che i livelli di finanziamento futuri possano discostarsi da quelli correnti. Oltre a ciò, l'utilizzo della struttura finanziaria peculiare della società detentrici del marchio oggetto di valutazione rappresenterebbe un "peso" in una valutazione che mira ad identificare un valore in una situazione di sfruttabilità interessante a prescindere dalla configurazione aziendale specifica. Uguali considerazioni possono essere fatte qualora venga prescelta la struttura finanziaria media del settore di appartenenza, ove le differenziazioni tra le imprese che vi appartengono limitano l'attendibilità del dato da utilizzarsi nella specifica valutazione.

Per evitare gli scostamenti producibili dalle scelte di cui sopra, la prassi riconosce come preferibile l'utilizzo ai fini della valutazione di una struttura finanziaria obiettivo, cosiddetta "target", adottabile dall'azienda. Tale composizione si considera ottimale purché derivata dalla media delle osservazioni di mercato sulle società quotate comparabili. Essa dovrebbe tendenzialmente corrispondere alla struttura finanziaria effettiva in presenza di una direzione che miri all'"ottimizzazione" del valore, sfruttando i benefici del debito e limitandone i costi. Si riporta di seguito la struttura finanziaria "target" desunta dalla media delle osservazioni sulle società comparabili valutate in precedenza, ed il calcolo del  $\beta$  levered su tale assunzione:

<b><math>\beta</math> unlevered marchio</b>	<b>0,850</b>
<b>Incidenza di Capitale Proprio</b>	<b>75,00%</b>
<b>Incidenza di Debiti Terzi</b>	<b>25,00%</b>
<b>Tax rate della Società</b>	<b>24,00%</b>
<b>Rapporto Debito su Equity</b>	<b>33,33%</b>
<b>Beta levered marchio (<math>\beta_L</math>)</b>	<b>1,066</b>

Figura 42 – Calcolo del beta levered – marchio Beta

I dati indicano che la struttura finanziaria *target* individua un rapporto Debito su *Equity* del 33,33 %, ottenendo quindi il  $\beta$  levered pari a 1,066.

Tenuto conto che le comparabili della società individuate precedentemente presentano comunque una dimensione maggiore rispetto alla società *target* è stato incluso nel calcolo del costo del capitale un correttivo per apprezzare il “fattore dimensionale” (*small size premium*). Quest’ultimo rappresenta una componente di rischio genericamente riconosciuta nel calcolo del costo del capitale delle realtà aziendali caratterizzate da piccole o modeste dimensioni. L’aggiustamento in questione deriva dal fatto che tali soggetti, come la società *target*, sono esposti ad un maggior numero di rischi rispetto alle società comparabili individuati nel *panel*; questi rischi consistono, ad esempio, nella maggior volatilità dei risultati conseguibili ed in un maggior rischio di *default* rispetto ad imprese più grandi e solide in termini finanziari. Alcuni studi empirici<sup>60</sup> hanno osservato che l’effetto dimensione risulta statisticamente un elemento strutturale di differenziazione dei rendimenti, in considerazione del quale all’aumentare della dimensione aziendale il rendimento/rischio effettivo si riduce. Tenuto conto che, nella stesura del piano economico-finanziario e dei relativi flussi, la società non ha scontato tale maggiore rischiosità derivata dalle ridotte dimensioni, si è provveduto ad applicare il correttivo nel calcolo del costo del capitale. Le ricerche statistiche già richiamate, individuano per il campione di aziende europeo, con modeste dimensioni, un premio per il rischio dimensionale (*size Premium*) medio dell’1,3%. Nel caso del marchio *Beta*, è stato

<sup>60</sup> “Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe”, 2014, Duff & Phelps LLC



ritenuto ragionevole un premio pari all'1,5%; detta componente è stata pertanto inclusa, quale incremento del costo del capitale, come segue:

<b>Fonti</b>		
<b>Tasso di rendimento privo di rischio</b>	1,28%	BTP 10 anni media annua 2020
<b>Premio per il rischio di mercato</b>	4,72%	Damodaran, Paesi AAA, gennaio 2021
<b><i>Small size premium</i></b>	1,50%	
<b><i>β levered</i></b>	1,066	
<b>Costo del Capitale proprio</b>	<b>7,81%</b>	

Figura 43 – Calcolo del costo del capitale proprio – marchio Beta

L'altra importante componente per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è il costo del debito ( $K_D$ ), ossia il tasso che una società pagherebbe, nelle condizioni di mercato alla data di valutazione, per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

Nel caso di specie, è stato considerato il tasso *EURIRS*, pari allo 0,10%, ossia il tasso di interesse medio al quale le principali banche europee stipulano “*swap*”, cioè scambio di flussi di cassa a copertura del rischio di interesse. Questo tasso è stato maggiorato del 2%, in base alle previsioni nel medio/lungo termine per il ricorso alla leva finanziaria in situazioni coerenti con quelle prese in considerazione per il calcolo del *β levered*. Per il calcolo successivo del costo del debito defiscalizzato, è stata considerata l'aliquota IRES del 24% quale scudo fiscale di deducibilità riconosciuto sugli interessi del debito.

<b>Fonti</b>		
<b>Scudo fiscale</b>	24,00%	Aliquota IRES
<b>Costo del debito (%)</b>	0,10%	Tasso EURIRS a 10 anni al 16/06/2021
<b>Maggiorazione</b>	2,00%	Previsioni <i>spread</i> a M/L termine
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,60%</b>	

Figura 44 – Calcolo del costo del capitale di terzi – marchio Beta

Così ottenute tutte le componenti del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), si procede alla stima di tale tasso:

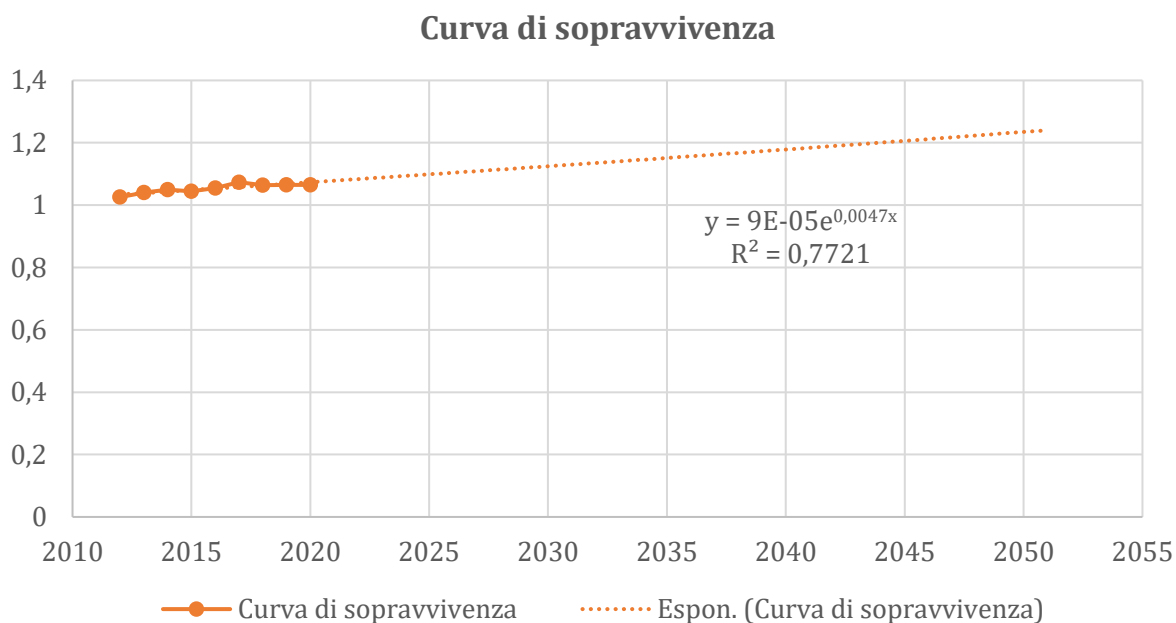
<b>Costo del capitale proprio</b>	<b>7,81%</b>
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,60%</b>
Incidenza di Capitale Proprio	75,00%
Incidenza di Debiti Terzi	25,00%
<b>WACC MARCHIO BETA</b>	<b>6,256%</b>

*Figura 45 – Calcolo del WACC – marchio Beta*

Così come il tasso di attualizzazione dei flussi prospettici, altresì comune ai due criteri di valutazione individuati nell'ambito dell'approccio cosiddetto "del reddito" cui sopra è la definizione del periodo per il quale il processo di attualizzazione va implementato. Nell'ambito della stima di beni intangibili specifici, con criteri fondati sui flussi di risultato attesi o di determinazione degli extra-redditi attribuibili, risulta di fondamentale importanza la distinzione tra intangibili "a vita definita" ed intangibili "a vita utile indefinita". Nel primo caso la valutazione si fonda sui flussi/extra-redditi attribuiti, o attribuibili, allo specifico *asset* nell'ambito di una prospettiva di valutazione cosiddetta "a finire". Viceversa, in ipotesi di intangibili "a vita indefinita" - ovvero di beni che possono generare indefinitamente benefici prospettici per l'impresa che li possiede in quanto quest'ultima sostiene adeguati costi di mantenimento e reintegro - la prospettiva di valutazione è, di necessità, legata alla continuità gestionale per un tempo indeterminato.

Per determinare quindi la vita utile del marchio è stata effettuata, sulla base di dati storici forniti dalla società, una raccolta delle informazioni rilevanti ai fini dell'individuazione di tale continuità gestionale. Un primo elemento di valutazione è dato dalla dimensione della spesa di sostenimento della diffusione e notorietà del marchio che la società sostiene. Un secondo dato significativo è l'evoluzione nel corso della vita dell'azienda del numero di clienti cessati, pesati con i ricavi a loro associati, da cui va dedotto il numero di clienti contemporaneamente acquisiti, sempre pesati con i relativi ricavi, il tutto rapportato al numero di clienti totali della società e dei relativi ricavi. In base alle informazioni fornite dalla società e con il criterio di cui sopra sono stati calcolati i rapporti che hanno consentito di individuare un "tasso di abbandono" netto della clientela per ogni annualità.

Essendo peraltro l'obiettivo di questa analisi l'espressione di una misura della potenziale continuità di utilità (forza) del marchio in senso prospettico, è stata utilizzata una formula matematica di estrapolazione (o di "tendenza") del dato storico su un orizzonte futuro di ragionevole attendibilità, stabilito in anni 30, al fine di verificare se su tale orizzonte potesse essere sostenibile una durevolezza dell'attuale "presa" del marchio sulla clientela aziendale.



*Figura 46 – Curva di sopravvivenza – marchio Beta*

Il risultato dell'elaborazione (una curva "di sopravvivenza" esponenziale su un periodo di 30 anni) dimostra un indice di attendibilità elevato della curva ( $R^2$ ) tale da far ritenere che per l'orizzonte prescelto, ancorché con una probabile deflessione, sia possibile sostenere per il marchio *Beta* una sopravvivenza prospettica per almeno ulteriori 30 anni. Supporta tale considerazione l'entità delle spese di mantenimento e reintegro che la società sostiene per il proprio marchio. Al dato così ottenuto per un primo approccio sistematico all'individuazione della vita utile attribuibile al marchio va aggiunto un commento tecnico-attuariale: è di facile constatazione che l'attualizzazione di una serie di flussi lungo un periodo di tempo indefinito coincide con il valore attuale degli stessi flussi per un periodo definito che si aggira sui tre decenni. Questo elemento fa sì che per il marchio *Beta* la vita utile possa essere fatta coincidere con sostanziale indifferenza sia per un periodo definito che indefinito. E se anche quest'ultimo può essere considerato attendibile, allora la formula di attualizzazione può essere circoscritta ad una semplice

attualizzazione di rendita perpetua. La disponibilità di dati prospettici dettagliati sul quinquennio 2021-2025 ha fatto ritenere che la scelta più consona alla valutazione in corso fosse quella di definire la vita utile del marchio sì per un periodo indefinito, ma suddiviso tra una previsione esplicita (il piano economico-finanziario fornito dalla società) ed un valore residuo calcolato in perpetuità a partire dall'anno successivo all'ultimo anno di piano (cosiddetto "*Terminal Value*"). Per quest'ultimo si è proceduto - come tipicamente di prassi - ad una determinazione sulla base di alcune variabili chiave come il tasso di crescita del fatturato e il tasso di inflazione atteso nel medio/lungo termine individuato sulla base delle informazioni contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

#### 4.2.1 Criterio *Relief from Royalties*

Mediante l'attualizzazione delle *royalties* risparmiate, la stima del valore dell'intangibile viene determinata in via diretta sulla base del valore attuale dei risparmi sul costo che l'impresa avrebbe sostenuto lunga la vita utile residua del bene per acquisire in licenza il diritto esclusivo di godimento del bene stesso.

Tale approccio, definito anche *Relief from Royalties*, stima il valore economico del marchio attraverso la preliminare individuazione dei ricavi che prospetticamente si prevede saranno generati dalla vendita di prodotti recanti il marchio; al fatturato atteso viene successivamente applicato un tasso di *royalty* di mercato al fine di individuare i flussi di *royalties* che si sosterebbero nell'ipotesi in cui la società, non disponendo del marchio, dovesse acquisirlo in licenza d'uso da terzi a valori di mercato.

L'applicazione del suddetto criterio valutativo è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Beta*;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $F_t$  sono i flussi, al netto del prelievo fiscale, relativi alle *royalties* che la società prevede di ottenere per un determinato periodo di tempo a fronte della concessione in licenza dell'uso del marchio;

- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio “a vita indefinita”;
- $i$  è il tasso stimato per l’attualizzazione dei flussi attribuibili al marchio *Beta*.

Tale approccio stima quindi il valore economico del marchio attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione di un tasso di *royalty* di mercato da applicare al fatturato atteso;
- individuazione dei ricavi che prospettivamente si prevede che saranno generati dalla vendita di prodotti a marchio *Beta*;
- definizione e individuazione dei costi diretti di mantenimento, accrescimento e sviluppo collegati al marchio oggetto di valutazione;
- individuazione dei flussi di *royalties* netti che si sosterebbero nell’ipotesi in cui il marchio venisse acquisito in licenza d’uso da terzi a valori di mercato;
- attualizzazione dei flussi di *royalties* e conseguente determinazione del valore economico del marchio *Beta*.

La ricerca del tasso di *royalty* può avvenire facendo riferimento a parametri già noti oppure attingendo ad informazioni desunte dal mercato. Nel caso di specie è possibile fare riferimento ad una applicazione esterna facendo uso delle informazioni ritraibili con l’impiego di Banche Dati specializzate e informazioni giudicate comparabili con la specifica situazione del marchio. Per prima cosa va individuato un campione di transazioni comparabili attraverso l’impiego mirato e critico delle banche dati che raccolgono valori di *royalties* relativi a transazioni aventi ad oggetto beni immateriali. Una volta definito un campione di transazioni, esse sono state valutate al fine di comprendere se ciascun bene oggetto di tali transazioni sia opportunamente comparabile al marchio, secondo alcune variabili di differenziazione come le caratteristiche dei prodotti a marchio e la fascia di prezzo. Identificato il *range* di riferimento del campione selezionato (0% - 2,5%) è necessario stimare il valore puntuale del tasso di *royalty* da attribuire allo specifico marchio *Beta*. A tale riguardo si è impiegato un metodo qualitativo ispirato al metodo *Interbrand*®, ampiamente utilizzato dalla prassi più accreditata nelle valutazioni qualitative dei marchi. L’adozione del metodo *Interbrand*® si basa sull’assunto che il valore puntuale di *royalty* da ricondurre al bene immateriale oggetto di valutazione possa essere parametrato a un indicatore della cosiddetta “forza del marchio” definita da sette

fattori, a ciascuno dei quali si attribuisce un peso che ne riflette l'importanza.<sup>61</sup> Attribuendo un valore a ciascuna delle sette variabili si ottiene un indicatore, compreso tra 0 e 100, che potrà essere utilizzato per stimare la rilevanza relativa del marchio rispetto al *range* dei valori delle imprese del campione selezionato.

<i>Range R/R</i>	Intervallo	<i>Score</i> <i>INTERBRAND®</i>	<i>Score su</i> intervallo	Valore puntuale R/R
0% - 2,5%	2,5	48 / 100	1,2%	0% + 1,2% = 1,2%

Figura 47 – Individuazione del tasso di *royalty* applicabile – marchio *Beta*

Il marchio *Beta* risulta collocato nella fascia intermedia dell'intervallo, per cui ai fini di questa valutazione si ritiene ragionevole utilizzare quale tasso rappresentativo delle *royalties* che dovrebbero essere corrisposte per l'utilizzo in licenza del marchio stesso, e invece - data la proprietà del marchio - sono risparmiate, il valore del 1,2%.

L'individuazione del tasso di *royalty* di un determinato bene immateriale deve tenere conto della sua sostenibilità economica. Quali che siano, infatti, le indicazioni del mercato in tema di tassi di *royalty* di beni comparabili, nessun licenziatario troverebbe conveniente sfruttare un bene immateriale se il suo prezzo d'uso fosse insostenibile economicamente. Dalla necessità pratica di rispettare il principio della sostenibilità economica del tasso di *royalty* discende un criterio empirico, noto come la regola del 25 per cento (*25% Rule*), applicato frequentemente nella prassi internazionale. Tale criterio suggerisce che il licenziatario sia raramente disposto a corrispondere un tasso di *royalty* superiore al 25% del margine di rendimento operativo lordo generato dai ricavi riferiti allo specifico marchio licenziato. Tale criterio, in quanto regola empirica di tipo forfetario, non è sufficiente ad individuare un appropriato tasso di *royalty* di un particolare bene immateriale. Tuttavia, è opportuno sottolineare che tale regola può costituire un orientamento per confrontare e analizzare il tasso desunto da transazioni comparabili. Un importante studio condotto dalla società *KPMG*<sup>62</sup> ha cercato di analizzare nel mercato delle licenze l'esistenza di un certo tipo di correlazione tra tassi di *royalty* applicati e redditività del settore. L'analisi dimostra che il tasso di *royalty* applicato nelle licenze non converge con i tassi generati dalla regola del 25 per cento, ma si trova in un intervallo

<sup>61</sup> Come riportato nel paragrafo 3.3 più sopra

<sup>62</sup> "Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence", *KPMG* – 2012

superiore, tra il 25 per cento dei margini lordi (*Gross Margin*) e il 25 per cento dei margini operativi (*EBITDA* e *EBIT Margin*). Le analisi di regressione indicano che esiste una relazione lineare tra i tassi di *royalty* riportati e le varie misure di redditività, suggerendo che il mercato delle licenze è efficiente e che nella negoziazione del tasso di *royalty* sono stati presi in considerazione sia i costi di struttura che la redditività media del settore. Nel caso di specie sono stati ricavati, mediante l'utilizzo di Banche Dati specializzate, i dati e gli indici di redditività dei *competitors* europei. Nelle tabelle che seguono sono esposti i risultati della comparazione con il già menzionato tasso di *royalty* del 1,2% individuato per il marchio *Beta* in valutazione:

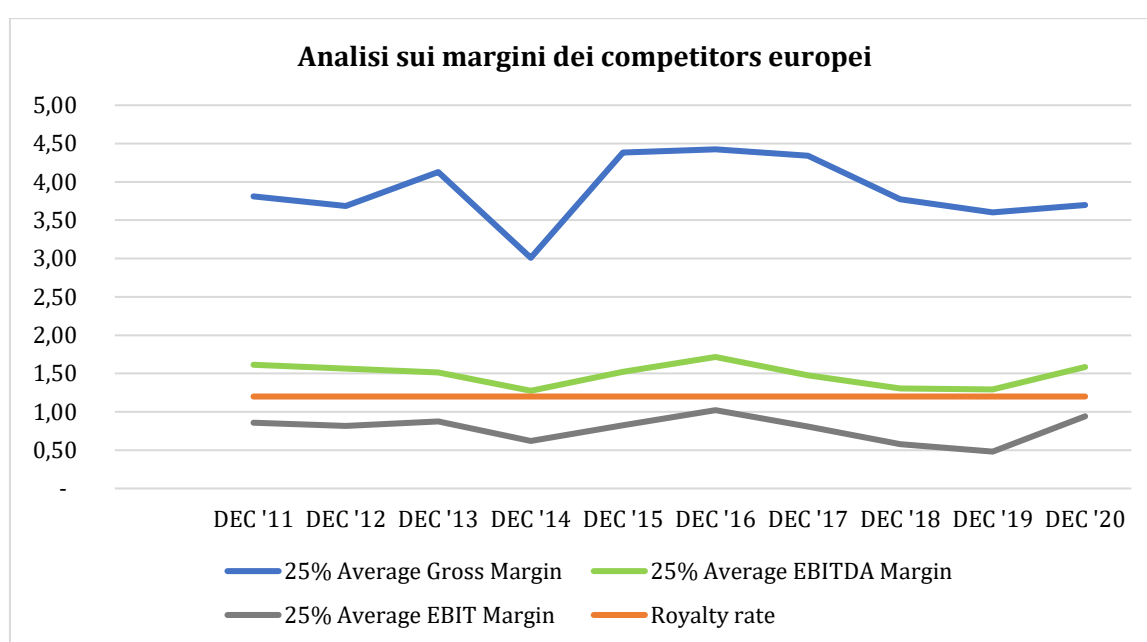


Figura 48 – Analisi di sostenibilità del tasso di *royalty* del marchio *Beta*

Come si può constatare il tasso di *royalty* del 1,2% ricade nell'intervallo individuato dall'analisi di regressione, trovandosi appena sopra il limite inferiore del 25% del margine operativo. L'analisi qui riportata attesta che il tasso di *royalty* del 1,2% può essere considerato sostenibile.

L'applicazione del criterio valutativo in questione è stata sviluppata prendendo a riferimento:

- i ricavi prospettici che si stima possano essere generati dalla vendita di prodotti a marchio, sulla base del piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025 fornito dalla società, ai quali è stato applicato un tasso di *royalty* pari al 1,2% così come individuato in precedenza;

- i costi relativi al mantenimento del marchio *Beta* ed alla promozione dello stesso, i quali sono ottenuti mediante l'incidenza media storica degli stessi – pari allo 0,5% – sul fatturato dei prodotti a marchio.

Nella tabella che segue sono individuati, per il periodo di previsione esplicita, i flussi di *royalties* attesi, al netto dell'effetto fiscale del 27,90%, pari alla somma delle aliquote nominali IRES e IRAP attualmente vigenti in Italia.

ANNUALITÀ	FATTURATO PRODOTTI A MARCHIO <i>BETA</i>	ROYALTIES FIGURATIVE (1,2%)	COSTI DI REGISTRAZIONE DEL MARCHIO <i>BETA</i>	COSTI DI COMUNICAZIONE DEL MARCHIO <i>BETA</i>	FLUSSI DI ROYALTIES LORDI	IMPOSTE (27,9%)	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI
2021	6.380.000	76.560	500	31.900	44.160	12.321	31.839
2022	7.467.500	89.610	500	37.338	51.773	14.445	37.328
2023	7.691.525	92.298	500	38.458	53.341	14.882	38.459
2024	7.922.271	95.067	500	39.611	54.956	15.333	39.623
2025	8.159.939	97.919	500	40.800	56.620	15.797	40.823

Figura 49 – Tabella applicazione Relief from Royalties periodo 2021-2025 – marchio *Beta*

È stato poi calcolato il valore dei flussi di *royalties* attribuibili al marchio *Beta* dal 2026, anno successivo al termine del periodo di previsione esplicita, in poi (*Terminal Value*), come segue:

- i ricavi prospettici attesi generati dal marchio, dopo il 2025, sono stati determinati prendendo a riferimento il dato dell'ultimo anno di piano e incrementando lo stesso con un tasso di crescita (*g*) pari all'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021;
- considerata la tendenza di crescita del fatturato va tenuto in debito conto che la stessa debba essere supportata da adeguate spese di promozione del marchio; i costi di comunicazione sono stati quantificati – sempre prendendo a riferimento i dati di piano – in Euro 41.208/anno, importo che rappresenta una costante in percentuale di circa lo 0,5%, dell'incidenza media dei costi di comunicazione sul fatturato.



FATTURATO						
PRODOTTI A	ROYALTIES	COSTI DI	COSTI DI	FLUSSO DI		FLUSSO DI
MARCHIO	FIGURATIVE	REGISTRAZIONE	COMUNICAZIONE	ROYALTIES	IMPOSTE	ROYALTIES
BETA	(1,2%)	DEL MARCHIO	DEL MARCHIO	LORDO	(27,9%)	NETTO
DOPO IL 2025						
8.241.538	98.898	500	41.208	57.191	15.956	41.235

Figura 50 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Beta

Una volta determinato il flusso finanziario attribuibile al marchio in perpetuità, si procede al calcolo del valore attualizzato di tale flusso al termine del periodo di previsione (*Terminal Value*), secondo la formula:

$$TV = \frac{\text{Flusso di royalties netto}_{TV}}{WACC - g}$$

nella quale vengono utilizzati quale tasso di attualizzazione il tasso *WACC* come sopra individuato ed il tasso di crescita *g* pari all'1%.

FLUSSO DI	COSTO MEDIO	TASSO DI	
ROYALTIES	PONDERATO	CRESCITA (g)	TERMINAL VALUE
NETTO	(WACC)		
41.235	6,256%	1,00%	784.516

Figura 51 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Beta

Definiti i flussi di *royalties* netti del periodo di previsione esplicita ed il *Terminal Value* dopo tale periodo, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base dello stesso tasso *WACC*.

ANNUALITÀ	FLUSSI DI	TASSO DI	FATTORE DI	FLUSSI DI
	ROYALTIES	ATTUALIZZAZIONE	ATTUALIZZAZIONE	ROYALTIES
	NETTI	(WACC)		NETTI
				ATTUALIZZATI
2021	31.839	6,256%	0,9411	29.965
2022	37.328	6,256%	0,8857	33.062
2023	38.459	6,256%	0,8336	32.058
2024	39.623	6,256%	0,7845	31.084
2025	40.823	6,256%	0,7383	30.139
TV	784.516	6,256%	0,7383	579.206
<b>Sommatoria flussi di royalties attualizzati (Σ)</b>				<b>735.514</b>

Figura 52 – Applicazione Relief from Royalties – marchio Beta

La determinazione del valore del marchio derivante dall'applicazione della predetta formula, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = 735.514 \text{ €}$$

#### 4.2.2 Criterio *Excess Earnings* a più scenari

Il criterio degli extra-redditi costituisce un metodo di stima del valore di un particolare *asset* cui va assegnato un ruolo primario, o comunque rilevante, nella formazione del reddito d'impresa. Il fondamento teorico del criterio è che il reddito di pertinenza di un bene prioritario o rilevante (*Primary Income Generating Asset – PIGA*) può essere ottenuto calcolando il reddito che l'impresa registrerebbe nel caso in cui si liberasse della proprietà di tutti gli altri beni per riacquisirne il diritto d'uso tramite contratti di licenza o di affitto o di noleggio. In questo caso l'impresa dovrebbe sostenere i costi delle licenze, affitti e/o noleggi, cosicché il reddito che residuerebbe, anche detto "reddito in eccesso", dopo aver corrisposto i canoni di licenza, d'affitto e/o di noleggio per tutti gli altri beni di cui l'impresa dispone, sarebbe per intero da attribuire al bene intangibile primario. I canoni di affitto e di licenza costituiscono la remunerazione "normale" dei beni di cui l'impresa ha necessità ma che, non conferendo all'impresa alcuno specifico vantaggio competitivo, contribuiscono al reddito sulla base del loro costo opportunità. Per questo i beni, diversi dal bene primario oggetto di valutazione, sono definiti come altri componenti dell'attivo ("*contributory assets*").

Il criterio degli extra-redditi (*Multi-Period Excess Earnings Method*), al contrario del metodo dei flussi di *royalties*, stima il contributo economico del bene immateriale nella prospettiva esclusiva della specifica entità che detiene o fa uso del bene immateriale. Il criterio delle *royalties* di mercato stima il reddito del bene immateriale sulla base del risparmio di costi, in termini di ipotetico canone di licenza evitato, e non invece in termini di valore aggiunto che lo specifico bene immateriale produce in capo alla specifica entità. Coerentemente con il criterio di attualizzazione dei flussi di *royalties* netti, anche in questo caso è stato considerato un periodo di previsione esplicita di 5 anni (2021-2025) secondo i dati del piano economico-finanziario fornito dalla società, e successivamente un periodo in perpetuità che definisce il cosiddetto *Terminal Value*. Altresì coerentemente con quanto già visto con il precedente criterio valutativo si è proceduto con una estrapolazione dai

dati economico-patrimoniali del piano predetto delle informazioni specificatamente riguardanti lo sfruttamento del marchio.

Prima di procedere all'applicazione del criterio dell'*Excess Earnings* è opportuno richiamare la peculiare caratteristica della società detentrica del marchio sostanzialmente riferita alla subordinazione del *business* alla fluttuazione dei costi della materia prima senza la possibilità di conseguire energie di scala. Tale caratteristica, a differenza del criterio delle *royalties* nel quale il parametro fondamentale è dato dallo sviluppo dei ricavi, assume molta rilevanza nel criterio qui considerato, che si riferisce non solo al dato lordo dei ricavi ma anche e soprattutto ai margini economici che da quei ricavi derivano. La variabilità e la mancanza di un controllo dei prezzi delle materie prime generano una difficoltà di costruzione della parte economica del piano quinquennale, tra l'altro senza la possibilità di individuare con sufficiente verosimiglianza una funzione che rifletta detta variabilità. Per tener conto, dunque, di tale caratteristica del mercato di approvvigionamento delle materie prime si è scelto di operare con l'elaborazione di quattro scenari diversi, ciascuno con differenti ipotesi di variazione del detto costo delle materie prime, da aggiungersi allo scenario base che è stato predisposto dall'azienda. Questi quattro scenari prevedono rispettivamente:

- il primo una crescita del costo della materia prima e, conseguentemente, applica una decrescita annuale del margine di contribuzione sui ricavi costante, pari allo 0,50%;
- il secondo una diminuzione del costo della materia prima e, di seguito, una crescita annuale del margine di contribuzione sui ricavi costante, pari allo 0,25%;
- il terzo una fluttuazione alternata del margine di contribuzione sui ricavi, negativa negli esercizi 2021, 2023 e 2025 e positiva negli esercizi 2022 e 2024;
- il quarto, e ultimo scenario, anch'esso una fluttuazione alternata del margine di contribuzione sui ricavi, negativa negli esercizi 2022 e 2024 e positiva negli esercizi 2021, 2023 e 2025.

	MARGINE DI CONTRIBUZIONE IN %				
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO FORNITO DALL'AZIENDA</b>	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%	14,40%
<b>SCENARIO 1 - DECRESCITA</b>	15,50%	15,00%	14,50%	14,00%	13,50%

<b>SCENARIO 2 - CRESCITA</b>	14,25%	14,50%	14,75%	15,00%	15,25%
<b>SCENARIO 3 - ALTERNATO</b>	13,50%	15,00%	13,20%	15,50%	13,50%
<b>SCENARIO 4 - ALTERNATO</b>	15,50%	13,50%	14,50%	13,20%	15,00%

Figura 53 – Tabella di riepilogo degli scenari valutati – marchio Beta

Sostanzialmente con l'elaborazione di tali scenari diversi si è voluto ottenere un test di sensibilità delle marginalità di conto economico alla fluttuazione del costo delle materie prime. Elaborati gli scenari si è dunque proceduto ad applicare il criterio in parola a ciascuno di essi per poi verificare la varianza di risultato al modificarsi dello scenario.

L'applicazione del criterio dell'*Excess Earnings* è sintetizzato dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{EE_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $EE_t$  sono gli extra-redditi attribuibili al marchio, relativamente al periodo di previsione esplicita;
- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio "a vita indefinita";
- $i$  è il tasso di sconto stimato per l'attualizzazione degli extra-redditi attribuibili al marchio.

L'applicazione del criterio degli extra-redditi presuppone:

- la verifica che il bene immateriale possa essere effettivamente considerato il bene primario (*PIGA*) attraverso un'adeguata analisi funzionale;
- che il costo opportunità degli altri beni materiali e immateriali (*Contributory Asset Charges - CAC*) sia ricavato sulla base del loro valore corrente e di un tasso di remunerazione appropriato.

I costi-opportunità delle altre componenti dell'attivo (*CAC*), quali il capitale circolante netto e le altre immobilizzazioni materiali e immateriali, vanno calcolati separatamente e sono determinati sulla base del *fair value* di ciascuna attività moltiplicato per il rispettivo

tasso di rendimento stimato. I tassi di rendimento normali di capitale circolante netto e immobilizzazioni sono desunti da tassi di interesse e rendimenti da sostenere per acquisire attività simili, tenendo conto che il rendimento richiesto deve essere coerente con il profilo di rischio. Nella tabella sottostante sono riportate le tipologie di attività aziendali, il relativo livello di rischio e l'ipotetico tasso di rendimento come indicato dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV).

<b>TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ AZIENDALE</b>	<b>LIVELLO DI RISCHIO</b>	<b>IPOTETICO TASSO DI RENDIMENTO</b>
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	Basso	Tassi di finanziamento a breve termine
ATTIVITÀ MATERIALI (ATTIVO FISSO)	Medio-basso	Tassi di finanziamento a lungo termine
ATTIVITÀ IMMATERIALI (BENI INTANGIBILI)	Medio-alto	Tasso di rendimento compreso fra il costo dei mezzi propri ed il costo medio ponderato del capitale

*Figura 54 – Relazione fra tipologia di contributory asset e tassi di rendimento normali*

In base alle indicazioni dell'OIV, sono stati individuati i seguenti tassi di rendimento:

<b>TIPOLOGIA DI ATTIVITÀ AZIENDALE</b>	<b>TASSO DI RENDIMENTO</b>
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	1%
ATTIVITÀ MATERIALI (ATTIVO FISSO)	6%
ATTIVITÀ IMMATERIALI (BENI INTANGIBILI)	7%

*Figura 55 – Individuazione dei tassi di rendimento normali – marchio Beta*

I contributi economici separati (CAC) di ciascun anno di piano riferibili alle differenti attività del capitale investito della società *target*, ad esclusione del marchio, sono ottenuti mediante l'applicazione dei tassi di rendimento predetti alle relative voci dell'attivo secondo il loro valore iniziale di ciascun esercizio. Ad esempio, per l'esercizio 2021, si applicano i tassi di rendimento alle voci del capitale investito della società di fine esercizio 2020. Questa considerazione vale per tutte le annualità, fino al calcolo dei contributi separati dell'attivo riferibile al valore residuo (*Terminal Value*), i quali sono calcolati sulla base delle voci di fine esercizio 2025. Nella tabella seguente vengono riportati i valori

degli elementi dell'attivo che costituiscono il capitale investito desunti dal piano economico-finanziario della società. I costi di protezione del marchio non sono stati oggetto di capitalizzazione tra le immobilizzazioni immateriali, né sono stati rettificati dal dato in quanto il marchio non risulta iscritto a Stato Patrimoniale, in quanto i relativi costi come accennato in precedenza non sono mai stati oggetto di capitalizzazione. Di seguito si riportano i calcoli relativi allo scenario *standard* derivato dal piano economico-finanziario e, a conclusione del paragrafo, i risultati in sintesi ottenuti dagli altri scenari ipotizzati.

<b>PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO</b>	383.987	554.607	611.533	668.342	726.973	787.504
<b>IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI E ALTRE IMMOB.</b>	244.616	254.755	218.429	242.187	211.964	189.562
<b>IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	36.723	32.978	29803	26.902	24.042	21.033
<b>= TOTALE ATTIVITÀ (CONTRIBUTORY ASSETS)</b>	<b>665.326</b>	<b>842.341</b>	<b>859.765</b>	<b>937.432</b>	<b>962.978</b>	<b>998.099</b>

Figura 56 – Individuazione dei contributory assets – marchio Beta

Una volta definiti i valori iniziali per ciascuna voce dell'attivo – per ognuna delle annualità evidenziate – si applicano a tali distinte voci i tassi di rendimento individuati in precedenza; in questo modo vengono calcolati i contributi economici al profitto operativo delle altre attività escluso il marchio:

<b>PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO</b>		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>TV</b>
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	1,00 %	3.840	5.546	6.115	6.683	7.270	7.875
IMMOB. MATERIALI E ALTRE IMMOB.	6,00%	14.677	15.285	13.106	14.531	12.718	11.374

IMMOB. IMMATERIALI	7,00%	2.571	2.308	2.086	1.883	1.683	1.472
<b>= TOTALE CONTRIBUTI (CAC)</b>		<b>21.087</b>	<b>23.140</b>	<b>21.307</b>	<b>23.098</b>	<b>21.670</b>	<b>20.721</b>

Figura 57 – Individuazione dei contributory assets charges – marchio Beta

Per determinare l'extra-rendimento attribuibile all'asset immateriale oggetto di valutazione si considera il reddito operativo (*EBIT*) e si sottraggono le imposte operative, calcolate come somma delle aliquote IRAP e IRES, e quindi pari al 27,90% (*NOPAT*). Per quanto concerne il periodo a "vita indefinita" il valore residuo, anche detto *Terminal Value*, rappresenta, per sua natura intrinseca, un dato stabile nel futuro; per cui, al fine di sterilizzare le fluttuazioni, è stato considerato quale reddito operativo la media storica dello stesso tra il 2016 e il 2020, pari ad Euro 90.000.

PIANO ECONOMICO- FINANZIARIO	2021	2022	2023	2024	2025	TV
REDDITO OPERATIVO ( <i>EBIT</i> )	78.013	84.842	87.641	89.183	96.780	90.000
- Imposte (27,90%)	-21.766	-23.671	-24.452	-24.882	-27.002	-25.110
<b>= <i>NOPAT</i></b>	<b>56.248</b>	<b>61.171</b>	<b>63.189</b>	<b>64.301</b>	<b>69.778</b>	<b>64.890</b>

Figura 58 – Individuazione del *NOPAT* – marchio Beta

Una volta compiute tutte le verifiche necessarie sui tassi di rendimento, si procede a scomputare dal *NOPAT* i contributi riferibili alle altre attività aziendali, ottenendo il reddito di pertinenza del bene primario oggetto di valutazione, ossia del marchio *Beta*:

PIANO ECONOMICO- FINANZIARIO	2021	2022	2023	2024	2025	TV
<i>NOPAT</i>	56.248	61.171	63.189	64.301	69.778	64.890
- CONTRIBUTI (CAC)	21.087	23.140	21.307	23.098	21.670	20.721
<b>= EXTRA-REDDITI</b>	<b>35.160</b>	<b>38.031</b>	<b>41.882</b>	<b>41.203</b>	<b>48.108</b>	<b>44.169</b>

Figura 59 – Calcolo degli extra-redditi – marchio Beta

Determinati gli extra-redditi di pertinenza del marchio *Beta*, si procede al calcolo del valore al termine del periodo di previsione esplicita (*Terminal Value*) come segue:

$$TV = \frac{\text{Extrareddito}_{TV} \times (1 + g)}{WACC - g}$$

È stato altresì applicato un tasso di crescita (*g*) dell'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO			
EXTRA-REDDITO (TV)	COSTO MEDIO PONDERATO (WACC)	TASSO DI CRESCITA (g)	TERMINAL VALUE
44.169	6,256%	1,00%	848.747

Figura 60 – Calcolo del Terminal Value – marchio Beta

Definiti gli extra-redditi del periodo di previsione esplicita e il valore al termine di tale periodo attribuibile al marchio, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), come individuato più sopra.

PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO				
ANNUALITÀ	EXTRA-REDDITI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	EXTRA-REDDITI ATTUALIZZATI
2021	35.160	6,256%	0,94112	33.090
2022	38.031	6,256%	0,88571	33.684
2023	41.882	6,256%	0,83356	34.911
2024	41.203	6,256%	0,78449	32.323
2025	48.108	6,256%	0,73830	35.518
TV	848.747	6,256%	0,73830	626.628
<b>Sommatoria extra-redditi attualizzati (Σ)</b>				<b>796.155</b>

Figura 61 – Applicazione criterio dell'Excess Earnings – marchio Beta



Di seguito la tabella di riepilogo del valore del marchio *Beta*, individuato secondo l'applicazione del criterio Excess Earnings, per ciascun scenario ipotizzato:

<b>VALORE MARCHIO BETA - EXCESS EARNINGS</b>	
<b>PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO FORNITO DALL'AZIENDA</b>	796.155
<b>SCENARIO 1 - DECRESCITA</b>	815.083
<b>SCENARIO 2 - CRESCITA</b>	849.040
<b>SCENARIO 3 - ALTERNATO</b>	748.064
<b>SCENARIO 4 - ALTERNATO</b>	795.945
<b>MEDIA</b>	<b>802.033</b>

Figura 62 – Tabella di riepilogo criterio dell'Excess Earnings a più scenari – marchio Beta

La determinazione del valore del marchio, sulla base della media dei singoli scenari è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{\text{Extraredditi}}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = \mathbf{802.033 \text{ €}}$$

Il valore ottenuto è, tra l'altro, funzione del tasso di rendimento attribuito alle singole componenti del capitale investito della società che, come più sopra detto, è stato desunto in base alle indicazioni fornite dall'OIV. Per tali tassi di rendimento si è ritenuto di procedere ad una verifica di attendibilità, che a sua volta diventa verifica di attendibilità del valore del marchio estratto con il criterio qui trattato.

L'assunto di base di questo "controllo indiretto" deriva dalla matematica conseguenza che la media dei tassi di rendimento – assegnati alle differenti classi di attività – deve tendenzialmente coincidere con il costo-opportunità dell'intero capitale investito, il quale è stato fatto a sua volta coincidere – per le considerazioni più sopra espresso – con il costo medio ponderato del capitale (*WACC*). Il risultato del calcolo ha dato come esito una media, per ciascun scenario, pressoché vicina al *WACC* della società.

\*\*\*

I due criteri di valorizzazione prescelti hanno condotto ai seguenti risultati:

<b>VALORE DEL MARCHIO BETA</b>	
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI ROYALTIES NETTI</b>	€ 735.514,00
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEGLI EXTRA-REDDITI</b>	€ 802.033,00

Figura 63 – Riepilogo dei valori – marchio Beta

I due valori sono ragionevolmente vicini tra loro, tanto da poter costituire un fondato intervallo all'interno del quale collocare il più attendibile valore intrinseco attribuibile al marchio *Beta*.

#### **4.3 Terzo caso**

Il marchio *Gamma* è un marchio commerciale utilizzato esclusivamente dalla società proprietaria unica, legittima ed esclusiva, per contraddistinguere i propri prodotti offerti relativamente a scarponi e calzature adatte alle escursioni, nonché calzature *outdoor*. Il marchio risulta regolarmente depositato per ciascun paese designato, in conformità alle normative rispettivamente applicabili alla fattispecie, e possiede tutti i requisiti di tutelabilità previsti dalle normative vigenti in materia. Non risultano cause pendenti per contestazioni di anteriorità, né azioni di contraffazione o di copiatura da parte di concorrenti ed operatori sleali. Per la tutela del proprio marchio, la società sostiene costantemente costi di registrazione, costi di rinnovo, costi di consulenza da parte del mandatario per l'assistenza fornita in tutte le pratiche che riguardano la tutela e protezione del marchio, costi legati al personale interno che si relaziona con i legali o con il mandatario per le attività connesse alle formalità di registrazione, rinnovo dei depositi e le pratiche che si rendono necessarie per le formalità legate ai marchi, nonché costi per servizi che si sostengono quando è necessario l'intervento di un legale o di un corrispondente estero nell'ambito di azioni di tutela del marchio.

La creazione del marchio ed il suo sfruttamento sono coevi all'avvio dell'attività aziendale. Oltre alla rilevante quota rappresentata dal mercato italiano, la società vende i propri prodotti a marchio *Gamma* in altri 26 Paesi. La diffusione, conoscenza ed apprezzamento del marchio *Gamma* presso il pubblico dei consumatori sono stati sviluppati dall'azienda attraverso le attività di promozione e comunicazione dei prodotti e dei servizi offerti.

Le attività di promozione e comunicazione svolte riguardano principalmente pubblicità su giornali e riviste, i *social network*, il sito aziendale, nonché partecipazioni ad esposizioni fieristiche che si tengono annualmente.

La raccolta di informazioni avvenuta nel corso della valutazione ha consentito i seguenti commenti qui riportati in sintesi:

- il marchio risulta essere ampiamente tutelato sia da registrazioni aggiornate;
- la società investe risorse considerevoli per mantenere la diffusione e la notorietà del marchio;
- la società ha un primario *track-record* di *performances*, e dimostra un'impostazione industriale completa ed aggiornata;
- il settore di riferimento mostra segni di consistente ripresa dopo le contrazioni di mercato registrate nel 2020, e si colloca in un contesto generale che altresì viene definito dagli analisti in ripresa anche in un arco di tempo ultradecennale.

Tali considerazioni permettono di concludere per una conferma di forte e peculiare connotazione del marchio nel mercato in cui il relativo prodotto è offerto, di una prospettiva di continuità della "forza" acquistata e di un basso rischio di contendibilità.

Come evidenziato al paragrafo 3.2 più sopra, la dottrina economico-aziendale propone dunque diversi metodi di valutazione relativamente ai beni immateriali, tutti astrattamente utilizzabili. Si tratta pertanto di stabilire, tra questi, quale metodo di valutazione debba essere utilizzato nel caso specifico tra le metodiche del costo, del reddito ovvero di mercato. Va tenuto presente che per individuare il metodo più appropriato è necessario innanzitutto considerare i seguenti elementi:

- le caratteristiche del marchio, con particolare riferimento alla sua riproducibilità;
- la natura dei benefici che il marchio è in grado di generare in capo al titolare dello stesso (attuale o potenziale) ovvero al suo utilizzatore;
- la stima della vita utile residua e quindi l'individuazione dell'arco temporale di riferimento per definire la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi generati dal marchio;
- l'esistenza o meno di un mercato attivo di riferimento.

Oltre a ciò, va ricordato che all'espressione del parere valutativo presiedono:

- il quadro normativo di riferimento, più sopra citato, in base al quale il valore del bene va determinato in relazione alla sua “consistenza”, alla sua “capacità produttiva”, alla sua “effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa”, nonché ai “valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri”;
- la scelta operata di procedere con la valutazione con la configurazione di valore definito come “valore intrinseco”, il quale sarà oggetto di confronto con la configurazione di “valore di mercato”.

L'esame di tali aspetti consente di identificare il metodo (od i metodi) di valutazione che sono maggiormente idonei a valorizzare il marchio *Gamma* oggetto di stima.

Date la storia e le caratteristiche del marchio *Gamma*, tutti i criteri riconducibili alla metodica del costo non appaiono concretamente applicabili; la principale difficoltà riguarda infatti l'identificazione dei costi rilevanti, ovvero la determinazione dei costi diretti, dei costi indiretti attribuibili al bene, dei costi opportunità nonché della remunerazione per i rischi dello sviluppo dell'intangibile; tale criterio appare altresì scarsamente connesso alla “effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa” del bene, ed ancor meno a valori riscontrabili in mercati efficienti.

Tenuto conto delle caratteristiche del marchio e del mercato di riferimento appare corretto fare riferimento alle prospettive di ricavi futuri che il marchio sarà in grado di generare (ovviamente legati alla “effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa”) e quindi ai criteri di valutazione riconducibili alla metodica del reddito; in questa sede è stato in particolare ritenuto corretto tenere in considerazione inoltre, ai fini della determinazione del valore economico del marchio, anche il tasso di *royalty* di mercato applicabile e quindi la remunerazione attesa nell'ipotesi in cui il marchio venga concesso in licenza d'uso a terzi a valori di mercato.

In considerazione delle caratteristiche del marchio *Gamma*, sono state esaminate le informazioni relative a transazioni ritenute comparabili ed aventi ad oggetto beni similari di eguale tipologia; nei dati disponibili che provengono da informativa di mercato è possibile individuare il multiplo del marchio sui ricavi relativi (*trademark/revenue*) nonché un *range* di riferimento per l'individuazione di un tasso di *royalty* che un terzo soggetto indipendente sarebbe disposto a pagare per ottenere in licenza d'uso il marchio, elemento rilevante in sede di utilizzo del metodo del reddito.

In conclusione, si ritiene che gli approcci valutativi più corretti del bene immateriale in questione siano quello del reddito e quello di mercato, selezionando tra i vari criteri previsti per questi approcci, più sopra indicati, quelli che più esattamente si prestano alla valutazione del singolo *asset* immateriale piuttosto che all'azienda nel suo complesso. Tali criteri sono:

1. il criterio del reddito corroborato dal riferimento ad un parametro di mercato, costituito dal tasso di *royalty* di mercato applicabile nel caso di specie al marchio *Gamma*; il valore del marchio è quindi determinato sulla base delle *royalties* attualizzate, che sarebbero state corrisposte ad un licenziante terzo, nel caso la società non disponesse di tale bene intangibile, per acquisirne il diritto di utilizzo, mentre nel caso in oggetto tali *royalties* sono state risparmiate;
2. il criterio di valutazione mediante l'applicazione di multipli di mercato desunti da transazioni tra soggetti indipendenti aventi ad oggetto marchi comparabili al marchio *Gamma*.

A differenza del secondo criterio, il primo, correlato alla metodica del reddito, prevede un processo di attualizzazione di flussi futuri, processo che deve di necessità essere implementato individuando preventivamente il tasso da applicare per la formula di attualizzazione.

Il modello *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ed il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* costituiscono un punto di riferimento ormai consolidato per l'individuazione del costo ponderato di opportunità e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dallo sfruttamento dell'*asset* oggetto di investimento.

$$WACC = K_E \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right] + K_D \times (1 - tax\ rate) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Il calcolo consiste nell'effettuare una media tra il costo dei conferenti di capitale proprio ed il costo dei conferenti del capitale di debito, al netto dell'effetto fiscale, ponderata dal peso relativo di ciascuna fonte.

Per determinare il costo del capitale proprio ( $K_E$ ), il metodo più diffuso è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dove

Costo del capitale proprio =

Tasso privo di rischio + fattore  $\beta$  x ( Premio per il rischio) +/- correttivi specifici

Nel caso di specie:

- il tasso privo di rischio: è stato desunto dal tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP) a 10 anni su media annua del 2020, pari ad un tasso del 1,28%;
- il premio per il rischio (*Equity Risk Premium – ERP*): è stato ricavato dalla piattaforma elaborata dal professor Damodaran e aggiornata a gennaio 2021, prendendo in considerazione l'*ERP* dei Paesi con *rating* AAA, pari al 4,72%;
- il fattore  $\beta$ : rappresenta il coefficiente che misura la sensibilità del rischio derivante dall'attività aziendale rispetto al rischio sistematico di mercato. L'assunto di base nel calcolo di questo fattore prevede che il rischio sistematico di mercato sia rilevato sulla base delle *performances* registrate nei mercati regolamentati (quotazioni di Borsa). Non essendo la società in oggetto quotata nel mercato regolamentato, di necessità vanno preliminarmente considerati i valori di  $\beta$  di società comparabili. La comparabilità di tali imprese alla società, oltre al settore di appartenenza, è stata verificata considerando il mercato di riferimento dal punto di vista territoriale, la dimensione delle imprese, l'omogeneità dei prodotti offerti rispetto a quelli che il marchio rappresenta e l'eventuale interdipendenza tra i soggetti individuati in banca dati e la società. Il *panel* dei *comparables* viene a definirsi con alcune società quotate che, tuttavia, presentano una dimensione considerevolmente maggiore – ancorché rapportabile - rispetto alla società detentrici del marchio oggetto di valutazione. Per rispetto ad un principio di oggettività nell'individuazione della componente  $\beta$  del costo del capitale si è dunque proceduto mantenendo nel *panel* dei *comparables* dette società di dimensioni maggiori, operando peraltro con opportuni correttivi ai fini valutativi del marchio che consentano di rilevare il *gap* dimensionale (*small size premium*), specificatamente nella costruzione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

<i>Competitors</i>	<b>D/(D+E)</b>	<b>E/(D+E)</b>	<b><math>\beta</math> Unlevered</b>
<b>Media</b>	13,92%	86,08%	0,907

Figura 64 – Struttura finanziaria e beta unlevered medio di settore – marchio Gamma

Il  $\beta$  *unlevered* (o – per meglio dire – il fattore che esprime nel *CAPM* il rischio sistematico di mercato a prescindere dalla propensione alla leva finanziaria delle imprese) medio del *panel* è dunque pari a 0,907.

La prassi valutativa ritiene che se per l'*asset* in valutazione si assume un orizzonte di vita utile realisticamente limitato, l'ammontare dei costi di manutenzione è spesso trascurabile e non vi sono pertanto ragioni che possano giustificare un rischio connesso al bene intangibile significativamente diverso da quello dell'insieme del capitale investito dell'impresa. Tenuto conto che per il marchio in oggetto si è stimata una vita utile limitata – come si vedrà in seguito – il tasso di attualizzazione applicato al bene coincide con il *WACC* dell'azienda, per cui in questo caso non è stato applicato alcun correttivo al *beta*.

Per terminare la definizione del fattore  $\beta$  all'interno del *CAPM* va infine individuato il valore del fattore stesso parametrato alla struttura finanziaria del soggetto proprietario del bene in valutazione, cioè il  $\beta$  *levered* riferibile ad una struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e debiti verso terzi, D/E) che sia coerente con la logica all'interno della quale viene utilizzato il fattore stesso. La trasformazione del  $\beta$  *unlevered* in  $\beta$  *levered* avviene utilizzando la formula di *Hamada*:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - tax\ rate) \right]$$

nella quale rimane da determinare per il caso di specie il rapporto D/E.

A tali fini le ipotesi utilizzabili sono molteplici:

- innanzitutto, va determinato il momento temporale nel quale rilevare il dato in parola;
- si deve inoltre effettuare una scelta tra la struttura finanziaria media del settore di appartenenza (in quanto reperibile nelle banche dati disponibili), la struttura finanziaria del *panel* dei *comparables* prescelti, ovvero la struttura finanziaria propria della società proprietaria dell'*asset* oggetto di valutazione.

Per quanto al momento temporale di riferimento si osserva che una scelta puntuale può dimostrarsi assai limitante, in quanto rappresenta la ripartizione dei capitali conferiti in un singolo momento temporale e non rispecchia necessariamente la struttura che si prevede per tutta la vita della società; la struttura finanziaria ad uno specifico momento può infatti risentire di variazioni temporanee nei valori di mercato delle fonti di capitale

in circolazione e, oltre a ciò, non tiene conto di possibili pianificazioni da parte del *management* sulle modifiche della composizione del capitale in attuazione di nuove politiche aziendali; tutti questi fattori giustificano l'ipotesi che i livelli di finanziamento futuri possano discostarsi da quelli correnti. Oltre a ciò, l'utilizzo della struttura finanziaria peculiare della società detentrici del marchio oggetto di valutazione rappresenterebbe un "peso" in una valutazione che mira a identificare un valore in una situazione di sfruttabilità interessante a prescindere dalla configurazione aziendale specifica. Uguali considerazioni possono essere fatte qualora venga prescelta la struttura finanziaria media del settore di appartenenza, ove le differenziazioni tra le imprese che vi appartengono limitano l'attendibilità del dato da utilizzarsi nella specifica valutazione.

Per evitare gli scostamenti producibili dalle scelte di cui sopra, la prassi riconosce come preferibile l'utilizzo ai fini della valutazione di una struttura finanziaria obiettivo, cosiddetta "*target*", adottabile dall'azienda. Tale composizione si considera ottimale purché derivata dalla media delle osservazioni di mercato sulle società quotate comparabili. Essa dovrebbe tendenzialmente corrispondere alla struttura finanziaria effettiva in presenza di una direzione che miri all'"ottimizzazione" del valore, sfruttando i benefici del debito e limitandone i costi. Si riporta di seguito la struttura finanziaria "*target*" desunta dalla media delle osservazioni sulle società comparabili valutate in precedenza, ed il calcolo del  $\beta$  levered su tale assunzione:

<b><math>\beta</math> unlevered marchio</b>	<b>0,907</b>
<b>Incidenza di Capitale Proprio</b>	<b>86,08%</b>
<b>Incidenza di Debiti Terzi</b>	<b>13,92%</b>
<b>Tax rate della Società</b>	<b>27,90%</b>
<b>Rapporto Debito su Equity</b>	<b>16,17%</b>
<b>Beta levered marchio (<math>\beta_L</math>)</b>	<b>1,018</b>

Figura 65 – Calcolo del beta levered – marchio Gamma

I dati indicano che la struttura finanziaria *target* individua un rapporto Debito su Equity del 16,17%, ottenendo quindi il  $\beta$  levered pari a 1,018.



Tenuto conto che le comparabili della società individuate precedentemente presentano comunque una dimensione maggiore rispetto alla società *target* è stato incluso nel calcolo del costo del capitale un correttivo per apprezzare il “fattore dimensionale” (*small size premium*). Quest’ultimo rappresenta una componente di rischio genericamente riconosciuta nel calcolo del costo del capitale delle realtà aziendali caratterizzate da piccole o modeste dimensioni. L’aggiustamento in questione deriva dal fatto che tali soggetti, come la società *target*, sono esposti ad un maggior numero di rischi rispetto alle società comparabili individuati nel *panel*; questi rischi consistono, ad esempio, nella maggior volatilità dei risultati conseguibili ed in un maggior rischio di *default* rispetto ad imprese più grandi e solide in termini finanziari. Alcuni studi empirici<sup>63</sup> hanno osservato che l’effetto dimensione risulta statisticamente un elemento strutturale di differenziazione dei rendimenti, in considerazione del quale all’aumentare della dimensione aziendale il rendimento/rischio effettivo si riduce. Tenuto conto che, nella stesura del piano economico-finanziario e dei relativi flussi, la società non ha scontato tale maggiore rischiosità derivata dalle ridotte dimensioni, si è provveduto ad applicare il correttivo nel calcolo del costo del capitale. Le ricerche statistiche già richiamate, individuano per il campione di aziende europeo, con modeste dimensioni, un premio per il rischio dimensionale (*size Premium*) medio dell’1,3%. Nel caso del marchio *Gamma*, è stato ritenuto ragionevole un premio pari al 2%; detta componente è stata pertanto inclusa, quale incremento del costo del capitale, come segue:

<b>Fonti</b>		
<b>Tasso di rendimento privo di rischio</b>	1,28%	BTP 10 anni media annua 2020
<b>Premio per il rischio di mercato</b>	4,72%	Damodaran, Paesi AAA, gennaio 2021
<b><i>Small size premium</i></b>	2,00%	
<b><math>\beta</math> levered</b>	1,018	
<b>Costo del Capitale proprio</b>	<b>8,085%</b>	

Figura 66 – Calcolo del costo del capitale proprio – marchio *Gamma*

<sup>63</sup> “Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe”, 2014, Duff & Phelps LLC

L'altra importante componente per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è il costo del debito ( $K_D$ ), ossia il tasso che una società pagherebbe, nelle condizioni di mercato alla data di valutazione, per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

Nel caso di specie, è stato considerato il tasso *EURIRS*, pari allo 0,12%, ossia il tasso di interesse medio al quale le principali banche europee stipulano “*swap*”, cioè scambio di flussi di cassa a copertura del rischio di interesse. Questo tasso è stato maggiorato del 2%, in base alle previsioni nel medio/lungo termine per il ricorso alla leva finanziaria in situazioni coerenti con quelle prese in considerazione per il calcolo del  $\beta$  *levered*. Per il calcolo successivo del costo del debito defiscalizzato, è stata considerata l'aliquota IRES del 24% quale scudo fiscale di deducibilità riconosciuto sugli interessi del debito.

		<b>Fonti</b>
<b>Scudo fiscale</b>	24,00%	Aliquota IRES
<b>Costo del debito (%)</b>	0,12%	Tasso EURIRS a 10 anni al 28/06/2021
<b>Maggiorazione</b>	2,00%	Previsioni <i>spread</i> a M/L termine
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,611%</b>	

Figura 67 – Calcolo del costo del capitale di terzi – marchio Gamma

Così ottenute tutte le componenti del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), si procede alla stima di tale tasso:

<b>Costo del capitale proprio</b>	<b>8,085%</b>
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,611%</b>
Incidenza di Capitale Proprio	86,08%
Incidenza di Debiti Terzi	13,92%

Figura 68 – Calcolo del WACC – marchio Gamma

Così come il tasso di attualizzazione dei flussi prospettici, altresì è necessario definire il periodo per il quale il processo di attualizzazione va implementato. Nell'ambito della stima di beni intangibili specifici, con criteri fondati sui flussi di risultato attesi o di determinazione degli extra-red-diti attribuibili, risulta di fondamentale importanza la distinzione tra intangibili "a vita definita" ed intangibili "a vita utile indefinita". Nel primo caso la valutazione si fonda sui flussi/extra-red-diti attribuiti, o attribuibili, allo specifico *asset* nell'ambito di una prospettiva di valutazione cosiddetta "a finire". Viceversa, in ipotesi di intangibili "a vita indefinita" - ovvero di beni che possono generare indefinitamente benefici prospettici per l'impresa che li possiede in quanto quest'ultima sostiene adeguati costi di mantenimento e reintegro - la prospettiva di valutazione è, di necessità, legata alla continuità gestionale per un tempo indeterminato.

Per determinare quindi la vita utile del marchio è stata effettuata, sulla base di dati storici forniti dalla società, una raccolta delle informazioni rilevanti ai fini dell'individuazione di tale continuità gestionale. Un primo elemento di valutazione è dato dalla dimensione della spesa di sostenimento della diffusione e notorietà del marchio che la società sostiene. Un secondo dato significativo è l'evoluzione nel corso della vita dell'azienda del numero di clienti cessati, pesati con i ricavi a loro associati, da cui va dedotto il numero di clienti contemporaneamente acquisiti, sempre pesati con i relativi ricavi, il tutto rapportato al numero di clienti totali della società e dei relativi ricavi. In base alle informazioni fornite dalla società e con il criterio di cui sopra sono stati calcolati i rapporti che hanno consentito di individuare un "tasso di abbandono" netto della clientela per ogni annualità. Essendo peraltro l'obiettivo di questa analisi l'espressione di una misura della potenziale continuità di utilità (forza) del marchio in senso prospettico, è stata utilizzata una formula matematica di estrapolazione (o di "tendenza") del dato storico su un orizzonte futuro di ragionevole attendibilità, stabilito in anni 30, al fine di verificare se su tale orizzonte potesse essere sostenibile una durevolezza dell'attuale "presa" del marchio sulla clientela aziendale.

### Curva di sopravvivenza

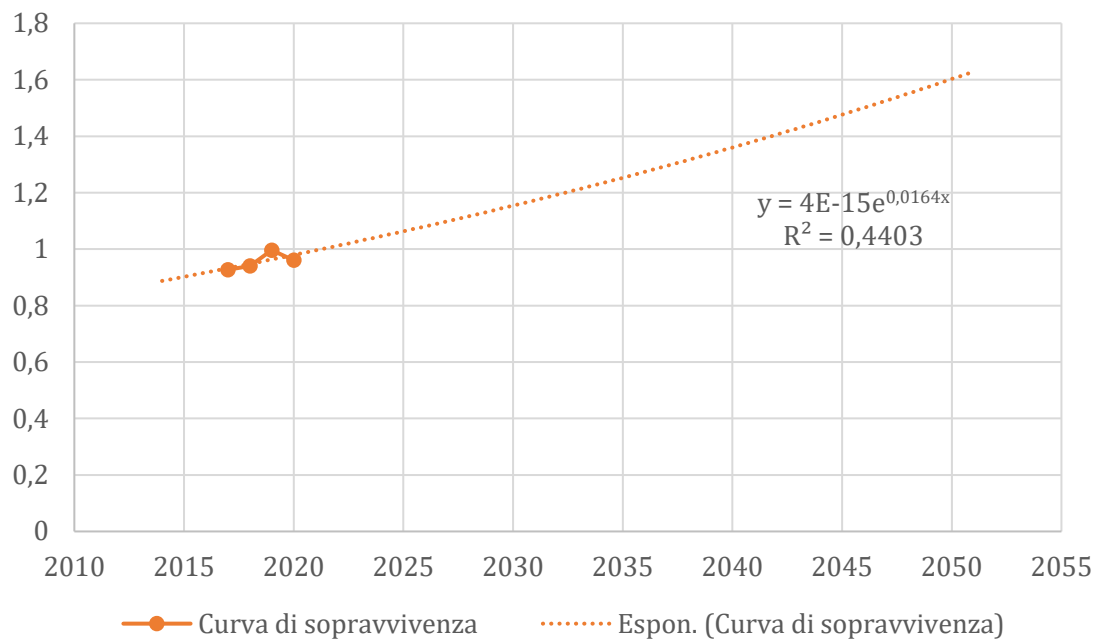


Figura 69 – Curva di sopravvivenza – marchio Gamma

Il risultato dell'elaborazione (una curva "di sopravvivenza" esponenziale su un periodo di 30 anni) risente certamente dell'esiguo numero degli anni per i quali la società è stata in grado di fornire i dati di "abbandono" e di "acquisizione" di clientela. L'indice di attendibilità della curva ( $R^2$ ) è infatti relativamente basso, ma non è tuttavia del tutto negativo, o quanto meno è tale da far ritenere che l'orizzonte temporale di vita utile del marchio *Gamma*, possa ritenersi almeno pari a dieci anni, ovvero sia la durata contrattuale di protezione di un marchio regolarmente depositato. A conferma di tale considerazione si sottolinea che, sebbene l'analisi sopra riportata porterebbe ad affermare che la vita utile del suddetto marchio potrebbe estendersi anche oltre i 10 anni, va tuttavia considerato il fatto che una tale estensione deve essere supportata da un certo e affidabile ricambio generazionale delle figure manageriali a presidio della continuità aziendale. Nel caso di specie tale presupposto, alla data di valutazione non riscontrabile con sufficiente certezza, non può essere ragionevolmente supportato, per cui si ritiene congruo e attendibile un orizzonte di vita utile pari a 10 anni. Si consideri comunque, a suffragio della scelta operata, che nella storia del marchio sono intervenuti periodi di crisi che hanno pesantemente gravato sul mercato in particolare dei beni di consumo quali il 2008 e anni seguenti (crisi "subprime" USA) ed il 2020 (pandemia COVID), situazioni per le quali una probabilità di replica nell'arco di tempo prescelto è ragionevolmente limitata.

Le conclusioni a cui si è raggiunti per quanto riguarda la vita utile del marchio, considerato che il periodo ritenuto più ragionevole a tale scopo è stato stabilito in 10 anni, il tasso di attualizzazione come sopra individuato può essere utilizzato invariabilmente per la formula di attualizzazione del valore attuale dell'intero periodo.

#### 4.3.1 Criterio *Relief from Royalties*

Mediante l'attualizzazione delle *royalties* risparmiate, la stima del valore dell'intangibile viene determinata in via diretta sulla base del valore attuale dei risparmi sul costo che l'impresa avrebbe sostenuto lunga la vita utile residua del bene per acquisire in licenza il diritto esclusivo di godimento del bene stesso.

Tale approccio, definito anche *Relief from Royalties*, stima il valore economico del marchio attraverso la preliminare individuazione dei ricavi che prospetticamente si prevede saranno generati dalla vendita di prodotti recanti il marchio; al fatturato atteso viene successivamente applicato un tasso di *royalty* di mercato al fine di individuare i flussi di *royalties* che si sosterebbero nell'ipotesi in cui la società, non disponendo del marchio, dovesse acquisirlo in licenza d'uso da terzi a valori di mercato.

L'applicazione del suddetto criterio valutativo è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Gamma*;
- $t$  è il numero di anni di vita utile del marchio;
- $F_t$  sono i flussi, al netto del prelievo fiscale, relativi alle *royalties* che la società prevede di ottenere per un determinato periodo di tempo a fronte della concessione in licenza dell'uso del marchio;
- $i$  è il tasso stimato per l'attualizzazione dei flussi attribuibili al marchio *Gamma*.

Tale approccio stima quindi il valore economico del marchio attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione di un tasso di *royalty* di mercato da applicare al fatturato atteso;

- individuazione dei ricavi che prospettivamente si prevede che saranno generati dalla vendita di prodotti a marchio *Gamma*;
- definizione e individuazione dei costi diretti di mantenimento, accrescimento e sviluppo collegati al marchio oggetto di valutazione;
- individuazione dei flussi di *royalties* netti che si sosterebbero nell'ipotesi in cui il marchio venisse acquisito in licenza d'uso da terzi a valori di mercato;
- attualizzazione dei flussi di *royalties* e conseguente determinazione del valore economico del marchio *Gamma*.

La ricerca del tasso di *royalty* può avvenire facendo riferimento a parametri già noti oppure attingendo ad informazioni desunte dal mercato. Nel caso di specie è possibile fare riferimento ad una applicazione esterna facendo uso delle informazioni ritraibili con l'impiego di Banche Dati specializzate e informazioni giudicate comparabili con la specifica situazione del marchio. Per prima cosa va individuato un campione di transazioni comparabili attraverso l'impiego mirato e critico delle banche dati che raccolgono valori di *royalties* relativi a transazioni aventi ad oggetto beni immateriali. Una volta definito un campione di transazioni, esse sono state valutate al fine di comprendere se ciascun bene oggetto di tali transazioni sia opportunamente comparabile al marchio, secondo alcune variabili di differenziazione come le caratteristiche dei prodotti a marchio e la fascia di prezzo. Identificato il *range* di riferimento del campione selezionato (5,37% - 7,87%) è necessario stimare il valore puntuale del tasso di *royalty* da attribuire allo specifico marchio *Gamma*. A tale riguardo si è impiegato un metodo qualitativo ispirato al metodo *Interbrand*®, ampiamente utilizzato dalla prassi più accreditata nelle valutazioni qualitative dei marchi. L'adozione del metodo *Interbrand*® si basa sull'assunto che il valore puntuale di *royalty* da ricondurre al bene immateriale oggetto di valutazione possa essere parametrato a un indicatore della cosiddetta "forza del marchio" definita da sette fattori, a ciascuno dei quali si attribuisce un peso che ne riflette l'importanza.<sup>64</sup> Attribuendo un valore a ciascuna delle sette variabili si ottiene un indicatore, compreso tra 0 e 100, che potrà essere utilizzato per stimare la rilevanza relativa del marchio rispetto al *range* dei valori delle imprese del campione selezionato.

---

<sup>64</sup> Come riportato nel paragrafo 3.3 più sopra

<i>Range R/R</i>	<i>Intervallo</i>	<i>Score</i> <i>INTERBRAND®</i>	<i>Score su</i> <i>intervallo</i>	<i>Valore puntuale R/R</i>
5,37% - 7,87%	2,5	34 / 100	0,85%	5,37% + 0,85% = 6,22%

Figura 70 – Individuazione del tasso di royalty applicabile – marchio Gamma

Il marchio *Gamma* risulta collocato nella fascia intermedia dell'intervallo, per cui ai fini di questa valutazione si ritiene ragionevole utilizzare quale tasso rappresentativo delle *royalties* che dovrebbero essere corrisposte per l'utilizzo in licenza del marchio stesso, e invece - data la proprietà del marchio - sono risparmiate, il valore approssimato del 6%.

L'individuazione del tasso di *royalty* di un determinato bene immateriale deve tenere conto della sua sostenibilità economica. Quali che siano, infatti, le indicazioni del mercato in tema di tassi di *royalty* di beni comparabili, nessun licenziatario troverebbe conveniente sfruttare un bene immateriale se il suo prezzo d'uso fosse insostenibile economicamente. Dalla necessità pratica di rispettare il principio della sostenibilità economica del tasso di *royalty* discende un criterio empirico, noto come la regola del 25 per cento (*25% Rule*), applicato frequentemente nella prassi internazionale. Tale criterio suggerisce che il licenziatario sia raramente disposto a corrispondere un tasso di *royalty* superiore al 25% del margine di rendimento operativo lordo generato dai ricavi riferiti allo specifico marchio licenziato. Tale criterio, in quanto regola empirica di tipo forfetario, non è sufficiente ad individuare un appropriato tasso di *royalty* di un particolare bene immateriale. Tuttavia, è opportuno sottolineare che tale regola può costituire un orientamento per confrontare e analizzare il tasso desunto da transazioni comparabili. Un importante studio condotto dalla società *KPMG*<sup>65</sup> ha cercato di analizzare nel mercato delle licenze l'esistenza di un certo tipo di correlazione tra tassi di *royalty* applicati e redditività del settore. L'analisi dimostra che il tasso di *royalty* applicato nelle licenze non converge con i tassi generati dalla regola del 25 per cento, ma si trova in un intervallo superiore, tra il 25 per cento dei margini lordi (*Gross Margin*) e il 25 per cento dei margini operativi (*EBITDA* e *EBIT Margin*). Le analisi di regressione indicano che esiste una relazione lineare tra i tassi di *royalty* riportati e le varie misure di redditività, suggerendo che il mercato delle licenze è efficiente e che nella negoziazione del tasso di *royalty* sono stati presi in considerazione sia i costi di struttura che la redditività media del settore. Nel

<sup>65</sup> "Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence", *KPMG* – 2012

caso di specie sono stati ricavati, mediante l'utilizzo di Banche Dati specializzate, i dati e gli indici di redditività dei *competitors* europei. Nelle tabelle che seguono sono esposti i risultati della comparazione con il già menzionato tasso di *royalty* del 6% individuato per il marchio *Gamma* in valutazione:

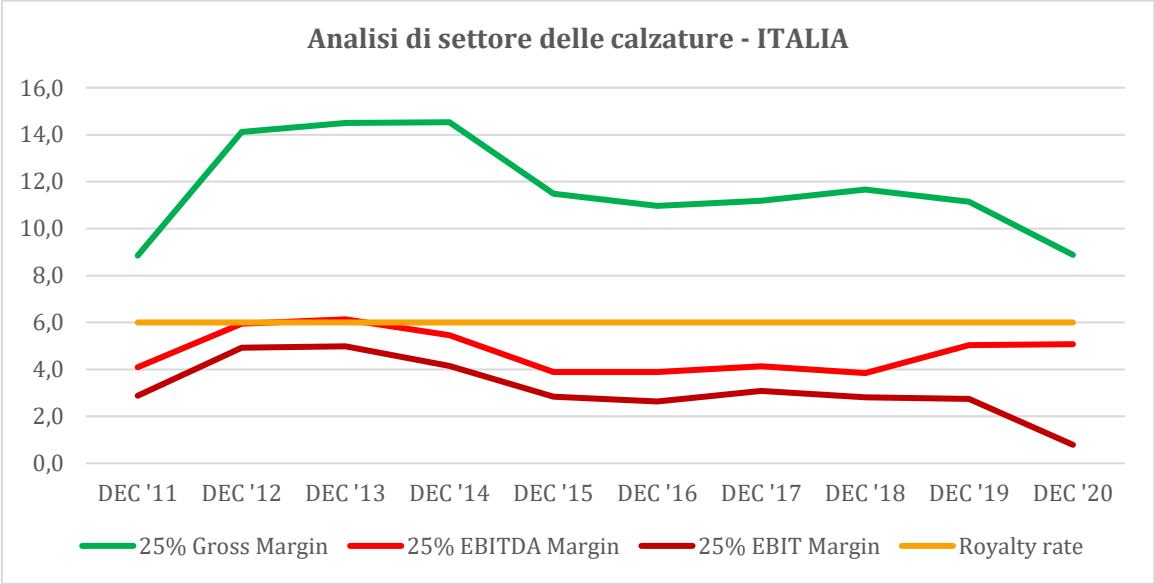


Figura 71 – Analisi di sostenibilità nel mercato italiano del tasso di royalty del marchio Gamma

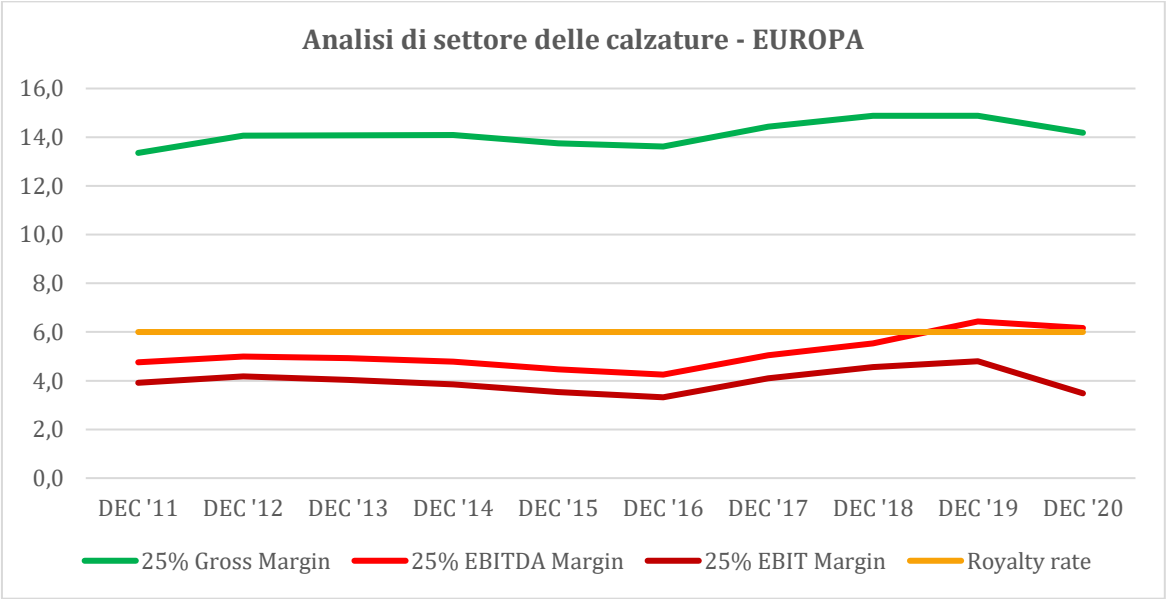


Figura 72 – Analisi di sostenibilità nel mercato europeo del tasso di royalty del marchio Gamma

Come si può constatare il tasso di *royalty* del 6% ricade nell'intervallo individuato dall'analisi di regressione, trovandosi appena sopra il limite inferiore del 25% del margine operativo. L'analisi qui riportata attesta che il tasso di *royalty* del 6% può essere



considerato sostenibile a livello economico sia dal mercato nazionale italiano che dal mercato comunitario europeo.

L'applicazione del criterio valutativo in questione è stata sviluppata prendendo a riferimento:

- i ricavi prospettici che si stima possano essere generati dalla vendita di prodotti a marchio;
- i costi relativi al mantenimento del marchio *Gamma* ed alla promozione dello stesso.

Il primo dato viene calcolato attraverso la formula matematica di estrapolazione (o di "tendenza") del dato storico su un orizzonte futuro di 5 anni (fino al 2025) ritenuto di ragionevole attendibilità dato che tale formula restituisce un tasso di crescita annuale composto, cosiddetto *CAGR*, pari a 4,33% in linea con il medesimo tasso storico (4,26%); dal 2026 al 2030, tenendo in conto che mantenere lo stesso *trend* di crescita oltre i 5 anni può essere eccessivo e non ragionevolmente verificabile, si è proceduti ad applicare un tasso di crescita (*g*) pari all'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

Considerata la tendenza di crescita del fatturato va tenuto in debito conto che la stessa debba essere supportata da adeguate spese di promozione del marchio; i costi di comunicazione sono stati quantificati secondo una costante in percentuale di circa il 2,5%, dato dal rapporto storico tra costi di comunicazione e ricavi del quinquennio 2016-2020.

Nella tabella che segue sono individuati, per il periodo di previsione esplicita, i flussi di *royalties* attesi, al netto dell'effetto fiscale del 27,90%, pari alla somma delle aliquote nominali IRES e IRAP attualmente vigenti in Italia.

ANNUALITÀ	FATTURATO PRODOTTI A MARCHIO GAMMA	ROYALTIES FIGURATIVE (6%)	COSTI DI REGISTRAZIONE DEL MARCHIO GAMMA	COSTI DI COMUNICAZIONE DEL MARCHIO GAMMA	FLUSSI DI ROYALTIES LORDI	IMPOSTE (27,9%)	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI
2021	2.818.866	169.132	500	70.472	98.160	27.387	70.774
2022	2.872.468	172.348	500	71.812	100.036	27.910	72.126
2023	2.926.070	175.564	500	73.152	101.912	28.434	73.479
2024	2.979.819	178.789	500	74.495	103.794	28.958	74.835
2025	3.033.421	182.005	500	75.836	105.670	29.482	76.188
2026	3.063.756	183.825	500	76.594	106.731	29.778	76.953
2027	3.094.393	185.664	500	77.360	107.804	30.077	77.727
2028	3.125.337	187.520	500	78.133	108.887	30.379	78.507
2029	3.156.591	189.395	500	78.915	109.981	30.685	79.296
2030	3.188.156	191.289	500	79.704	111.085	30.993	80.093

Figura 73 – Tabella applicazione Relief from Royalties periodo 2021-2025 – marchio Gamma

Definiti i flussi di *royalties* netti, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base dello stesso tasso WACC.

ANNUALITÀ	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI ATTUALIZZATI
2021	70.774	7,184%	0,9330	66.030
2022	72.126	7,184%	0,8704	62.782
2023	73.479	7,184%	0,8121	59.672
2024	74.835	7,184%	0,7577	56.700
2025	76.188	7,184%	0,7069	53.856
2026	76.953	7,184%	0,6595	50.751
2027	77.727	7,184%	0,6153	47.825
2028	78.507	7,184%	0,5741	45.068
2029	79.296	7,184%	0,5356	42.469
2030	80.093	7,184%	0,4997	40.021
<b>Sommatoria flussi di royalties attualizzati (Σ)</b>				<b>525.172</b>

Figura 74 – Applicazione Relief from Royalties – marchio Gamma

La determinazione del valore del marchio derivante dall'applicazione della predetta formula, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = 525.172 \text{ €}$$

#### 4.3.2 Criterio delle transazioni comparabili

Il criterio di valutazione riconducibile alle transazioni di mercato comparabili determina il valore del bene immateriale sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa dell'eterogeneità dei beni immateriali, se necessario è opportuno procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa. Nel caso di specie sono state acquisite da alcune Banche Dati specializzate delle transazioni di mercato, i cui marchi in oggetto sono ritenuti ragionevolmente comparabili al marchio *Gamma*. Il dettaglio delle suddette transazioni include il multiplo di mercato dato dal rapporto tra il marchio in oggetto di transazione e i relativi ricavi. Tale parametro si caratterizza per un forte nesso di causalità fra il numeratore del multiplo (il valore del marchio) e la variabile-chiave al denominatore (i ricavi attribuibili al marchio stesso). Questo nesso permette di spiegare il livello del multiplo in funzione delle variabili residue e di ricostruirne per tale via il valore fondamentale.

L'applicazione del criterio delle transazioni comparabili è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \left[ \text{Multiplo medio} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right) \times \text{eventuali rettifiche} \right] \\ \times \text{Ricavi a marchio Gamma}$$

L'applicazione del criterio delle transazioni comparabili è sintetizzata dalla seguente formula:

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Gamma*;
- $\text{Multiplo medio} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right)$  è la media dei multipli riferibili ai marchi comparabili al marchio *Gamma*, ricavati attraverso l'acquisizione delle transazioni.

Di seguito si riportano le informazioni ricavate dalle transazioni di mercato aventi ad oggetto un marchio comparabile al marchio *Gamma*.

	NAZIONE	ANNO	MULTIPLO MARCHIO/RICAVI
<b>TRANSAZIONE 1</b>	Stati Uniti (US)	2018	0,72
<b>TRANSAZIONE 3</b>	Paesi Bassi (NL)	2016	0,37
<b>TRANSAZIONE 5</b>	Stati Uniti (US)	2018	0,93
<b>MEDIA</b>			<b>0,67</b>

*Figura 75 – Riepilogo informazioni transazioni comparabili – marchio Gamma*

È altresì fondamentale tener conto che nelle transazioni di mercato considerate, si è stimato un valore di mercato delle imprese acquisite e dei relativi marchi, e in ognuna delle transazioni i marchi apprezzati sono stati valutati a vita utile indefinita. Ragion per cui, si è ritenuto opportuno procedere ad una rettifica del multiplo ottenuto, in quanto la vita utile del marchio *Gamma* è stimata in 10 anni. Per rettificare il multiplo, si è proceduti ad uno sconto pari alla percentuale attribuibile – sul valore pieno del multiplo - al valore residuo, cosiddetto *Terminal Value*, oltre il periodo di vita utile definita. Il cosiddetto *Terminal Value*, come riportato da molteplici fonti autorevoli<sup>66</sup>, in una valutazione che considera sia un periodo di previsione esplicita di 10 anni che un valore residuo, “pesa” sul valore totale della valutazione per una percentuale pari circa al 60%.

Tale percentuale di sconto è stata applicata al multiplo medio calcolato in precedenza come segue:

<b>Multiplo medio</b>	<b>0,67</b>
<b>Sconto riferibile al valore residuo</b>	<b>60%</b>
<b>Multiplo medio rettificato</b>	<b>0,27</b>

<sup>66</sup> “Stima del valore residuo” - *Il valore dell'impresa*, T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Il Sole 24ore* – Milano 2002

“I criteri assoluti” - *Il nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, L. Guatri, M. Bini, *EGEA* – Milano 2009

Figura 76 – Rettifica del multiplo identificato – marchio Gamma

$$\text{Multiplo rettificato} = \text{Multiplo medio} \times (1 - \text{sconto}) = \mathbf{0,27}$$

In questo modo, la rettifica operata per allineare l'orizzonte di vita utile ha come risultato un multiplo comparabile al marchio *Gamma*, pari a 0,27.

Ottenuto quindi il multiplo di mercato riferibile al marchio è altresì necessario individuare il dato dei ricavi a cui applicare il suddetto parametro. Essendo la configurazione di valore di mercato finalizzata ad ottenere un valore di confronto rispetto al valore intrinseco prescelto, il multiplo è stato applicato nella sua versione corrente, anche detta *spot*, prendendo a riferimento la variabile-chiave storica, ovvero il dato dei ricavi a marchio *Gamma* ottenuto sulla base della media del triennio 2018-2020 e pari ad Euro 2.500.000.

<b>Multiplo medio rettificato</b>	<b>0,27</b>
<b>Ricavi a marchio (media 2018-2020)</b>	<b>2.500.000</b>
<b>Valore del marchio <i>Gamma</i></b>	<b>673.677</b>

Figura 77 – Applicazione criterio delle transazioni comparabili – marchio Gamma

La determinazione del valore di mercato del marchio derivante dall'applicazione del criterio delle transazioni comparabili, è quindi pari a:

$$W_m = \left[ \text{Multiplo medio} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right) \times \text{eventuali rettifiche} \right] \\ \times \text{Ricavi a marchio Gamma} = \mathbf{673.677 \text{ €}}$$

\*\*\*

I due criteri di valorizzazione prescelti hanno condotto ai seguenti risultati:

<b>VALORE DEL MARCHIO GAMMA</b>	
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI ROYALTIES NETTI</b>	€ 525.172,00
<b>CRITERIO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI</b>	€ 637.677,00

Figura 78 – Riepilogo dei valori – marchio Gamma

I due valori sono ragionevolmente vicini tra loro, tanto da poter costituire un fondato intervallo all'interno del quale collocare il più attendibile valore intrinseco attribuibile al marchio *Gamma*. Data la mera finalità di confronto del valore di mercato rispetto al valore intrinseco ottenuto mediante la metodica del reddito, il parere valutativo ha attribuito il minore dei due valori come valore più attendibile e congruo al marchio *Gamma*.

#### **4.4 Quarto caso**

Il marchio *Delta* è un marchio commerciale che contraddistingue le macchine e gli impianti di stampaggio del poliuretano, progettate, costruite e commercializzate dalla società proprietaria. Le caratteristiche di alta qualità e avanzata tecnologia dei prodotti a marchio *Delta* sono riconosciute dai più importanti utilizzatori dei suddetti impianti. Nel corso degli ultimi 20 anni la Società ha sviluppato notevoli competenze a livello tecnologico che le hanno permesso di differenziare in misura determinante il proprio prodotto, risultando tra le poche aziende al mondo a proporre la tipologia di macchine e impianti di stampaggi con simile tecnologia. Il marchio risulta regolarmente depositato per ciascun paese designato, in conformità alle normative rispettivamente applicabili alla fattispecie, e possiede tutti i requisiti di tutelabilità previsti dalle normative vigenti in materia. Non risultano cause pendenti per contestazioni di anteriorità, né azioni di contraffazione o di copiatura da parte di concorrenti ed operatori sleali. Per la tutela del proprio marchio, la società sostiene costantemente costi di registrazione, costi di rinnovo, costi di consulenza da parte del mandatario per l'assistenza fornita in tutte le pratiche che riguardano la tutela e protezione del marchio, costi legati al personale interno che si relaziona con i legali o con il mandatario per le attività connesse alle formalità di registrazione, rinnovo dei depositi e le pratiche che si rendono necessarie per le formalità legate ai marchi, nonché costi per servizi che si sostengono quando è necessario l'intervento di un legale o di un corrispondente estero nell'ambito di azioni di tutela del marchio.

La creazione del marchio ed il suo sfruttamento sono coevi all'avvio dell'attività aziendale. La diffusione, conoscenza ed apprezzamento del marchio *Delta* presso il pubblico dei consumatori sono stati sviluppati dall'azienda attraverso le attività di promozione e comunicazione dei prodotti e dei servizi offerti.

Le attività di promozione e comunicazione svolte riguardano principalmente la pubblicità su giornali e riviste, la partecipazione costante ad esposizioni fieristiche in tutto il mondo nonché il sito aziendale e presenza sui principali *social network*.

La società ha investito circa 350.000 euro in comunicazione negli ultimi 20 anni in Italia; inoltre ha predisposto un piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025, i cui dati sono stati trasmessi a supporto della valutazione del marchio. La raccolta di informazioni avvenuta nel corso della valutazione ha consentito i seguenti commenti qui riportati in sintesi:

- il marchio risulta essere ampiamente tutelato sia da registrazioni aggiornate e diffuse *worldwide*, sia da una costante attività di “manutenzione” tramite il sostenimento di importanti costi per servizi legali, di monitoraggio della contraffazione e di consulenza di protezione in genere;
- il marchio risulta aver acquisito negli anni notevole forza sul mercato date le invenzioni tecnologiche che contraddistinguono i prodotti a marchio *Delta*, riconosciuti come prodotti di elevata qualità e caratterizzati da una forte propensione all’innovazione tecnologica;
- la struttura economico-patrimoniale evidenzia come la redditività aziendale derivi in gran parte dall’importanza degli *assets* intangibili, ed altresì dalla capacità della struttura aziendale, con investimenti fissi limitati ed alta professionalità delle risorse in tutti i comparti, di rendere efficiente la produzione ancorché caratterizzata da elevata complicatezza tecnologica;
- il settore di riferimento mostra segni di consistente ripresa dopo le contrazioni di mercato registrate nel 2020, e si colloca in un contesto generale che altresì viene definito dagli analisti in ripresa anche in un arco di tempo ultradecennale.

Tali considerazioni permettono di concludere per una conferma di forte e peculiare connotazione del marchio nel mercato in cui il relativo prodotto è offerto, di una prospettiva di continuità della “forza” acquistata e di un basso rischio di contendibilità.

Come evidenziato al paragrafo 3.2 più sopra, la dottrina economico-aziendale propone dunque diversi metodi di valutazione relativamente ai beni immateriali, tutti astrattamente utilizzabili. Si tratta pertanto di stabilire, tra questi, quale metodo di valutazione debba essere utilizzato nel caso specifico tra le metodiche del costo, del

reddito ovvero di mercato. Va tenuto presente che per individuare il metodo più appropriato è necessario innanzitutto considerare i seguenti elementi:

- le caratteristiche del marchio, con particolare riferimento alla sua riproducibilità;
- la natura dei benefici che il marchio è in grado di generare in capo al titolare dello stesso (attuale o potenziale) ovvero al suo utilizzatore;
- la stima della vita utile residua e quindi l'individuazione dell'arco temporale di riferimento per definire la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi generati dal marchio;
- l'esistenza o meno di un mercato attivo di riferimento.

Oltre a ciò, va ricordato che all'espressione del parere valutativo presiedono:

- il quadro normativo di riferimento, più sopra citato, in base al quale il valore del bene va determinato in relazione alla sua "consistenza", alla sua "capacità produttiva", alla sua "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa", nonché ai "valori correnti e alle quotazioni rilevate in mercati regolamentati italiani o esteri";
- la scelta operata di procedere con la valutazione con la configurazione di valore definito come "valore intrinseco".

L'esame di tali aspetti consente di identificare il metodo (od i metodi) di valutazione che sono maggiormente idonei a valorizzare il marchio *Delta* oggetto di stima.

Date le caratteristiche del marchio *Delta*, tutti i criteri riconducibili alla metodica del costo non appaiono concretamente applicabili; la principale difficoltà riguarda infatti l'identificazione dei costi rilevanti, ovvero la determinazione dei costi diretti, dei costi indiretti attribuibili al bene, dei costi opportunità nonché della remunerazione per i rischi dello sviluppo dell'intangibile; tale criterio appare altresì scarsamente connesso alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa" del bene, ed ancor meno a valori riscontrabili in mercati efficienti.

Tenuto conto delle caratteristiche del marchio e del mercato di riferimento appare corretto fare riferimento alle prospettive di ricavi futuri che il marchio sarà in grado di generare (ovviamente legati alla "effettiva possibilità di economica utilizzazione nell'impresa") e quindi ai criteri di valutazione riconducibili alla metodica del reddito; è infatti possibile sia tenere in considerazione il tasso di *royalty* di mercato applicabile, e quindi la remunerazione attesa nell'ipotesi in cui il marchio venga concesso in licenza



d'uso a terzi a valori di mercato, sia separare all'interno della redditività aziendale la parte derivante dai processi operativi (produttivo e commerciale) "routinari" - come più sopra indicato sicuramente più significativi in termini di creazione di valore rispetto al contenuto capitale investito fisso.

In considerazione delle caratteristiche del marchio, sono state esaminate le informazioni relative a transazioni ritenute comparabili ed aventi ad oggetto beni simili di eguale tipologia; nei dati disponibili che provengono da informativa di mercato è possibile individuare il multiplo del marchio sui ricavi relativi (*trademark /revenue*) nonché un *range* di riferimento per l'individuazione di un tasso di *royalty* che un terzo soggetto indipendente sarebbe disposto a pagare per ottenere in licenza d'uso il marchio *Delta*, elemento rilevante in sede di utilizzo del metodo del reddito.

In conclusione, si ritiene che gli approcci valutativi più corretti del bene immateriale in questione siano quello del reddito e quello di mercato, selezionando tra i vari criteri previsti per questi approcci, più sopra indicati, quelli che più esattamente si prestano alla valutazione del singolo *asset* immateriale piuttosto che all'azienda nel suo complesso. Tali criteri sono:

1. il criterio del reddito corroborato dal riferimento ad un parametro di mercato, costituito dal tasso di *royalty* di mercato applicabile nel caso di specie al marchio; il valore del marchio è quindi determinato sulla base delle *royalties* attualizzate, che sarebbero state corrisposte ad un licenziante terzo, nel caso la società non disponesse di tale bene intangibile, per acquisirne il diritto di utilizzo, mentre nel caso in oggetto tali *royalties* sono state risparmiate;
2. il criterio di valutazione mediante l'applicazione di multipli di mercato desunti da transazioni tra soggetti indipendenti aventi ad oggetto marchi comparabili al marchio *Delta*;
3. il criterio del profitto residuale attribuibile al marchio calcolato come differenza tra il reddito complessivo aziendale ed il reddito standard riferito alle funzioni routinarie.

Come visto, comune ai due criteri relativi alla metodica del reddito di cui sopra è il processo di attualizzazione di flussi futuri, processo che deve di necessità essere implementato individuando preventivamente il tasso da applicare per la formula di attualizzazione.

Il modello *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ed il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* costituiscono un punto di riferimento ormai consolidato per l'individuazione del costo ponderato di opportunità e quindi del tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dallo sfruttamento dell'*asset* oggetto di investimento.

$$WACC = K_E \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right] + K_D \times (1 - tax\ rate) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right]$$

Il calcolo consiste nell'effettuare una media tra il costo dei conferenti di capitale proprio ed il costo dei conferenti del capitale di debito, al netto dell'effetto fiscale, ponderata dal peso relativo di ciascuna fonte.

Per determinare il costo del capitale proprio ( $K_E$ ), il metodo più diffuso è il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dove

Costo del capitale proprio =

Tasso privo di rischio + fattore  $\beta$  x ( Premio per il rischio) +/- correttivi specifici

Nel caso di specie:

- il tasso privo di rischio: è stato desunto dal tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro Pluriennali (BTP) a 10 anni su media annua del 2020, pari ad un tasso del 1,28%;
- il premio per il rischio (*Equity Risk Premium – ERP*): è stato ricavato dalla piattaforma elaborata dal professor Damodaran e aggiornata a gennaio 2021, prendendo in considerazione l'*ERP* dei Paesi con *rating* AAA, pari al 4,72%;
- il fattore  $\beta$ : rappresenta il coefficiente che misura la sensibilità del rischio derivante dall'attività aziendale rispetto al rischio sistematico di mercato. L'assunto di base nel calcolo di questo fattore prevede che il rischio sistematico di mercato sia rilevato sulla base delle *performances* registrate nei mercati regolamentati (quotazioni di Borsa). Non essendo la società in oggetto quotata nel mercato regolamentato, di necessità vanno preliminarmente considerati i valori di  $\beta$  di società comparabili. La comparabilità di tali imprese alla società, oltre al settore di appartenenza, è stata verificata considerando il mercato di riferimento dal punto di vista territoriale, la dimensione delle imprese, l'omogeneità dei prodotti offerti rispetto a quelli che il marchio rappresenta e l'eventuale interdipendenza tra i soggetti individuati in banca dati e la società. Il *panel* dei *comparables* viene a definirsi con alcune società quotate

che, tuttavia, presentano una dimensione considerevolmente maggiore – ancorché rapportabile - rispetto alla società detentrici del marchio oggetto di valutazione. Per rispetto ad un principio di oggettività nell'individuazione della componente  $\beta$  del costo del capitale si è dunque proceduto mantenendo nel *panel* dei *comparables* dette società di dimensioni maggiori, operando peraltro con opportuni correttivi ai fini valutativi del marchio che consentano di rilevare il *gap* dimensionale (*small size premium*), specificatamente nella costruzione del tasso di attualizzazione dei flussi di risultato attesi.

<i>Competitors</i>	<b>D/(D+E)</b>	<b>E/(D+E)</b>	<b><math>\beta</math> Unlevered</b>
<b>Media</b>	16,42%	83,58%	1,010

Figura 79 – Struttura finanziaria e beta unlevered medio di settore – marchio Delta

Il  $\beta$  *unlevered* (o – per meglio dire – il fattore che esprime nel *CAPM* il rischio sistematico di mercato a prescindere dalla propensione alla leva finanziaria delle imprese) medio del *panel* è dunque pari a 1,010.

Per tenere conto della relazione fra la forza del marchio e la vita utile dello stesso da un lato ed il suo profilo di rischio, nel caso di specie è stato adottato il criterio della stima autonoma del  $\beta$  dell'*asset* intangibile<sup>67</sup>, mediante l'individuazione di un correttivo - da applicarsi al  $\beta$  *unlevered* determinato – per tenere in debita considerazione le caratteristiche specifiche del marchio oggetto di valutazione. Una volta stabilito il coefficiente di correzione, esso va applicato ad aggiustamento del  $\beta$  *unlevered* medio di settore:

<b>Coefficiente di correzione <math>\beta</math></b>	<b>1,02</b>
<b><math>\beta</math> <i>unlevered</i> medio di settore</b>	<b>1,010</b>
<b><math>\beta</math> <i>unlevered</i> marchio</b>	<b>1,030</b>

Figura 80 – Stima autonoma del beta dell'*asset* intangibile – marchio Delta

<sup>67</sup> Si veda paragrafo 3.3 più sopra

Per terminare la definizione del fattore  $\beta$  all'interno del *CAPM* va infine individuato il valore del fattore stesso parametrato alla struttura finanziaria del soggetto proprietario del bene in valutazione, cioè il  $\beta$  *levered* riferibile ad una struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e debiti verso terzi,  $D/E$ ) che sia coerente con la logica all'interno della quale viene utilizzato il fattore stesso. La trasformazione del  $\beta$  *unlevered* in  $\beta$  *levered* avviene utilizzando la formula di *Hamada*:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \times \left[ 1 + \frac{D}{E} \times (1 - tax\ rate) \right]$$

nella quale rimane da determinare per il caso di specie il rapporto  $D/E$ .

A tali fini le ipotesi utilizzabili sono molteplici:

- innanzitutto, va determinato il momento temporale nel quale rilevare il dato in parola;
- si deve inoltre effettuare una scelta tra la struttura finanziaria media del settore di appartenenza (in quanto reperibile nelle banche dati disponibili), la struttura finanziaria del *panel* dei *comparables* prescelti, ovvero la struttura finanziaria propria della società proprietaria dell'*asset* oggetto di valutazione.

Per quanto al momento temporale di riferimento si osserva che una scelta puntuale può dimostrarsi assai limitante, in quanto rappresenta la ripartizione dei capitali conferiti in un singolo momento temporale e non rispecchia necessariamente la struttura che si prevede per tutta la vita della società; la struttura finanziaria ad uno specifico momento può infatti risentire di variazioni temporanee nei valori di mercato delle fonti di capitale in circolazione e, oltre a ciò, non tiene conto di possibili pianificazioni da parte del *management* sulle modifiche della composizione del capitale in attuazione di nuove politiche aziendali; tutti questi fattori giustificano l'ipotesi che i livelli di finanziamento futuri possano discostarsi da quelli correnti. Oltre a ciò, l'utilizzo della struttura finanziaria peculiare della società detentrici del marchio oggetto di valutazione rappresenterebbe un "peso" in una valutazione che mira a identificare un valore in una situazione di sfruttabilità interessante a prescindere dalla configurazione aziendale specifica. Uguali considerazioni possono essere fatte qualora venga prescelta la struttura finanziaria media del settore di appartenenza, ove le differenziazioni tra le imprese che vi appartengono limitano l'attendibilità del dato da utilizzarsi nella specifica valutazione.

Per evitare gli scostamenti producibili dalle scelte di cui sopra, la prassi riconosce come preferibile l'utilizzo ai fini della valutazione di una struttura finanziaria obiettivo, cosiddetta "target", adottabile dall'azienda. Tale composizione si considera ottimale purché derivata dalla media delle osservazioni di mercato sulle società quotate comparabili. Essa dovrebbe tendenzialmente corrispondere alla struttura finanziaria effettiva in presenza di una direzione che miri all'"ottimizzazione" del valore, sfruttando i benefici del debito e limitandone i costi. Si riporta di seguito la struttura finanziaria "target" desunta dalla media delle osservazioni sulle società comparabili valutate in precedenza, ed il calcolo del  $\beta$  levered su tale assunzione:

<b><math>\beta</math> unlevered marchio</b>	<b>1,030</b>
<b>Incidenza di Capitale Proprio</b>	83,58%
<b>Incidenza di Debiti Terzi</b>	16,42%
<b>Tax rate della Società</b>	24,00%
<b>Rapporto Debito su Equity</b>	19,65%
<b>Beta levered marchio (<math>\beta_L</math>)</b>	<b>1,184</b>

Figura 81 – Calcolo del beta levered – marchio Delta

I dati indicano che la struttura finanziaria target individua un rapporto Debito su Equity del 19,65 %, ottenendo quindi il  $\beta$  levered pari a 1,184.

Tenuto conto che le comparabili della società individuate precedentemente presentano comunque una dimensione maggiore rispetto alla società target è stato incluso nel calcolo del costo del capitale un correttivo per apprezzare il "fattore dimensionale" (*small size premium*). Quest'ultimo rappresenta una componente di rischio genericamente riconosciuta nel calcolo del costo del capitale delle realtà aziendali caratterizzate da piccole o modeste dimensioni. L'aggiustamento in questione deriva dal fatto che tali soggetti, come la società target, sono esposti ad un maggior numero di rischi rispetto alle società comparabili individuati nel panel; questi rischi consistono, ad esempio, nella maggior volatilità dei risultati conseguibili ed in un maggior rischio di default rispetto ad

imprese più grandi e solide in termini finanziari. Alcuni studi empirici<sup>68</sup> hanno osservato che l'effetto dimensione risulta statisticamente un elemento strutturale di differenziazione dei rendimenti, in considerazione del quale all'aumentare della dimensione aziendale il rendimento/rischio effettivo si riduce. Tenuto conto che, nella stesura del piano economico-finanziario e dei relativi flussi, la società non ha scontato tale maggiore rischiosità derivata dalle ridotte dimensioni, si è provveduto ad applicare il correttivo nel calcolo del costo del capitale. Le ricerche statistiche già richiamate, individuano per il campione di aziende europeo, con modeste dimensioni, un premio per il rischio dimensionale (*size Premium*) medio dell'1,3%. Nel caso del marchio *Delta*, è stato ritenuto ragionevole un premio pari all'1%; detta componente è stata pertanto inclusa, quale incremento del costo del capitale, come segue:

<b>Fonti</b>		
<b>Tasso di rendimento privo di rischio</b>	1,28%	BTP 10 anni media annua 2020
<b>Premio per il rischio di mercato</b>	4,72%	Damodaran, Paesi AAA, gennaio 2021
<b><i>Small size premium</i></b>	1,00%	
<b><math>\beta</math> levered</b>	1,184	
<b>Costo del Capitale proprio</b>	<b>7,869%</b>	

Figura 82 – Calcolo del costo del capitale proprio – marchio Delta

L'altra importante componente per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è il costo del debito ( $K_D$ ), ossia il tasso che una società pagherebbe, nelle condizioni di mercato alla data di valutazione, per ottenere un nuovo finanziamento a medio-lungo termine.

Nel caso di specie, è stato considerato il tasso *EURIRS*, pari allo 0,10%, ossia il tasso di interesse medio al quale le principali banche europee stipulano "swap", cioè scambio di flussi di cassa a copertura del rischio di interesse. Questo tasso è stato maggiorato del 2%, in base alle previsioni nel medio/lungo termine per il ricorso alla leva finanziaria in situazioni coerenti con quelle prese in considerazione per il calcolo del  $\beta$  levered. Per il

<sup>68</sup> "Differences in Returns Between Large and Small Companies in Europe", 2014, Duff & Phelps LLC

calcolo successivo del costo del debito defiscalizzato, è stata considerata l'aliquota IRES del 24% quale scudo fiscale di deducibilità riconosciuto sugli interessi del debito.

		<b>Fonti</b>
<b>Scudo fiscale</b>	24,00%	Aliquota IRES
<b>Costo del debito (%)</b>	0,00%	Tasso EURIRS a 10 anni al 20/07/2021
<b>Maggiorazione</b>	2,00%	Previsioni <i>spread</i> a M/L termine
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,520%</b>	

*Figura 83 – Calcolo del costo del capitale di terzi – marchio Delta*

Così ottenute tutte le componenti del costo medio ponderato del capitale (*WACC*), si procede alla stima di tale tasso:

<b>Costo del capitale proprio</b>	<b>7,869%</b>
<b>Costo del debito netto</b>	<b>1,520%</b>
Incidenza di Capitale Proprio	83,58%
Incidenza di Debiti Terzi	16,42%
<b>WACC MARCHIO DELTA</b>	<b>6,826%</b>

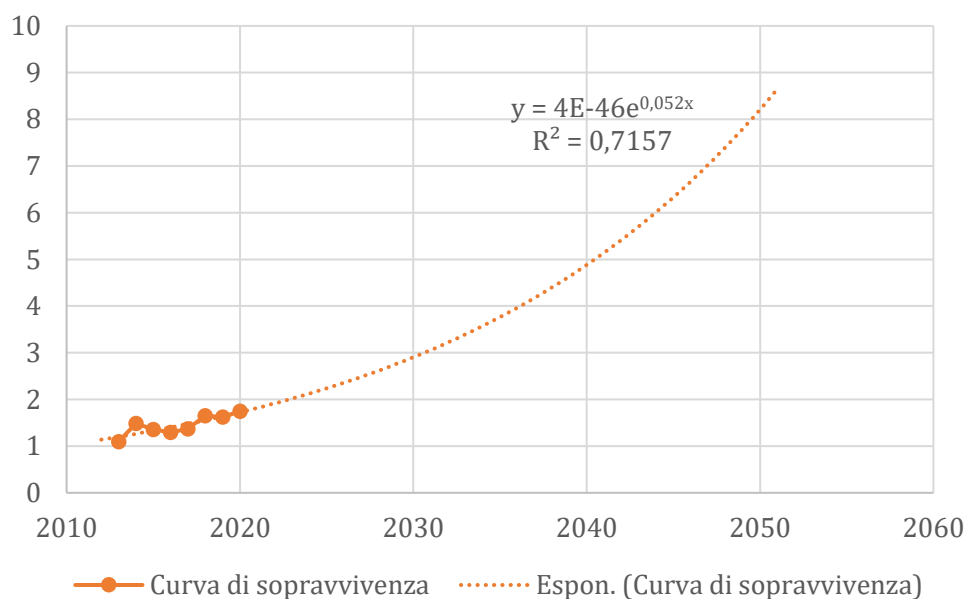
*Figura 84 – Calcolo del WACC – marchio Delta*

Così come il tasso di attualizzazione dei flussi prospettici, altresì comune ai due criteri di valutazione individuati nell'ambito dell'approccio cosiddetto "del reddito" cui sopra è la definizione del periodo per il quale il processo di attualizzazione va implementato. Nell'ambito della stima di beni intangibili specifici, con criteri fondati sui flussi di risultato attesi o di determinazione degli extra-redotti attribuibili, risulta di fondamentale importanza la distinzione tra intangibili "a vita definita" ed intangibili "a vita utile indefinita". Nel primo caso la valutazione si fonda sui flussi/extra-redotti attribuiti, o attribuibili, allo specifico *asset* nell'ambito di una prospettiva di valutazione cosiddetta "a

finire”. Viceversa, in ipotesi di intangibili “a vita indefinita” - ovvero di beni che possono generare indefinitamente benefici prospettici per l’impresa che li possiede in quanto quest’ultima sostiene adeguati costi di mantenimento e reintegro - la prospettiva di valutazione è, di necessità, legata alla continuità gestionale per un tempo indeterminato.

Per determinare quindi la vita utile del marchio è stata effettuata, sulla base di dati storici forniti dalla società, una raccolta delle informazioni rilevanti ai fini dell’individuazione di tale continuità gestionale. Un primo elemento di valutazione è dato dalla dimensione della spesa di sostenimento della diffusione e notorietà del marchio che la società sostiene. Un secondo dato significativo è l’evoluzione nel corso della vita dell’azienda del numero di clienti cessati, pesati con i ricavi a loro associati, da cui va dedotto il numero di clienti contemporaneamente acquisiti, sempre pesati con i relativi ricavi, il tutto rapportato al numero di clienti totali della società e dei relativi ricavi. In base alle informazioni fornite dalla società e con il criterio di cui sopra sono stati calcolati i rapporti che hanno consentito di individuare un “tasso di abbandono” netto della clientela per ogni annualità. Essendo peraltro l’obiettivo di questa analisi l’espressione di una misura della potenziale continuità di utilità (forza) del marchio in senso prospettico, è stata utilizzata una formula matematica di estrapolazione (o di “tendenza”) del dato storico su un orizzonte futuro di ragionevole attendibilità, stabilito in anni 30, al fine di verificare se su tale orizzonte potesse essere sostenibile una durevolezza dell’attuale “presa” del marchio sulla clientela aziendale.

### Curva di sopravvivenza





Il risultato dell'elaborazione (una curva "di sopravvivenza" esponenziale su un periodo di 30 anni) dimostra un indice di attendibilità elevato della curva ( $R^2$ ) tale da far ritenere che per l'orizzonte prescelto, ancorché con una probabile deflessione, sia possibile sostenere per il marchio *Delta* una sopravvivenza prospettica per almeno ulteriori 30 anni. Supporta tale considerazione l'entità delle spese di mantenimento e reintegro che la società sostiene per il proprio marchio. Al dato così ottenuto per un primo approccio sistematico all'individuazione della vita utile attribuibile al marchio va aggiunto un commento tecnico-attuariale: è di facile constatazione che l'attualizzazione di una serie di flussi lungo un periodo di tempo indefinito coincide con il valore attuale degli stessi flussi per un periodo definito che si aggira sui tre decenni. Questo elemento fa sì che per il marchio *Delta* la vita utile possa essere fatta coincidere con sostanziale indifferenza sia per un periodo definito che indefinito. E se anche quest'ultimo può essere considerato attendibile, allora la formula di attualizzazione può essere circoscritta ad una semplice attualizzazione di rendita perpetua. La disponibilità di dati prospettici dettagliati sul quinquennio 2021-2025 ha fatto ritenere che la scelta più consona alla valutazione in corso fosse quella di definire la vita utile del marchio sì per un periodo indefinito, ma suddiviso tra una previsione esplicita (il piano economico-finanziario fornito dalla società) ed un valore residuo calcolato in perpetuità a partire dall'anno successivo all'ultimo anno di piano (cosiddetto "*Terminal Value*"). Per quest'ultimo si è proceduto - come tipicamente di prassi - ad una determinazione sulla base di alcune variabili chiave come il tasso di crescita del fatturato e il tasso di inflazione atteso nel medio/lungo termine individuato sulla base delle informazioni contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

#### 4.4.1 Criterio *Relief from Royalties*

Mediante l'attualizzazione delle *royalties* risparmiate, la stima del valore dell'intangibile viene determinata in via diretta sulla base del valore attuale dei risparmi sul costo che l'impresa avrebbe sostenuto lunga la vita utile residua del bene per acquisire in licenza il diritto esclusivo di godimento del bene stesso.

Tale approccio, definito anche *Relief from Royalties*, stima il valore economico del marchio attraverso la preliminare individuazione dei ricavi che prospetticamente si prevede saranno generati dalla vendita di prodotti recanti il marchio; al fatturato atteso viene

successivamente applicato un tasso di *royalty* di mercato al fine di individuare i flussi di *royalties* che si sosterebbero nell'ipotesi in cui la società, non disponendo del marchio, dovesse acquisirlo in licenza d'uso da terzi a valori di mercato.

L'applicazione del suddetto criterio valutativo è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Delta*;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $F_t$  sono i flussi, al netto del prelievo fiscale, relativi alle *royalties* che la società prevede di ottenere per un determinato periodo di tempo a fronte della concessione in licenza dell'uso del marchio;
- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio "a vita indefinita";
- $i$  è il tasso stimato per l'attualizzazione dei flussi attribuibili al marchio *Delta*.

Tale approccio stima quindi il valore economico del marchio attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione di un tasso di *royalty* di mercato da applicare al fatturato atteso;
- individuazione dei ricavi che prospettivamente si prevede che saranno generati dalla vendita di prodotti a marchio *Delta*;
- definizione e individuazione dei costi diretti di mantenimento, accrescimento e sviluppo collegati al marchio oggetto di valutazione;
- individuazione dei flussi di *royalties* netti che si sosterebbero nell'ipotesi in cui il marchio venisse acquisito in licenza d'uso da terzi a valori di mercato;
- attualizzazione dei flussi di *royalties* e conseguente determinazione del valore economico del marchio *Delta*.

La ricerca del tasso di *royalty* può avvenire facendo riferimento a parametri già noti oppure attingendo ad informazioni desunte dal mercato. Nel caso di specie è possibile fare riferimento ad una applicazione esterna facendo uso delle informazioni ritraibili con l'impiego di Banche Dati specializzate e informazioni giudicate comparabili con la

specifica situazione del marchio. Per prima cosa va individuato un campione di transazioni comparabili attraverso l'impiego mirato e critico delle banche dati che raccolgono valori di *royalties* relativi a transazioni aventi ad oggetto beni immateriali. Una volta definito un campione di transazioni, esse sono state valutate al fine di comprendere se ciascun bene oggetto di tali transazioni sia opportunamente comparabile al marchio, secondo alcune variabili di differenziazione come le caratteristiche dei prodotti a marchio e la fascia di prezzo. Identificato il *range* di riferimento del campione selezionato (0% - 2,5%) è necessario stimare il valore puntuale del tasso di *royalty* da attribuire allo specifico marchio *Delta*. A tale riguardo si è impiegato un metodo qualitativo ispirato al metodo *Interbrand*®, ampiamente utilizzato dalla prassi più accreditata nelle valutazioni qualitative dei marchi. L'adozione del metodo *Interbrand*® si basa sull'assunto che il valore puntuale di *royalty* da ricondurre al bene immateriale oggetto di valutazione possa essere parametrato a un indicatore della cosiddetta "forza del marchio" definita da sette fattori, a ciascuno dei quali si attribuisce un peso che ne riflette l'importanza.<sup>69</sup> Attribuendo un valore a ciascuna delle sette variabili si ottiene un indicatore, compreso tra 0 e 100, che potrà essere utilizzato per stimare la rilevanza relativa del marchio rispetto al *range* dei valori delle imprese del campione selezionato.

<b>Range R/R</b>	<b>Intervallo</b>	<b>Score INTERBRAND®</b>	<b>Score su intervallo</b>	<b>Valore puntuale R/R</b>
0% - 2,5%	2,5	76 / 100	1,9%	0% + 1,9% = 1,9%

Figura 86 – Individuazione del tasso di royalty applicabile – marchio Delta

Il marchio *Delta* risulta collocato nella fascia intermedia dell'intervallo, per cui ai fini di questa valutazione si ritiene ragionevole utilizzare quale tasso rappresentativo delle *royalties* che dovrebbero essere corrisposte per l'utilizzo in licenza del marchio stesso, e invece - data la proprietà del marchio - sono risparmiate, il valore del 1,90%.

L'individuazione del tasso di *royalty* di un determinato bene immateriale deve tenere conto della sua sostenibilità economica. Quali che siano, infatti, le indicazioni del mercato in tema di tassi di *royalty* di beni comparabili, nessun licenziatario troverebbe conveniente sfruttare un bene immateriale se il suo prezzo d'uso fosse insostenibile economicamente. Dalla necessità pratica di rispettare il principio della sostenibilità

<sup>69</sup> Come riportato nel paragrafo 3.3 più sopra

economica del tasso di *royalty* discende un criterio empirico, noto come la regola del 25 per cento (*25% Rule*), applicato frequentemente nella prassi internazionale. Tale criterio suggerisce che il licenziatario sia raramente disposto a corrispondere un tasso di *royalty* superiore al 25% del margine di rendimento operativo lordo generato dai ricavi riferiti allo specifico marchio licenziato. Tale criterio, in quanto regola empirica di tipo forfetario, non è sufficiente ad individuare un appropriato tasso di *royalty* di un particolare bene immateriale. Tuttavia, è opportuno sottolineare che tale regola può costituire un orientamento per confrontare e analizzare il tasso desunto da transazioni comparabili. Un importante studio condotto dalla società *KPMG*<sup>70</sup> ha cercato di analizzare nel mercato delle licenze l'esistenza di un certo tipo di correlazione tra tassi di *royalty* applicati e redditività del settore. L'analisi dimostra che il tasso di *royalty* applicato nelle licenze non converge con i tassi generati dalla regola del 25 per cento, ma si trova in un intervallo superiore, tra il 25 per cento dei margini lordi (*Gross Margin*) e il 25 per cento dei margini operativi (*EBITDA* e *EBIT Margin*). Le analisi di regressione indicano che esiste una relazione lineare tra i tassi di *royalty* riportati e le varie misure di redditività, suggerendo che il mercato delle licenze è efficiente e che nella negoziazione del tasso di *royalty* sono stati presi in considerazione sia i costi di struttura che la redditività media del settore. Nel caso di specie sono stati ricavati, mediante l'utilizzo di Banche Dati specializzate, i dati e gli indici di redditività dei *competitors* europei. Nelle tabelle che seguono sono esposti i risultati della comparazione con il già menzionato tasso di *royalty* del 1,90% individuato per il marchio *Delta* in valutazione:

---

<sup>70</sup> "Profitability and royalty rates across industries: Some preliminary evidence", *KPMG* – 2012

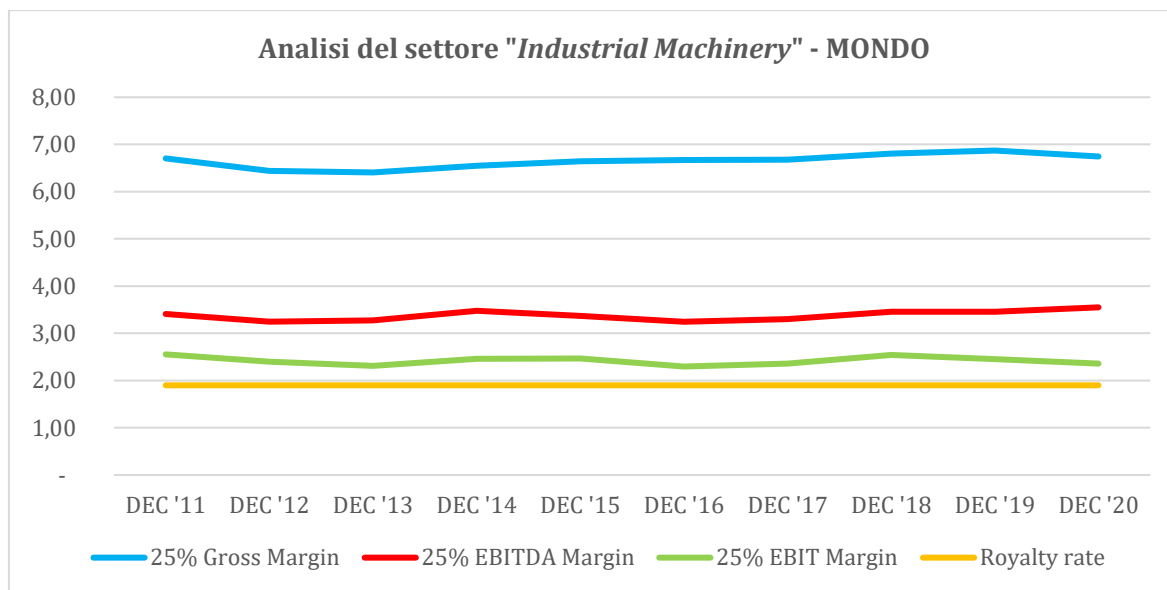


Figura 87 – Analisi di sostenibilità nel mercato mondiale del tasso di royalty del marchio Delta

Come si può constatare il tasso di *royalty* del 1,90% ricade perfino al di sotto dell'intervallo individuato dall'analisi di regressione, trovandosi appena sotto il limite inferiore del 25% del margine operativo. L'analisi qui riportata attesta che il tasso di *royalty* del 1,90% può essere considerato sostenibile a livello economico dal mercato globale di riferimento.

L'applicazione del criterio valutativo in questione è stata sviluppata prendendo a riferimento:

- i ricavi prospettici che si stima possano essere generati dalla vendita di prodotti a marchio, sulla base del piano economico-finanziario per il periodo 2021-2025 fornito dalla società, ai quali è stato applicato un tasso di *royalty* pari a 1,90% così come individuato in precedenza;
- i costi relativi al mantenimento del marchio *Delta* ed alla promozione dello stesso come indicati nel piano economico-finanziario.

Nella tabella che segue sono individuati, per il periodo di previsione esplicita, i flussi di *royalties* attesi, al netto dell'effetto fiscale del 27,90%, pari alla somma delle aliquote nominali IRES e IRAP attualmente vigenti in Italia.

ANNUALITÀ	FATTURATO	ROYALTIES FIGURATIVE (1,90%)	COSTI DI		FLUSSI DI ROYALTIES LORDI	IMPOSTE (27,9%)	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI
	PRODOTTI		REGISTRAZIONE	COMUNICAZIONE			
	A MARCHIO		DEL MARCHIO	DEL MARCHIO			
	DELTA		DELTA	DELTA			
2021	8.800.000	167.200	500	71.250	95.450	26.631	68.819
2022	9.504.000	180.576	500	68.554	111.522	31.115	80.407
2023	10.264.320	195.022	500	96.483	98.039	27.353	70.686
2024	11.085.466	210.624	500	75.409	134.714	37.585	97.129
2025	11.972.303	227.474	500	106.131	120.843	33.715	87.128

Figura 88 – Tabella applicazione Relief from Royalties periodo 2021-2025 – marchio Delta

È stato poi calcolato il valore dei flussi di *royalties* attribuibili al marchio *Delta* dal 2026, anno successivo al termine del periodo di previsione esplicita, in poi (*Terminal Value*), come segue:

- i ricavi prospettici attesi generati dal marchio, dopo il 2025, sono stati determinati prendendo a riferimento il dato dell'ultimo anno di piano e incrementando lo stesso con un tasso di crescita (*g*) pari all'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021;
- considerata la tendenza di crescita del fatturato va tenuto in debito conto che la stessa debba essere supportata da adeguate spese di promozione del marchio; dal 2026 ai costi di comunicazione viene applicato un tasso di crescita (*g*) pari all'1%, in misura coerente rispetto alla crescita stimata dei ricavi.

FATTURATO	ROYALTIES FIGURATIVE (1,90%)	COSTI DI		FLUSSO DI ROYALTIES LORDO	IMPOSTE (27,9%)	FLUSSO DI ROYALTIES NETTO	
PRODOTTI A		REGISTRAZIONE	COMUNICAZIONE				
MARCHIO		DEL MARCHIO	DEL MARCHIO				
DELTA		DEL MARCHIO	DEL MARCHIO				
DOPO IL 2025	12.092.026	229.748	500	107.192	122.056	34.054	88.002

Figura 89 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Delta

Una volta determinato il flusso finanziario attribuibile al marchio in perpetuità, si procede al calcolo del valore attualizzato di tale flusso al termine del periodo di previsione (*Terminal Value*), secondo la formula:

$$TV = \frac{\text{Flusso di royalties netto}_{TV}}{WACC - g}$$

nella quale vengono utilizzati quale tasso di attualizzazione il tasso *WACC* come sopra individuato ed il tasso di crescita *g* pari all'1%.

FLUSSO DI ROYALTIES NETTO	COSTO MEDIO PONDERATO (WACC)	TASSO DI CRESCITA ( <i>g</i> )	TERMINAL VALUE
88.002	6,826%	1,00%	1.510.479

Figura 90 – Tabella applicazione Relief from Royalties, Terminal Value – marchio Delta

Definiti i flussi di *royalties* netti del periodo di previsione esplicita ed il *Terminal Value* dopo tale periodo, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base dello stesso tasso *WACC*.

ANNUALITÀ	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	FLUSSI DI ROYALTIES NETTI ATTUALIZZATI
2021	68.819	6,826%	0,9361	64.422
2022	80.407	6,826%	0,8763	70.460
2023	70.686	6,826%	0,8203	57.983
2024	97.129	6,826%	0,7679	74.583
2025	87.128	6,826%	0,7188	62.628
TV	1.510.479	6,826%	0,7188	1.085.744
<b>Sommatoria flussi di royalties attualizzati (Σ)</b>				<b>1.415.820</b>

Figura 91 – Applicazione Relief from Royalties – marchio Delta

La determinazione del valore del marchio derivante dall'applicazione della predetta formula, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = 1.415.820 \text{ €}$$

#### 4.4.2 Criterio del *Residual Profit Split*

Il criterio valutativo denominato *Residual Profit Split* permette di ripartire il reddito dell'azienda tra le diverse funzioni caratterizzanti l'attività aziendale, al fine di isolare il profitto residuale attribuibile al bene intangibile rappresentato dal marchio *Delta*.

Il profitto residuale è calcolato come differenza tra il reddito complessivo aziendale ed il reddito standard riferito alle funzioni cosiddette routinarie. Operativamente risulta necessario individuare ai fini del criterio:

- il reddito operativo dell'impresa da ripartire tra le diverse funzioni aziendali;
- le funzioni routinarie da remunerare, specifiche dell'entità detentrici dell'*asset* oggetto di valutazione, le quali funzioni generalmente attengono alla funzione di produzione e alla funzione di distribuzione;
- la marginalità standard di soggetti comparabili che svolgono la medesima attività aziendale, mediante una *benchmark analysis* sulle Banche Dati a disposizione.

Al termine del suddetto procedimento vengono determinati i profitti residuali riconducibili al marchio, i quali, una volta rettificati dell'effetto fiscale, vanno per coerenza attualizzati al tasso *WACC* calcolato in precedenza.

L'applicazione del suddetto criterio valutativo è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \sum_1^t \frac{PR_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio;
- $t$  è il numero di anni di pianificazione esplicita;
- $PR_t$  sono i profitti residuali attribuibili al marchio, al netto del prelievo fiscale, ottenuti per differenza tra il reddito complessivo aziendale e il reddito standard delle funzioni routinarie;
- $TV$  è il valore, al termine del periodo di pianificazione esplicita, attribuibile al marchio "a vita indefinita";
- $i$  è il tasso stimato per l'attualizzazione dei profitti residuali attribuibili al marchio.



Tale approccio stima quindi il valore economico del marchio attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione dei ricavi che prospettivamente si prevede che saranno generati dalla vendita di prodotti a marchio *Delta*;
- definizione ed identificazione delle funzioni che concorrono alla formazione del profitto complessivo, segmentando i costi di conto economico per le funzioni identificate;
- sviluppo di analisi sui *benchmark* di mercato per ciascuna funzione, ai fini dell'individuazione delle marginalità dei soggetti comparabili alla società detentrica del marchio *Delta*;
- individuazione dei profitti residuali ottenuti per differenza tra il reddito complessivo ed il reddito standard calcolato sulla base delle marginalità routinarie;
- attualizzazione dei profitti residuali e conseguente determinazione del valore economico del marchio *Delta*.

Ai fini del criterio del *Residual Profit Split* occorre innanzitutto identificare le aree funzionali di costo e successivamente segmentare il conto economico secondo la ripartizione prefissata. Nel caso di specie, oltre alla funzione amministrativa, si identificano sia la funzione di produzione che la funzione di distribuzione, in quanto la società progetta, costruisce e commercializza le proprie macchine senza l'ausilio di distributori o importatori. Nella tabella che segue si evidenziano i ricavi complessivi dell'azienda al netto dei costi di ciascuna area funzionale, sulla base del piano economico 2021-2025 predisposto dalla Società stessa. Il reddito operativo risultante è "normalizzato" in quanto non considera né gli "Altri ricavi e proventi", né le voci di conto economico classificate come poste "straordinarie", in quanto non rientrano nel profitto residuale attribuibile al marchio *Delta*.

ANNUALITÀ	RICAVI DI VENDITA	COSTI DI PRODUZIONE	COSTI DI DISTRIBUZIONE	COSTI AMMINISTRATIVI	RISULTATO OPERATIVO RETTIFICATO
2021	8.800.000	7.243.926	801.168	345.668	409.238
2022	9.504.000	7.874.266	850.999	371.889	406.846
2023	10.264.320	8.404.827	933.798	396.273	529.423
2024	11.085.466	8.962.894	968.772	422.449	731.351
2025	11.972.303	9.535.990	1.060.557	448.796	926.960

Figura 92 – Ripartizione dei costi per funzioni routinarie – marchio Delta

La ricerca di *benchmark* di mercato può avvenire facendo a riferimento a parametri già noti oppure attingendo ad informazioni desunte dal mercato. Nel caso di specie è possibile fare riferimento ad una applicazione esterna facendo uso delle informazioni ritraibili con l'impiego di Banche Dati specializzate e informazioni giudicate comparabili con la situazione in oggetto. Il campione di soggetti comparabili alla società *target* è stato estrapolato attraverso una ricerca per codice ATECO, sulla base del medesimo della società:

- codice ATECO 289600: "Fabbricazione di macchine per l'industria delle materie plastiche e della gomma (incluse parti e accessori)".

I *benchmark* di mercato, come riportato da alcune fonti autorevoli<sup>71</sup>, devono essere presi in considerazione solamente nei casi in cui le aree funzionali siano rilevanti: nel caso di specie sono rilevanti la funzione di produzione e la funzione di distribuzione. Per ciascuna di queste funzioni viene poi preso in considerazione un indicatore di marginalità rappresentativo:

- per la funzione di produzione viene considerato il *Cost plus*, ossia il rapporto dato dal reddito operativo sui costi della produzione;
- per la funzione di distribuzione viene considerato l'indicatore *Return On Sales (ROS)*, ossia il rapporto dato dal reddito operativo sui ricavi di vendita.

La *benchmark analysis* è stata condotta su più di 300 società italiane caratterizzate dal medesimo codice ATECO della società *target* e sull'arco temporale 2011-2019. Il 2020 non è stato considerato nella ricerca in quanto, a questa data, non sono presenti tutti i bilanci

<sup>71</sup> Rivista della Guardia di Finanza, gennaio-febbraio 2019

dei soggetti considerati nelle altre annualità; inoltre, dati gli effetti dovuti alla pandemia da Covid-19, si è ritenuto ragionevole non includere le considerazioni statistiche del 2020 in quanto potenzialmente anomale. Per ogni annualità viene evidenziata la curva di dispersione relativamente agli indicatori sul *Cost plus* e sul *ROS*, nonché la dimensione del campione, i valori minimi e massimi, i quartili statistici di riferimento e il dato puntuale della società *target*.

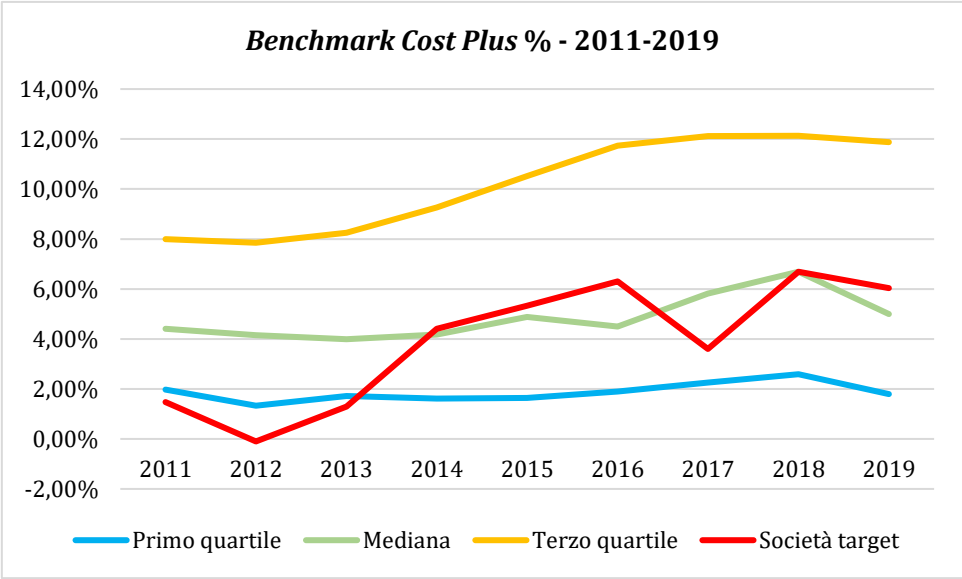


Figura 93 – Benchmark analysis Cost Plus% 2011-2019 – marchio Delta

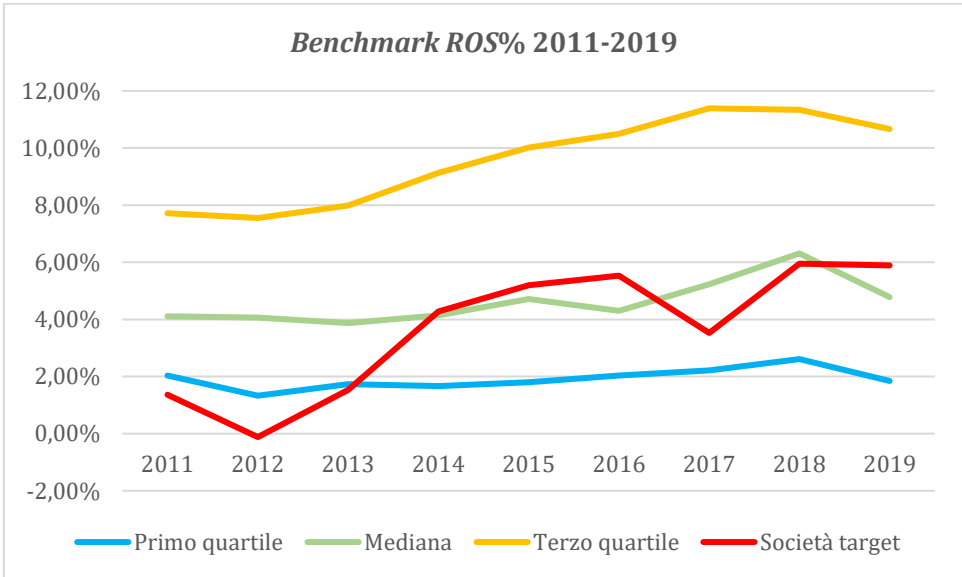


Figura 94 – Benchmark analysis ROS% 2011-2019 – marchio Delta

Ai fini della corretta individuazione della marginalità standard, va preso in considerazione l'intervallo interquartile di riferimento della società di specie. Come osservato nelle

analisi statistiche, la società *target* si attesta mediamente nell'intervallo interquartile tra il primo quartile e la mediana; seguendo la prassi più accreditata va presa in considerazione la media degli estremi dell'intervallo identificato. Nella tabella seguente di evidenziano i dati del 2019 sulle marginalità relativamente a *Cost plus* e *ROS*:

	PRIMO QUARTILE	MEDIANA	MEDIA (1^ E MEDIANA)
<b>COST PLUS</b>	1,79 %	5,00 %	<b>3,40 %</b>
<b>ROS</b>	1,84 %	4,78 %	<b>3,31 %</b>

Figura 95 – Individuazione dei benchmark applicabili – marchio Delta

Identificati i *benchmark* di mercato, si procede al calcolo del reddito standard, quale somma delle remunerazioni da attribuire alle funzioni routinarie. Come già richiamato più sopra, l'indicatore del *Cost plus* rappresenta la remunerazione della funzione di produzione e va applicata ai relativi costi indicati in precedenza; mentre la remunerazione della funzione di distribuzione è indicata dall'indicatore *ROS* applicato in questo caso ai ricavi. Nella tabella di seguito si procede al calcolo del reddito standard per le annualità 2021-2025:

ANNUALITÀ	COSTI DI PRODUZIONE	REMUNERAZIONE	RICAVI DI VENDITA	REMUNERAZIONE	REDDITO STANDARD
		<i>COST PLUS</i> (3,40%)		<i>ROS</i> (3,31%)	
<b>2021</b>	7.243.926	<b>246.293</b>	8.800.000	<b>291.280</b>	537.573
<b>2022</b>	7.874.266	<b>267.725</b>	9.504.000	<b>314.582</b>	582.307
<b>2023</b>	8.404.827	<b>285.764</b>	10.264.320	<b>339.749</b>	625.513
<b>2024</b>	8.962.894	<b>304.738</b>	11.085.466	<b>366.929</b>	671.667
<b>2025</b>	9.535.990	<b>324.224</b>	11.972.303	<b>396.283</b>	720.507

Figura 96 – Calcolo del reddito standard dato dai benchmark di mercato – marchio Delta

Calcolato il reddito standard si procede alla sottrazione dello stesso, dal reddito complessivo aziendale, ottenendo i profitti residuali attribuibili al marchio *Delta*.

ANNUALITÀ	REDDITO OPERATIVO COMPLESSIVO	REDDITO STANDARD	PROFITTI RESIDUALI LORDI	IMPOSTE (27,90%)	PROFITTI RESIDUALI NETTI
2021	409.238	537.573	128.335	0	128.335
2022	406.846	582.307	175.461	0	175.461
2023	529.423	625.513	96.090	0	96.090
2024	731.351	671.667	59.683	16.652	43.032
2025	926.960	720.507	206.453	57.600	148.852

Figura 97 – Calcolo dei profitti residuali per il periodo 2021-2025 – marchio Delta

È stato poi calcolato il valore dei profitti residuali attribuibili al marchio *Delta* dal 2026, anno successivo al termine del periodo di previsione esplicita, in poi (*Terminal Value*), prendendo a riferimento il profitto residuale dell'ultimo anno di piano e incrementando lo stesso con un tasso di crescita (*g*) pari all'1%, in base alle stime prospettiche sull'inflazione contenute nel *World Economic Outlook Database* datato aprile 2021.

Una volta determinato il flusso finanziario attribuibile al marchio in perpetuità, si procede al calcolo del valore attualizzato di tale flusso al termine del periodo di previsione (*Terminal Value*), secondo la formula:

$$TV = \frac{\text{Profitto residuale}_{TV}}{WACC - g}$$

nella quale vengono utilizzati quale tasso di attualizzazione il tasso WACC come sopra individuato ed il tasso di crescita *g* pari all'1%.

Da cui i seguenti risultati:

PROFITTO RESIDUALE NETTO (TV)	COSTO MEDIO PONDERATO (WACC)	TASSO DI CRESCITA ( <i>g</i> )	TERMINAL VALUE
150.341	6,826%	1%	2.580.460

Figura 98 – Calcolo del Terminal Value – marchio Delta

Definiti i profitti residuali netti del periodo di previsione esplicita ed il *Terminal Value* dopo tale periodo, si procede all'attualizzazione di tali importi sulla base del tasso di attualizzazione *WACC*.

ANNUALITÀ	PROFITTI RESIDUALI NETTI	TASSO DI ATTUALIZZAZIONE ( <i>WACC</i> )	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	PROFITTI RESIDUALI NETTI ATTUALIZZATI
2021	-128.335	6,826%	0,9361	-120.134
2022	-175.461	6,826%	0,8763	-153.754
2023	-96.090	6,826%	0,8203	-78.822
2024	43.042	6,826%	0,7679	33.043
2025	148.852	6,826%	0,7188	106.996
TV	2.580.460	6,826%	0,7188	1.854.853
<b>Sommatoria profitti residuali attualizzati (<math>\Sigma</math>)</b>				<b>1.642.182</b>

Figura 99 – Applicazione del Residual Profit Split – marchio Delta

La determinazione del valore intrinseco del marchio *Delta* derivante dall'applicazione della predetta formula, è quindi pari a:

$$W_m = \sum_1^t \frac{PR_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} = 1.642.182 \text{ €}$$

#### 4.4.3 Criterio delle transazioni comparabili

Nonostante i criteri valutativi dell'*income approach*, ovverosia i criteri relativi alla metodica del reddito, abbiano evidenziato dei valori pressoché vicini, confermando dunque l'attendibilità della valutazione, si è impiegato un criterio valutativo aggiuntivo, riconducibile ai multipli di transazioni comparabili, quale ulteriore valore di confronto e di controllo. Il criterio di valutazione riconducibile alle transazioni di mercato comparabili determina il valore del bene immateriale sulla base di multipli desunti da transazioni aventi per oggetto beni simili. A causa dell'eterogeneità dei beni immateriali, se necessario è opportuno procedere a rettificare i multipli per considerare quegli aspetti

che appartengono al bene oggetto di transazione e non al bene oggetto di valutazione e viceversa. Nel caso di specie è stata acquisita dalle Banche Dati specializzate una transazione di mercato, di data recente rispetto alla valutazione in essere, il cui marchio in oggetto è ritenuto ragionevolmente comparabile al marchio *Delta*. Il dettaglio della suddetta transazione include il multiplo di mercato dato dal rapporto tra il valore del marchio oggetto di transazione ed i relativi ricavi. Tale parametro si caratterizza per un forte nesso di causalità fra il numeratore del multiplo (il valore del marchio) e la variabile-chiave al denominatore (i ricavi attribuibili al marchio stesso). Questo nesso permette di spiegare il livello del multiplo in funzione delle variabili residue e di ricostruirne per tale via il valore fondamentale.

L'applicazione del criterio delle transazioni comparabili è sintetizzata dalla seguente formula:

$$W_m = \left[ \text{Multiplo} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right) \times \text{eventuali rettifiche} \right] \\ \times \text{Ricavi a marchio Delta}$$

Dove:

- $W_m$  è il valore del marchio *Delta*;
- $\text{Multiplo} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right)$  è il multiplo riferibile al marchio comparabile al marchio *Delta*, ricavato attraverso l'acquisizione della relativa transazione.

Di seguito si riportano le informazioni ricavate dalla transazione di mercato avente ad oggetto un marchio comparabile al marchio *Delta*:

	NAZIONE	ANNO	MULTIPLO MARCHIO/RICAVI
<b>TRANSAZIONE</b>	Stati Uniti (US)	2019	13,23 %

Figura 100 – Dettaglio transazione di mercato – marchio *Delta*

È altresì fondamentale tener conto che nella transazione di mercato considerata, si è stimato un valore di mercato dell'impresa acquisita e del relativo marchio, e quest'ultimo è stato valutato a vita utile indefinita. Ragion per cui, si è ritenuto opportuno non procedere ad alcuna rettifica del multiplo ottenuto, in quanto la vita utile del marchio *Delta* è anch'essa stimata in misura indefinita.

Ottenuto quindi il multiplo di mercato riferibile al marchio è altresì necessario individuare il dato dei ricavi a cui applicare il suddetto parametro. Essendo la configurazione di valore di mercato in questo parere valutativo finalizzata ad ottenere un valore di confronto rispetto al valore intrinseco prescelto, il multiplo è stato applicato nella sua versione *forward*, anche detta *leading*, prendendo a riferimento la variabile-chiave previsionale, ovverosia il dato dei ricavi a marchio *Delta* che si prevede saranno generati al termine del piano economico 2021-2025, pari ad Euro 12.092.026.

<b>Multiplo medio</b>	<b>13,23%</b>
<b>Ricavi a marchio previsionali</b>	<b>12.092.026</b>
<b>Valore del marchio <i>Delta</i></b>	<b>1.599.474</b>

Figura 101 – Applicazione criterio delle transazioni comparabili – marchio *Delta*

La determinazione del valore di mercato del marchio derivante dall'applicazione del criterio delle transazioni comparabili, è quindi pari a:

$$W_m = \left[ \text{Multiplo medio} \left( \frac{W_{\text{marchi comparabili}}}{\text{Ricavi}_{\text{marchi comparabili}}} \right) \times \text{eventuali rettifiche} \right] \\ \times \text{Ricavi a marchio } \Delta = \mathbf{1.599.474 \text{ €}}$$

\*\*\*

I tre criteri di valorizzazione prescelti hanno condotto ai seguenti risultati:

	<b>VALORE DEL MARCHIO <i>DELTA</i></b>
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI <i>ROYALTIES</i> NETTI</b>	€ 1.415.820,00
<b>CRITERIO DI ATTUALIZZAZIONE DEI PROFITTI RESIDUALI</b>	€ 1.642.182,00
<b>CRITERIO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI</b>	€ 1.599.474,00
<b>MEDIA</b>	<b>€ 1.552.492,00</b>

Figura 102 – Riepilogo dei valori – marchio *Delta*

I due valori emersi dai criteri legati alla metodica del reddito sono ragionevolmente vicini tra loro, tanto da poter costituire un fondato intervallo all'interno del quale collocare il più attendibile valore intrinseco attribuibile al marchio *Delta*. Il valore di mercato calcolato attraverso l'utilizzo di un multiplo, ricavato dalla transazione di mercato ad oggetto un marchio comparabile al marchio *Delta*, conferma e supporta tale intervallo. Il



parere valutativo ha dunque espresso quale valore più attendibile e congruo del marchio *Delta* il valore ottenuto dalla media dei tre criteri applicati al caso di specie.

Come si può evincere dai casi qui riportati, la valutazione di un marchio commerciale prescinde da un'analisi particolarmente approfondita, innanzitutto sulla reale esistenza del bene stesso, comprovata da un atto di registrazione o di deposito. Solamente dopo che è riconosciuta l'esistenza effettiva di un marchio e la sua centralità nel vantaggio competitivo generato in capo alla società che detiene tale bene, si può procedere alla valutazione. Data la peculiarità del bene oggetto di analisi poi, tutti i parametri e gli elementi fondamentali della valutazione devono essere esplicitati nel parere valutativo, in modo da permettere ad un terzo, una verifica sia dell'attendibilità dei dati presi in considerazione sia del processo logico che "guida" i passaggi della valutazione. Quanto ai metodi e ai criteri valutativi applicabili, il criterio per eccellenza adottato dalla prassi è rappresentato dal criterio del *Relief from Royalties*, ma una valorizzazione fondata dovrebbe utilizzare almeno due criteri valutativi in modo che il valore sia quanto più possibile attendibile e congruo. La scelta dei criteri deve per forza considerare le caratteristiche rilevanti del marchio, con particolare riferimento alla sua riproducibilità, nonché alla natura dei benefici che il marchio è in grado di generare in capo al titolare dello stesso (attuale o potenziale) e all'esistenza o meno di un mercato di riferimento. Va infine stimata la vita utile residua per definire la distribuzione nel tempo dei benefici futuri attesi generati dal marchio. La disponibilità di informativa di mercato nonché l'informativa trasmessa dalla società detentrici del marchio definiscono anch'esse la possibile applicazione di un criterio rispetto ad un altro. Ad esempio, il criterio dell'*Excess Earnings* è applicato sui dati previsionali sia economici ma anche patrimoniali di una società, in quanto si fonda sui contributi remunerativi delle altre componenti dell'attivo. Tale pianificazione, riprodotta in un classico *Business Plan*, non sempre è disponibile o facilmente producibile a seconda della realtà aziendale in oggetto. La stessa determinazione dei tassi di *royalty*, dei *benchmark* di mercato e dei multipli utilizzabili prescinde dalla disponibilità di dati di mercato, riferibili a transazioni aventi ad oggetto un marchio comparabile al marchio di specie. Le criticità di una valutazione di un marchio commerciale non sono poche, ma spetta all'esperienza e alle competenze del valutatore sopperire a queste lacune e cercare di utilizzare e analizzare al meglio le informazioni a sua disposizione in modo da attribuire un valore quanto più congruo e fondato al marchio.

## CONCLUSIONI

Giungendo al termine di questo elaborato, è possibile trarre delle conclusioni con riguardo ai temi trattati nei vari capitoli. In primis è stata evidenziata la crescita progressiva nel corso della storia recente dei beni intangibili, tra i quali rientrano i marchi commerciali, ed il ruolo considerevole che tali beni rappresentano nel valore complessivo – presente e futuro – delle entità che detengono gli stessi. Nel primo capitolo oltre a sottolineare le posizioni assunte, sotto il profilo degli *intangibles*, da parte dei principi contabili nazionali ed internazionali, si è data dimostrazione di quelle che sono le finalità economiche della valorizzazione dei beni intangibili e dei marchi, in particolar modo della più corretta rappresentazione e della maggiore informativa che tali poste attribuiscono ai bilanci delle società detentrici di queste risorse. L'attenzione poi si è focalizzata sugli aspetti fiscali connessi alla rivalutazione di questi beni, ai sensi delle più recenti disposizioni di legge. Queste ultime hanno alimentato l'interesse da parte degli imprenditori nel far emergere tali valori in bilancio, principalmente per due fattori: la convenienza fiscale data dall'aliquota d'imposta ridotta, pari al 3%, rispetto alle precedenti leggi di rivalutazione – in questo modo è possibile beneficiare del maggior valore rivalutato anche ai fini fiscali mediante il riconoscimento dei maggiori ammortamenti a riduzione dei redditi imponibili futuri – nonché dal fatto che, iscrivere in bilancio tali beni, comporta una rilevazione in contropartita di una riserva di patrimonio netto e, conseguentemente, si genera un apporto positivo all'equilibrio finanziario dell'impresa. La questione sulla possibilità o meno di rivalutare i beni, le cui spese non fossero mai state capitalizzate e quindi non presenti nello Stato Patrimoniale dell'impresa, hanno "frenato" inizialmente l'ottimismo di alcuni imprenditori. Tale incertezza è stata risolta grazie all'intervento dapprima dell'Organismo Italiano di Contabilità, nel documento interpretativo n. 7/2021, ed in seguito dall'intervento definitivo da parte dell'Agenzia delle Entrate, ammettendo la possibile rivalutazione ai fini fiscali anche dei beni mai iscritti a bilancio, estendendo il perimetro dei soggetti ammessi alla rivalutazione. Riconosciute dunque le ragioni contabili e fiscali dell'emersione in bilancio dei valori dei beni intangibili, si è proceduto ad approfondire tutto il lavoro e le analisi preliminari attribuite al valutatore, incaricato di definire un valore congruo e attendibile a questi beni intangibili. Processo che inevitabilmente risulta complesso data la natura stessa degli *asset* oggetto di valutazione. Prima di tutto, vanno analizzati tutti gli elementi

di base della valutazione specifica, ossia le competenze e l'esperienza di cui è dotato il soggetto valutatore, la base informativa a sua disposizione che fa da supporto alle sue analisi, la fattispecie di valore da ricercare – in coerenza con la configurazione di valore identificata dalla disciplina di legge di rivalutazione – alla quale poi si ricollegano i metodi ed i criteri valutativi applicabili. Definite quelle che sono le basi essenziali ad una valutazione di un marchio commerciale e le metodiche di valorizzazione riconosciute dalla prassi valutativa, il quarto e ultimo capitolo del presente elaborato è finalizzato a fornire degli esempi quantitativi, per dare evidenza dell'applicazione dei singoli criteri valutativi. Ciascuna valutazione ha preliminarmente verificato l'effettiva esistenza del marchio, la sua centralità nel vantaggio competitivo dell'impresa che lo detiene, nonché l'attenzione posta dalla stessa impresa nel mantenere ed accrescere la "forza" del marchio, mediante la diffusione e l'apprezzamento dello stesso nei confronti del mercato di riferimento. Le analisi proposte hanno poi identificato i criteri valutativi più corretti ai casi di specie – sviluppati concretamente in ciascuna fase del processo valutativo – cercando di dare dimostrazione dell'attendibilità dei dati e dei parametri considerati, nonché del processo logico-matematico che è stato intrapreso dal soggetto valutatore nel corso della valorizzazione del singolo marchio.

## BIBLIOGRAFIA

- BALDUCCI D. (2006), *La valutazione dell'azienda*, Nona edizione, Edizioni Fag, Milano
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (2002), *Il valore dell'impresa – Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 ORE, Milano
- GUATRI L., BINI M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano
- HEBERDEN T. (2018), *25% Rule: An Income-Based Rule of Thumb, Determination of Royalty Rates*, Partner Deloitte
- ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (2015), *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, EGEA, Milano
- POZZA L., CAVALLARO A. (2009), *Alla ricerca della dimostrabilità nelle valutazioni degli intangibili: la stima del royalty rate*, Estratto, Rivista dei Dottori Commercialisti, Giuffrè Editore, Milano
- RENOLDI A. (1992), *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, EGEA, Milano

## SITOGRAFIA

- AGENZIA DELLE ENTRATE (2016) *Chiarimenti in tema di Patent Box*, Circolare n. 11/E, in [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it)
- BINI M. (2019), *Introduzione alla valutazione degli intangibili e dei contratti di licenza*, ACB Valutazioni, Torino, in [www.jacobacci-law.com](http://www.jacobacci-law.com)
- BINI M., BRUGGER G., BUTTIGNON F., MARCELLO R., MASSARI M., PETRELLA G. (2019) *Tavola Rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende*, La Valutazione delle Aziende, Tavola Rotonda volume 2, dicembre 2019, in [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it)
- CASATI R. (2016), *Patent box: i metodi ed i criteri di calcolo del reddito agevolabile nel caso di uso diretto dei beni immateriali*, Il Diritto Industriale 6/2016, Wolters Kluwer Italia Srl, in [www.quantimethod.com](http://www.quantimethod.com)

DE MURI P. (2015) *Patent Box: l'applicazione della normativa italiana sul Patent Box*, ADACTA Tax & Legal, in [www.adacta.it](http://www.adacta.it)

DE PIRRO R. (2020) *Rivalutazione dei beni d'impresa alla prova della convenienza*, IPSOA Quotidiano, in [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it)

DUFF & PHELPS (2014), *Differences in returns between large and small companies in Europe*, Research, Duff & Phelps LLC, in [www.duffandphelps.com](http://www.duffandphelps.com)

GIANFRATE M., PAOLELLA C.M. (2018), *Metodologie di stima del reddito agevolabile, due casi pratici: CUP interno e Residual Profit Split*, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, in [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)

*I metodi di calcolo del reddito dei beni immateriali in ottica Patent Box – il Residual Profit Split* (2017), in [www.linkinnovation.network](http://www.linkinnovation.network)

*La determinazione del royalty rate negli accordi di licenza* (2010) Università degli Studi di Brescia, in [www.docplayer.it](http://www.docplayer.it)

*La nuova Rivalutazione dei beni d'impresa e delle partecipazioni 2020* (2021), FISCO e TASSE, in [www.fiscoetasse.com](http://www.fiscoetasse.com)

*La valutazione degli intangible assets secondo gli International Valuation Standards*, Studio Fazzini, in [www.studiofazzini.it](http://www.studiofazzini.it)

*L'iscrizione nel bilancio di esercizio di marchi ed avviamento* (2015) Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Ravenna, in [www.odcec-ra.it](http://www.odcec-ra.it)

ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (2015), *La stima del contributo economico dei beni immateriali usati direttamente ai fini del regime di Patent box: riflessioni per gli esperti di valutazione*, bozza di discussione paper, in [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it)

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ (2017), *Principi Contabili, Immobilizzazioni Immateriali, OIC 24*, in [www.fondazioneoic.eu](http://www.fondazioneoic.eu)

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ (2021), *Documento Interpretativo 7, Aspetti contabili della rivalutazione dei beni d'impresa e delle partecipazioni*, OIC, marzo 2021, in [www.fondazioneoic.eu](http://www.fondazioneoic.eu)

*Profitability and royalty rates across industries: some preliminary evidence* (2012), KPMG, in [assets.kpmg](http://assets.kpmg)

*Profit Split in Trademark Valuation* (2014), MARKABLES, in [www.markables.net](http://www.markables.net)

*Rivalutazione beni d'impresa: un'opportunità da cogliere* (2021) in [www.paolosoro.it](http://www.paolosoro.it)

*Rivalutazione dei beni d'impresa art. 110 del DL 104/2020* (2020), Scheda di aggiornamento, Eutekne, dicembre 2020, in [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)

*Rivalutazione dei beni d'impresa, ecco i vantaggi* (2021), CONFAPIMILANO, in [www.confapimilano.it](http://www.confapimilano.it)

ROVERE E. (2015), *Aspetti pratici della valutazione degli intangibili in situazioni di crisi aziendale e nell'ambito fiscale*, Pirola Pennuto Zei & Associati, ANDAF, Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari, in [www.piolapennutozei.it](http://www.piolapennutozei.it)

*Royalty Rate Industry Summary Reports Overview* (2020), in [www.selfserve.royaltysource.com](http://www.selfserve.royaltysource.com)

SANTINI R. (2015), *La valutazione degli intangibili nel Patent Box*, Leonelli – Santini & Partners, Dottori Commercialisti – Revisori Contabili, in [www.theseusconsulting.it](http://www.theseusconsulting.it)

VALENTE P. (2013), *Transfer pricing: criteri di comparabilità e analisi di benchmark*, *Fiscalità e Commercio Internazionale* n. 6/2013, in [valente-geb.squarespace.com](http://valente-geb.squarespace.com)

VENTURI F., CABIBBO S. (2019) *Il Patent Box: riflessioni alla luce dei primi accordi siglati*, *Rivista della Guardia di Finanza* n.1 2019, in [www.gdf.gov.it](http://www.gdf.gov.it)

VIGNALE F. (2018) *Metodologie di determinazione del contributo economico ascrivibile all'utilizzo dei beni intangibili agevolabili*, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova, in [www.odcecge.it](http://www.odcecge.it)