

# COME CALCOLARE IL VALORE DI UN MARCHIO

Bilancio

Cessione

Valorizzazione Finanziaria

Licenza

ANDREA VESTITA

*SYNTAGMA DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI*

# AMBITO DELLA TRATTAZIONE

L'ambito della presente trattazione è limitato ai marchi sviluppati e posseduti da imprese.

Non viene esaminata, pertanto, la problematica della loro valutazione in capo a possessori diversi, quali Università, Enti pubblici, Enti no-profit e privati.

# CONCETTO DI VALORE DI UN MARCHIO (1)

Un marchio possiede un valore economico se e in quanto questo sia misurabile in termini monetari.

Concetti come «valore strategico», «valore tecnologico», «valore d'immagine» e simili individuano concetti extra-economici o incapacità di produrre una misurazione accettabile.

# CONCETTO DI VALORE DI UN MARCHIO (2)

Un marchio è un investimento aziendale.

Il valore di un marchio è pertanto pari al valore attuale netto dei flussi di cassa attendibili nel corso della vita utile del marchio stesso.

I flussi di cassa comprendono sia quelli positivi (ricavi e disinvestimenti) sia quelli negativi (costi e investimenti).

L'attualizzazione avviene utilizzando un tasso «di mercato» che consenta di remunerare adeguatamente i rischi sostenuti e i capitali impegnati.

# IL MARCHIO COME INVESTIMENTO

Da un punto di vista aziendale, un marchio è un investimento come un altro, e come tale, ne vanno stimati meritevolezza e valore.

Un marchio è meritevole d'investimento quando il suo valore attuale netto NPV sia (rilevantemente) maggiore di zero.

# IL BUSINESS PLAN (1)

Lo strumento indispensabile per valutare un marchio è il *business plan* (BP) suo e dei prodotti che lo veicolano.

Il BP di un marchio e dei prodotti che lo veicolano non è altro che una parte del BP dell'intera impresa.

Il BP del marchio e dei prodotti che lo veicolano può essere effettuato in molte maniere e secondo molte scuole. Quello qui presentato non è certo la forma più recente, ma ha il pregio di essere ancora universalmente accettato e di essere immediatamente comprensibile anche a un pubblico non specialistico.

Esso è stato sviluppato negli anni '70 e '80 dal Prof. Michael Porter della Harvard Business School.

# IL BUSINESS PLAN (2)

In linea di massima, il BP di un marchio e dei prodotti che lo veicolano si compone di nove punti logici ed espositivi:

- 1) Cenni generali sul settore industriale: andamento degli ultimi anni e sviluppi previsti nei prossimi anni
- 2) Analisi concorrenziale del settore industriale
- 3) Analisi strategica del settore industriale
- 4) Analisi strategica dell'impresa
- 5) Posizionamento strategico dell'impresa
- 6) Minacce e opportunità del settore in genere e all'interno dei raggruppamenti strategici
- 7) Strategie di sviluppo e di marketing
- 8) Principali investimenti necessari per mettere in atto le future strategie d'impresa: quantificazione numerica (budget)
- 9) Principali costi e ricavi conseguibili attraverso il perseguimento delle future strategie: quantificazione numerica (budget)

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (1)

Lo strumento principale per la quantificazione degli investimenti, dei costi e dei ricavi è il *budget*.

Il *budget* non è un *forecast*, ovvero una previsione nel vero senso della parola, bensì è l'evidenziazione di cosa succederebbe ove si verificassero delle ipotesi standard precedentemente formalizzate.

Nel caso in parola, le ipotesi standard sono state formalizzate nell'analisi concorrenziale e strategica sopra meglio argomentata.

È comunque evidente che, per essere significativo, un budget non può limitarsi a un singolo *set* di ipotesi standard, ma dovrà considerarne almeno tre: uno pessimistico, uno ottimistico e uno «normale». Dovrà poi attribuire a ognuno di essi un peso probabilistico, al fine di consentire al management e agli analisti di comprendere in quale ipotesi stia viaggiando la gestione corrente dell'asset IP e dei prodotti che lo veicolano.



# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (2)

Un *budget* è sostanzialmente una rappresentazione di flussi (cassa, investimenti, costi, ricavi, etc.). Ai fini di una efficace rappresentazione economico finanziaria, pertanto, deve essere ben chiaro quali flussi devono essere considerati (e quali no).

Il *budget* deve essere pertanto preceduto da una breve nota esplicativa che chiarifichi i criteri di redazione, con speciale menzione delle tre regole che seguono.

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (3)

Si devono considerare tutti e soli i flussi incrementali. Il pericolo più grande è quello di confondere i flussi “medi” con quelli “incrementali”. In particolare, se si sta valutando un investimento incrementativo di linee produttive già esistenti, si corre il rischio di introdurre nei calcoli le quote dei costi comuni (secondo logiche di contabilità gestionale) già sostenuti per gli investimenti esistenti.

Includere sempre tutti i flussi incidentali. In altre parole, se i nuovi investimenti modificano i flussi relativi ad investimenti già esistenti e interrelati, occorrerà tenere conto anche di questi ultimi. Ad esempio, un'azienda che stia valutando la possibilità di produrre e vendere un nuovo tipo di letto, dovrà imputare a esso anche i flussi derivanti dalla produzione e vendita di materassi, coperte, biancheria, etc.

I flussi sono quelli attesi, non quelli modali. I flussi modali sono quelli più probabili, mentre quelli attesi sono una media di tutti i flussi possibili, ponderati secondo le rispettive probabilità di verificarsi. Se, ad esempio, si stima che un dato investimento abbia una possibilità del 20% di rendere € 100, una possibilità del 30% di rendere € 500 e una possibilità del 50% di rendere € 200, il rendimento atteso sarà di € 270, contro un rendimento modale di € 200.

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (4)

Immobilizzazioni immateriali	185	206	227	248	269	290	311	332	353	374
Immobilizzazioni materiali	29.727	32.203	34.679	37.155	39.631	42.107	44.583	47.059	49.535	52.011
Immobilizzazioni finanziarie	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
<b>TOTALE IMM.NI LORDE</b>	<b>29.958</b>	<b>32.455</b>	<b>34.952</b>	<b>37.449</b>	<b>39.946</b>	<b>42.443</b>	<b>44.939</b>	<b>47.436</b>	<b>49.933</b>	<b>52.430</b>
Fondo amm.to materiali	-11.975	-12.972	-13.970	-14.967	-15.965	-16.962	-17.960	-18.957	-19.954	-20.952
<b>TOTALE IMM.NI NETTE</b>	<b>17.983</b>	<b>19.482</b>	<b>20.982</b>	<b>22.481</b>	<b>23.981</b>	<b>25.480</b>	<b>26.980</b>	<b>28.479</b>	<b>29.979</b>	<b>31.478</b>
Crediti infrutt. a m/l	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
<b>TOTALE ATTIVITA' A M/L</b>	<b>18.383</b>	<b>19.882</b>	<b>21.382</b>	<b>22.881</b>	<b>24.381</b>	<b>25.880</b>	<b>27.380</b>	<b>28.879</b>	<b>30.379</b>	<b>31.878</b>
Rimanenze	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Crediti infrutt. a breve	27.615	28.908	30.201	31.494	32.787	34.081	35.374	36.667	37.960	39.253
<b>TOTALE ATTIVITA' A BREVE</b>	<b>27.615</b>	<b>28.908</b>	<b>30.201</b>	<b>31.494</b>	<b>32.787</b>	<b>34.081</b>	<b>35.374</b>	<b>36.667</b>	<b>37.960</b>	<b>39.253</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>45.997</b>	<b>48.790</b>	<b>51.583</b>	<b>54.375</b>	<b>57.168</b>	<b>59.961</b>	<b>62.754</b>	<b>65.546</b>	<b>68.339</b>	<b>71.132</b>
Patrimonio Netto	-19.104	-20.444	-21.785	-23.126	-24.466	-25.807	-27.148	-28.488	-29.829	-31.170
Finanziamenti	-8.990	-9.621	-10.252	-10.883	-11.514	-12.145	-12.775	-13.406	-14.037	-14.668
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>-28.094</b>	<b>-30.065</b>	<b>-32.037</b>	<b>-34.008</b>	<b>-35.980</b>	<b>-37.952</b>	<b>-39.923</b>	<b>-41.895</b>	<b>-43.866</b>	<b>-45.838</b>
Fondi diversi	-547	-643	-738	-834	-929	-1.024	-1.120	-1.215	-1.311	-1.406
Fondo TFR	-741	-788	-834	-881	-927	-974	-1.020	-1.067	-1.114	-1.160
<b>TOTALE FONDI</b>	<b>-1.288</b>	<b>-1.430</b>	<b>-1.572</b>	<b>-1.714</b>	<b>-1.856</b>	<b>-1.998</b>	<b>-2.140</b>	<b>-2.282</b>	<b>-2.424</b>	<b>-2.566</b>
<b>TOTALE PASSIVITA' A M/L</b>	<b>-1.288</b>	<b>-1.430</b>	<b>-1.572</b>	<b>-1.714</b>	<b>-1.856</b>	<b>-1.998</b>	<b>-2.140</b>	<b>-2.282</b>	<b>-2.424</b>	<b>-2.566</b>
Debiti infrutt. a breve	-16.615	-17.294	-17.974	-18.653	-19.332	-20.011	-20.690	-21.369	-22.048	-22.728
<b>TOTALE PASSIVITA' A BREVE</b>	<b>-16.615</b>	<b>-17.294</b>	<b>-17.974</b>	<b>-18.653</b>	<b>-19.332</b>	<b>-20.011</b>	<b>-20.690</b>	<b>-21.369</b>	<b>-22.048</b>	<b>-22.728</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>-45.997</b>	<b>-48.790</b>	<b>-51.583</b>	<b>-54.375</b>	<b>-57.168</b>	<b>-59.961</b>	<b>-62.754</b>	<b>-65.546</b>	<b>-68.339</b>	<b>-71.132</b>

ANDREA VESTITA

SYNTAGMA DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (5)

Ricavi e proventi diversi	52.544	57.070	61.596	66.122	70.649	75.175	79.701	84.227	88.753	93.280
Rimanenze iniziali	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rimanenze finali	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>VALORE PRODUZIONE</b>	<b>52.544</b>	<b>57.070</b>	<b>61.596</b>	<b>66.122</b>	<b>70.649</b>	<b>75.175</b>	<b>79.701</b>	<b>84.227</b>	<b>88.753</b>	<b>93.280</b>
Materie prime, suss. ecc.	-1.790	-1.944	-2.099	-2.253	-2.407	-2.561	-2.715	-2.870	-3.024	-3.178
Servizi e god. beni di terzi	-35.662	-38.541	-41.419	-44.297	-47.176	-50.054	-52.932	-55.810	-58.689	-61.567
Stipendi e oneri sociali	-5.328	-5.712	-6.096	-6.480	-6.863	-7.247	-7.631	-8.015	-8.399	-8.783
Accantonamento TFR	-184	-197	-210	-223	-237	-250	-263	-276	-289	-303
Ammortamenti immateriali	-52	-58	-64	-70	-76	-82	-88	-94	-100	-106
Ammortamenti materiali ord.	-1.736	-1.880	-2.025	-2.170	-2.314	-2.459	-2.603	-2.748	-2.892	-3.037
Ammortamenti materiali ant..	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Svalutazioni diverse	-109	-119	-129	-139	-149	-158	-168	-178	-188	-198
Accantonamenti diversi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oneri diversi	-482	-505	-529	-553	-576	-600	-624	-647	-671	-695
<b>COSTI DI PRODUZIONE</b>	<b>-45.343</b>	<b>-48.957</b>	<b>-52.570</b>	<b>-56.184</b>	<b>-59.798</b>	<b>-63.411</b>	<b>-67.025</b>	<b>-70.639</b>	<b>-74.252</b>	<b>-77.866</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>7.201</b>	<b>8.113</b>	<b>9.026</b>	<b>9.938</b>	<b>10.851</b>	<b>11.764</b>	<b>12.676</b>	<b>13.589</b>	<b>14.501</b>	<b>15.414</b>
<b>GESTIONE FINANZIARIA</b>	<b>-539</b>	<b>-605</b>	<b>-646</b>	<b>-687</b>	<b>-728</b>	<b>-769</b>	<b>-810</b>	<b>-851</b>	<b>-892</b>	<b>-933</b>
<b>RISULTATO TIPICO</b>	<b>6.662</b>	<b>7.509</b>	<b>8.380</b>	<b>9.252</b>	<b>10.123</b>	<b>10.995</b>	<b>11.866</b>	<b>12.738</b>	<b>13.609</b>	<b>14.481</b>
<b>GESTIONE STRAORDINARIA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>6.662</b>	<b>7.509</b>	<b>8.380</b>	<b>9.252</b>	<b>10.123</b>	<b>10.995</b>	<b>11.866</b>	<b>12.738</b>	<b>13.609</b>	<b>14.481</b>

ANDREA VESTITA

SYNTAGMA DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (6)

Risultato operativo	7.201	8.113	9.026	9.938	10.851	11.764	12.676	13.589	14.501	15.414
Gestione straordinaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>7.201</b>	<b>8.113</b>	<b>9.026</b>	<b>9.938</b>	<b>10.851</b>	<b>11.764</b>	<b>12.676</b>	<b>13.589</b>	<b>14.501</b>	<b>15.414</b>
Variazione immobilizzazioni nette	-242	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500	-1.500
Variazione fondi diversi	138	142	142	142	142	142	142	142	142	142
Variazione debiti/crediti infrutt. a m/l	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variazione rimanenze	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variazione debiti/crediti infrutt. a breve	-378	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614	-614
Rivalutazioni/Svalutazioni	10	119	129	139	149	158	168	178	188	198
<b>FREE CASH FLOW (ante imposte)</b>	<b>6.745</b>	<b>6.261</b>	<b>7.183</b>	<b>8.106</b>	<b>9.028</b>	<b>9.950</b>	<b>10.873</b>	<b>11.795</b>	<b>12.718</b>	<b>13.640</b>

ANDREA VESTITA

SYNTAGMA DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

# QUANTIFICAZIONE INVESTIMENTI, COSTI E RICAVI (7)

In molti casi è difficile separare i flussi d'investimenti, costi e ricavi del marchio rispetto a quelli del ramo d'azienda che produce i prodotti che lo incorporano.

In questi casi è prassi ricorrere alle tecniche consigliate dall'OCSE ai fini fiscali della determinazione dei prezzi di trasferimento transfrontalieri (transfer price).

Tali tecniche sono anche quelle utilizzate in sede di *Patent Box* proprio ai fini della determinazione del contributo economico dell'asset IP alla formazione dell'utile dei prodotti che lo incorporano.

# LA STIMA DEL VALORE DI UN MARCHIO

Le configurazioni di valore di un marchio sono molteplici e traggono le loro diversità dalla diversa funzione e scopo che sono chiamate a significare.

Le principali finalità delle stime di valore di un marchio sono le seguenti:

- Bilancio
- Cessione/Acquisto
- Garanzia su finanziamento
- Business combination
- Licenza

# LA STIMA DEL VALORE DI UN MARCHIO AI FINI DEL BILANCIO D'ESERCIZIO (1)

La valutazione base per tutte le finalità è quella di bilancio, all'interno dei principi contabili internazionali IAS – IFRS.

Il principio cardine è quello per cui un marchio non può essere iscritto in bilancio a un valore superiore a quello del costo storico, ammortizzato per quote costanti nell'arco della vita economica stimata.

Il costo storico è formato dai costi di acquisizione, R&S, registrazione e mantenimento, etc.

Può essere iscritto in bilancio un valore superiore a quello di costo storico in occasione delle cd. *business combination*, dove l'emersione contabile delle plusvalenze latenti degli asset aziendali obbliga all'esposizione in bilancio dei «veri» valori economici.



# LA STIMA DEL VALORE DI UN MARCHIO AI FINI DEL BILANCIO D'ESERCIZIO (2)

La sede ove emergono le problematiche valutative di bilancio più interessanti è quella di stima annuale effettuata ai fini del cd. *Impairment Test*. Quest'ultimo è finalizzato a stabilire se i valori degli asset (IP e non) iscritti in bilancio siano pienamente giustificati o se siano eccessivi e, come tali, debbano essere svalutati.

Un asset (IP e non) deve essere svalutato quando il valore iscritto in bilancio è superiore al cd. *recoverable amount*.

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (1)

Il *recoverable amount* di un marchio è definito (IFRS 36) come il più elevato fra:

- il corrispettivo al quale il marchio può essere scambiato tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti alla data di misurazione (il c.d. *fair value*)
- il valore attuale netto dei flussi di cassa – o altri benefici economici – che il marchio genera per lo specifico proprietario secondo lo specifico uso cui è destinato (il c.d. *value in use*)

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (2)

Il *fair value* è calcolabile solo in presenza di un *mercato attivo* del marchio.

Un mercato è considerato *attivo* quando esistono tutte le seguenti condizioni:

- gli elementi commercializzati sul mercato risultano omogenei
- acquirenti e venditori disponibili possono essere normalmente trovati in qualsiasi momento
- i prezzi sono disponibili al pubblico

Com'è facile immaginare, i casi di marchi che possono vantare un *mercato attivo* sono assai rari.

In linea di massima, pertanto, il *recoverable amount* di un marchio coinciderà col suo *value in use*.

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (3)

I seguenti elementi devono essere riflessi nel calcolo del *value in use* di un marchio:

- una stima della vita utile del marchio
- una stima dei flussi finanziari futuri che si prevede derivino dal marchio
- aspettative in merito a possibili variazioni del valore o dei tempi di tali flussi finanziari
- il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso corrente di interesse privo di rischio di mercato
- il prezzo di assumersi l'incertezza implicita nell'attività
- altri fattori, quali la mancanza di liquidità, che coloro che partecipano al mercato rifletterebbero nei prezzi dei flussi finanziari futuri che l'entità si aspetta di ottenere dall'attività

Le stime dei flussi finanziari futuri devono includere:

- le proiezioni dei flussi finanziari in entrata derivanti dall'uso continuativo del marchio
- le proiezioni dei flussi finanziari in uscita che si verificano necessariamente per generare flussi finanziari in entrata dall'uso continuativo del marchio (inclusi i flussi finanziari in uscita per rendere l'attività utilizzabile) e che possono essere direttamente attribuiti o ripartiti all'attività in base a un criterio ragionevole e coerente
- i flussi finanziari netti, qualora esistano, che saranno ricevuti (o pagati) per la dismissione dell'attività alla fine della sua vita utile

Le stime dei flussi finanziari futuri non devono includere:

- i flussi finanziari in entrata o in uscita derivanti da attività di finanziamento
- pagamenti o rimborsi d'imposta

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (4)

I flussi finanziari da attualizzare – relativi al marchio – sono normalmente individuati coi seguenti metodi alternativi

- Metodo del *premium price* (o dei risultati differenziali): alla sua base sta la considerazione che il marchio sia all'origine di specifici e misurabili vantaggi da stimare in via differenziale rispetto a situazioni "medie" o "normali" di concorrenti privi di marchio. Il reddito differenziale va ovviamente misurato guardando sia ai ricavi sia ai costi
- Metodo dello sgravio delle *royalty* (Relief from Royalties): alla sua base sta la considerazione che un'azienda sarebbe costretta a remunerare il legittimo proprietario del marchio se non possedesse il diritto a utilizzarlo. Dato che la proprietà del marchio solleva l'azienda dall'obbligo del pagamento delle relative *royalty*, le prestazioni economico-finanziarie della società migliorano nella misura in cui tali pagamenti vengono evitati. La *royalty* è generalmente espressa come una percentuale dei ricavi lordi, che sia ragionevolmente compatibile coi tassi di *royalty* vigenti sul mercato.

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (5)

In alcuni casi, è impossibile calcolare il contributo finanziario apportato dal marchio, sia col metodo del *premium price* sia con quello del *royalty relief*. Sono casi tipici i marchi appena registrati o quelli scarsamente utilizzati per lungo tempo, per i quali spesso non si riesce a estrapolare un ragionevole piano finanziario, né a individuarne un possibile prezzo di vendita.

In questi casi il *recoverable amount* sarà considerato pari al *costo di riproduzione*, ovvero alla sommatoria dei costi – a valori attuali – che l'impresa dovrebbe sostenere per riprodurre da zero il marchio in esame.

Nella pratica professionale si tende a restringere il più possibile l'applicazione del metodo in parola in quanto esso, in sostanza, costituisce una vera e propria rinunzia alla valutazione di stima.

# LA VALUTAZIONE DI BILANCIO: IL *RECOVERABLE AMOUNT* (6)

Il metodo del *Royalty Relief* è il più diffuso e consigliato dai principi IAS – IFRS ai fini dell'*Impairment Test*.

Tuttavia, il suo pregio è anche il suo maggior limite: la prudenza della valutazione.

In sostanza, infatti, il metodo del *Royalty Relief* è un caso particolare del *Premium Price*: in una *Royalty Company*, difatti, i due criteri coincidono.

La prudenzialità della stima col metodo del *Royalty Relief* discende dal fatto che la royalty, tipicamente, monetizza in capo al titolare soltanto una quota del maggior reddito consentito dal prodotto brevettato rispetto a un prodotto *unpatented*.

In una normale azienda industriale, invece, si investe in R&S proprio per beneficiare dell'intero plusvalore del marchio sui prodotti aziendali che lo veicolano.

Il metodo di gran lunga più utilizzato in presenza di *business combinations*, acquisizioni e altre situazioni in cui nel bilancio si riflettano valori di mercato, pertanto, è quello del *premium price* e ad esso ci si riferisce nella presente trattazione.

# IL METODO DEL *PREMIUM PRICE* (1)

I flussi finanziari sono quelli derivanti dal BP del solo marchio, come sopra meglio argomentato.

Rimane pertanto da quantificare il tasso a cui attualizzare i flussi di cassa attesi dal marchio.

Detto tasso sarà funzione di:

- Il tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio
- Il tasso di remunerazione richiesto dai creditori finanziatori
- Il tasso remunerazione del generico rischio d'impresa sopportato dagli investitori in capitale di rischio
- Un coefficiente di adeguamento al rischio effettivamente sopportato dagli investitori nel particolare settore industriale in cui è inserito l'asset IP



# IL METODO DEL *PREMIUM PRICE* (2)

Dal momento che imprese e investimenti si finanziano con capitale sia di debito sia di rischio, il tasso di attualizzazione dovrà riflettere sia i tassi (bancari o altro) a cui è possibile indebitarsi, sia i tassi richiesti dagli investitori in capitale di rischio.

Il tasso di attualizzazione, universalmente conosciuto come **wacc** (Weighted Average Cost of Capital), sarà pertanto così espresso:

$$\mathbf{wacc} = \mathbf{b} \frac{\mathbf{D}}{\mathbf{TC}} + (\mathbf{i} + \beta\mathbf{y}) \frac{\mathbf{E}}{\mathbf{TC}}$$

Dove:

**i** = tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio

**y** = tasso remunerazione del generico rischio d'impresa sopportato dagli investitori in capitale di rischio

**β** = coefficiente di adeguamento al rischio effettivamente sopportato dagli investitori nel particolare settore industriale in cui è inserito l'asset IP

**b** = tasso del capitale di debito

**D** = totale debito finanziario dell'impresa / ramo d'azienda (valore di mercato)

**E** = totale patrimonio netto dell'impresa / ramo d'azienda (valore di mercato)

**TC** = D + E

# IL METODO DEL *PREMIUM PRICE* (3)

Le fonti dove rinvenire le componenti del *wacc* sono le seguenti:

**i:** trattandosi, in sostanza, del tasso di remunerazione dei titoli di Stato ritenuti privi di rischio, le pubblicazioni de *Il Sole – 24 Ore* sono assolutamente adeguate

**y:** le statistiche di borsa delle più prestigiose università del mondo indicano un valore attorno al 6% per le imprese medio-grandi. Bloomberg, però, pubblica dati suddivisi per nazione che, in linea di massima, danno valori ben più alti

**β:** è rinvenibile nelle analisi dei dati borsistici delle principali agenzie d'informazione del mondo. *Reuters*, per esempio, dà pubblico accesso ai  $\beta$  di tutti i titoli azionari oggetto di analisi, nonché dei  $\beta$  dei relativi settori industriali

**b:** è rinvenibile dai bilanci societari, o dalle condizioni praticate dalle banche, o dai tassi obbligazionari correnti per il settore in esame e pubblicati su quotidiani e riviste specializzati

**D, E e TC:** sono rinvenibili dai bilanci o dai budget societari

# IL METODO DEL *PREMIUM PRICE* (4)

In formule, il valore del marchio secondo il metodo del *premium price* sarà così esprimibile:

$$NPV = \sum_{n=1 \rightarrow T} C_{out} \frac{1}{(1 + wacc)^n} + C_{in} \frac{1}{(1 + wacc)^n}.$$

Dove:

- NPV = valore attuale netto del marchio
- $C_{out}$  = valore dei flussi di cassa in uscita per investimenti e costi
- $C_{in}$  = valore dei flussi di cassa in entrata per ricavi e disinvestimenti

In linea di massima, i  $C_{out}$  e i  $C_{in}$  vengono «riassunti» annualmente nel *free cash flow* (FCF) al lordo delle imposte, come esemplificato nelle slide precedenti.

# IL METODO DEL *ROYALTY RELIEF* (1)

Esso differisce dal metodo del *premium price* soltanto per i flussi finanziari che vengono attualizzati. La formula è pertanto la medesima:

$$NPV = \sum_{n=1 \rightarrow T} C_{out} \frac{1}{(1 + wacc)^n} + C_{in} \frac{1}{(1 + wacc)^n}.$$

Dove:

- NPV = valore attuale netto del marchio
- $C_{out}$  = valore dei costi che dovrei sostenere per acquisire e mantenere la licenza
- $C_{in}$  = valore delle royalty « risparmiate »

# IL METODO DEL *ROYALTY RELIEF* (2)

Nel metodo del *royalty relief* il problema fondamentale è la determinazione del tasso di royalty. Esso deve essere determinato pari al tasso che il titolare avrebbe concordato con un terzo, in una contrattazione *arm's length* in condizioni d'indipendenza, secondo gli usi normalmente correnti nel mercato dei prodotti veicolanti il marchio in esame.

In linea di massima, la royalty è pari a una percentuale del fatturato ed è desunta sulla base dei seguenti criteri:

- Royalty applicate in contratti di licenza riguardanti il medesimo marchio
- Royalty applicate in contratti di licenza riguardanti marchi assimilabili
- Royalty medie desunte da studi e ricerche per marchi assimilabili
- La *25% rule*, ovvero la regola empirica (contestatissima, ma applicata dalla giurisprudenza in mancanza di meglio) che le royalty tendono statisticamente ad addensarsi intorno al 25% del margine operativo lordo sulle vendite o dell'EBITDA, a seconda degli autori

# IL METODO DEL *ROYALTY RELIEF* (3)

Succede spesso che non si riesca a stabilire una precisa royalty «di mercato», bensì solo l'intervallo all'interno del quale essa si trova, di cui sono noti il minimo e il massimo. Ove tale «forchetta» comporti differenze economiche talmente elevate da non consentire una soluzione di continuità, si ricorre al cd. *Georgia Pacific Test*.

Si tratta di un test in 15 punti che consente di posizionarsi con una certa precisione all'interno dell'intervallo dato o, almeno, di rendere evidenti le motivazioni per cui si è ritenuto di assumere il valore prescelto.

# VALUTAZIONI DI BILANCIO

## E VALUTAZIONI AVENTI DIVERSE FINALITÀ

Le valutazioni di bilancio sopra meglio argomentate, pur con i rispettivi limiti, danno una quantificazione delle due principali configurazioni di valore di un marchio:

1. Il valore realizzabile sul mercato (il *fair value*)
2. Il valore soggettivo per il titolare (il *value in use*)

È pertanto chiaro che tutte le valutazioni aventi altre finalità dovranno comunque riferirsi alle valutazioni di bilancio come punto di partenza, prima di effettuare le considerazioni specifiche del caso.

# VALUTAZIONE AI FINI DELLA CESSIONE (1)

Abbiamo sopra argomentato della difficoltà – e spesso impossibilità – a reperire degli attendibili valori correnti sul mercato per i marchi.

Le valutazioni su cui basare una trattativa di cessione saranno pertanto basate principalmente su:

- *value in use* dell'acquirente
- *value in use* del venditore

Ognuna delle parti dovrà essere in grado, almeno, di stimare entrambi i valori. In altre parole, entrambe le parti dovranno essere dotate di un BP per il marchio oggetto di scambio e dovranno essere in grado di presumere quale possa essere il BP della controparte.



# VALUTAZIONE AI FINI DELLA CESSIONE (2)

Il venditore dovrà conoscere il *value in use* per l'acquirente perché:

- se esso è superiore al proprio, tratterà a partire dal *value in use* del compratore, senza però scendere al disotto del proprio
- se esso è inferiore al proprio, non inizierà neanche la trattativa

Presumibilmente quindi, se le parti sono «informate», la trattativa si chiuderà su un prezzo intermedio fra il *value in use* per l'acquirente e quello del venditore, a patto che il primo sia superiore o uguale al secondo.

# VALUTAZIONE AI FINI DELLA CESSIONE (3)

L'acquirente dovrà conoscere il *value in use* per il venditore perché:

- se esso è inferiore al proprio, tratterà a partire dal *value in use* del venditore, senza però salire al disopra del proprio
- se esso è superiore al proprio, non inizierà neanche la trattativa

Presumibilmente quindi, se le parti sono «informate», la trattativa si chiuderà su un prezzo intermedio fra il *value in use* per l'acquirente e quello del venditore, a patto che il primo sia superiore o uguale al secondo.

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (1)

La valorizzazione finanziaria di un marchio consiste nella sua destinazione a garanzia di un finanziamento, sia in capitale di rischio che di debito, con costituzione di pegno o altri «pesi» sul marchio stesso.

La valutazione del marchio utilizzata in queste occasioni coincide con quella di bilancio ai fini dell'*Impairment Test*, come sopra meglio analizzata.

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (2)

Come in ogni costituzione di pegno o altri pesi, il valore del marchio costituisce garanzia per un importo fortemente svalutato rispetto al valore effettivo, al fine di rendere massimamente certa la soddisfazione delle ragioni del creditore in caso di escussione.

Indipendentemente dal valore intrinseco, le caratteristiche del marchio incidono in modo fondamentale sulla sua idoneità a essere oggetto di valorizzazione finanziaria e sul tipo di finanziamento che supporta.

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (3)

Occorre innanzi tutto distinguere due macro fasi di maturità dell'asset IP:

- marchio in start-up
- marchio “consolidato”, ovvero già presente sul mercato in modo stabile

Nel primo caso, solitamente il valore intrinseco è molto basso e lo sviluppo del marchio è indistinguibile dallo sviluppo dell'intero ramo d'azienda che identifica. Il marchio in start up non è pertanto idoneo a essere oggetto di valorizzazione finanziaria.

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (4)

Nel caso di marchio consolidato, in cui il valore del marchio è consistente e dotato di una propria individualità economica rispetto al ramo d'azienda, occorrerà considerare che il mix equity/debito e le relative fonti di finanziamento risentono principalmente dal tipo di sviluppo prescelto:

- sviluppo “continuo”
- sviluppo “discontinuo”

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (5)

Nel caso dello sviluppo continuo, questo avviene solitamente senza M&A di rilievo e utilizzando le seguenti fonti di finanziamento:

## Equity:

- normalmente: da socio di maggioranza, anche tramite utili non distribuiti
- più raramente: nuovi soci imprenditori, generalmente di minoranza
- sui mercati finanziari: titoli azionari prevalentemente destinati all'intermediazione da parte investitori istituzionali a causa della scarsa liquidità dei segmenti dedicati alle PMI

## Debito:

- rilevante componente “autofinanziamento”
- fonti finanziarie con maturity adeguata agli investimenti
- in Italia: netta prevalenza del credito bancario rispetto all'emissione di titoli obbligazionari
- sui mercati finanziari: titoli obbligazionari prevalentemente destinati all'intermediazione da parte investitori istituzionali a causa della scarsa liquidità dei segmenti dedicati alle PMI

# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (6)

Nel caso dello sviluppo discontinuo, questo avviene spesso con M&A di rilievo e utilizzando le seguenti fonti di finanziamento:

## Equity:

- normalmente: da soci imprenditori sia di maggioranza che di minoranza, spesso nuovi
- più raramente: investitori istituzionali finanziari (SGR)
- sui mercati finanziari: titoli azionari prevalentemente destinati all'intermediazione da parte investitori istituzionali a causa della scarsa liquidità dei segmenti dedicati alle PMI

## Debito:

- fonti finanziarie con maturity adeguata agli investimenti
- in Italia: netta prevalenza del credito bancario rispetto all'emissione di titoli obbligazionari
- sui mercati finanziari: titoli obbligazionari prevalentemente destinati all'intermediazione da parte investitori istituzionali a causa della scarsa liquidità dei segmenti dedicati alle PMI



# VALUTAZIONE AI FINI DI VALORIZZAZIONE (7)

Il ruolo della valorizzazione finanziaria di marchi nel finanziamento dello sviluppo del business è:

- solitamente molto scarso ai fini del credito bancario a causa di:
  - Basilea 2 e 3 e regolamentazione Banca d'Italia
  - scarsa propensione (idoneità) culturale verso gli asset IP in generale
- importantissimo e spesso decisivo nei confronti di:
  - obbligazionisti e soci di maggioranza/minoranza
  - fatto curioso: il settore bancario è il miglior sponsor dei marchi (e degli altri asset IP) quando gli strumenti finanziari (azioni e obbligazioni) vengono solo intermediati

# VALUTAZIONE AI FINI DI LICENZA D'USO (1)

Come sopra già argomentato, nel caso delle licenze spesso esistono dei riferimenti da cui dedurre i tassi correnti sul mercato:

- Royalty applicate in contratti di licenza riguardanti il medesimo asset IP
- Royalty applicate in contratti di licenza riguardanti asset IP assimilabili
- Royalty medie desunte da studi e ricerche per asset IP assimilabili

In ogni caso, anche nella concessione in licenza d'uso, entrambe le parti dovranno essere dotate di un BP per il marchio oggetto di licenza e dovranno essere in grado di presumere quale possa essere il BP della controparte. Ciò allo scopo di valutare quanta parte dei margini – propri e altrui – realizzabili dal marchio possa essere considerata «ragionevolmente» incorporabile in una royalty.

A tal proposito, una regola empirica molto contestata, ma anche molto usata, è la cd. *25% rule*, ovvero la regola che le royalty tendono statisticamente ad addensarsi intorno al 25% del margine operativo lordo sulle vendite o dell'EBITDA, a seconda delle scuole.

In letteratura aziendale, il 25% del margine consentito dal marchio (in assenza di altri asset IP di rilievo) è anche definito la *royalty sostenibile*.

# VALUTAZIONE AI FINI DI LICENZA D'USO (2)

Il licensor dovrà comunque conoscere il BP del *licensee* perché:

- se il margine di utile del *licensee* è superiore a quello del *licensor*, quest'ultimo tratterà a partire da una quota del margine del *licensee*, senza però scendere al disotto della medesima quota del proprio margine o della royalty media corrente sul mercato (se disponibile)
- se il margine di utile del *licensee* è inferiore a quello del *licensor*, quest'ultimo porterà avanti la trattativa solo a condizione che il *licensee* sia disposto a pagare una royalty almeno pari alla quota stabilita del proprio margine o a quella mediamente corrente sul mercato
- Il *licensee* tenderà comunque a dissimulare il proprio BP e a impostare la trattativa partendo dalla royalty mediamente corrente sul mercato, ma non sarà normalmente disposto ad andare oltre il proprio tasso «sostenibile», qualunque esso sia

Presumibilmente quindi, se le parti sono «informate», la trattativa si chiuderà su un prezzo intermedio fra il tasso di «royalty sostenibile» per il *licensee* e il tasso di royalty mediamente corrente sul mercato, a patto il primo sia superiore o uguale al secondo.

Si rileva d'importanza esiziale l'analisi di sostenibilità della royalty da parte del *licensee* (a seguito dell'analisi del suo BP): ove la royalty non fosse sostenibile, ma il *licensee* si dimostrasse comunque propenso a concludere il contratto di licenza, saremmo probabilmente di fronte a un contraffattore «scaltro». Sul mercato esiste infatti una quota d'impresе che diventano *licensee* a qualsiasi costo, allo scopo di potersi fregiare del titolo di «licenziatari ufficiali» (e scaricare così di responsabilità gli acquirenti), per poi inondare il mercato di prodotti contraffatti su cui non vengono pagate royalty.