

I beni immateriali: valutazione e merito creditizio

Know-how, brevetti, marchi,
start-up, software, app,
big data, intelligenza artificiale,
IoT, social network

Roberto Moro Visconti è Professore di Finanza Aziendale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. È autore di diversi studi, anche in materia di beni immateriali. Svolge attività di consulenza in materia di valutazione di aziende ed è Consulente tecnico (roberto.moro@unicatt.it - www.morovisconti.com).

• Roberto Moro Visconti •

I beni immateriali: valutazione e merito creditizio

**Know-how, brevetti, marchi,
start-up, software, app,
big data, intelligenza artificiale,
IoT, social network**

Sommario

Introduzione	11
1. Metodi generali di valutazione e stima dei beni immateriali	13
1.1 Finalità della valutazione delle aziende	13
1.2 Metodo patrimoniale semplice e complesso	15
1.3 Metodo reddituale	17
1.3.1 Stima del reddito normale	17
1.3.2 Scelta del tasso di capitalizzazione	19
1.3.3 Scelta della formula di capitalizzazione	19
1.4 Metodo misto patrimoniale-reddituale	20
1.5 Metodo finanziario	22
1.6 Metodi empirici	26
1.7 Oneri fiscali potenziali	29
1.8 Premi di maggioranza e sconti di minoranza	30
1.9 Metodo di controllo	32
1.10 Valore contabile dei beni immateriali	32
1.10.1 Beni immateriali e costi capitalizzati	33
1.10.2 Iscrizione in bilancio	34
1.11 Valutazione dei beni immateriali	36
1.12 Intangibili a vita utile definita e indefinita	41
1.13 Surplus assets immateriali	43
1.14 Leva operativa e scalabilità: impatto sul merito creditizio	44
1.15 Valutazione strategica dei beni immateriali: Resource Based View e Balanced Scorecard. Cenni introduttivi	46
2. Marchi e digital branding	49
2.1 Valore strategico differenziale del marchio	49
2.2 Iscrizione in bilancio	52
2.2.1 Contabilizzazione secondo i principi contabili nazionali	53
2.2.2 Marchi e principi contabili internazionali: impairment test e inapplicabilità del fair value	54
2.3 Standard di valutazione Iso 10668	55
2.3.1 Analisi giuridica (cenni)	55
2.3.2 Analisi comportamentale, strategica e di marketing	55
2.3.3 Analisi economica, finanziaria e contabile	56
2.3.4 Principi di valutazione	56

2.4	Metodo del reddito (Income Approach)	57
2.4.1	Metodo delle royalties presunte	58
2.4.2	Metodo del reddito incrementale	59
2.5	Metodo di mercato (Market Approach)	59
2.6	Metodo del costo (Cost Approach)	60
2.7	Altri standard internazionali di valutazione	60
2.8	Brand equity	61
2.9	Marchio, crisi d'impresa e merito creditizio	62
2.10	Paradosso marchio forte-azienda debole: impatto sulla bancabilità	63
2.11	Loghi	65
2.12	Digital branding	70
3.	Know-how e innovazioni di prodotto e di processo	73
3.1	L'incerto perimetro del "saper fare", tra organizzazione e tecnologia	73
3.2	Replicabilità galileiana e industrializzazione del metodo scientifico sperimentale	76
3.3	Protezione, condivisione e trasferimento del know-how	77
3.4	Conferibilità del know-how	80
3.5	Valutazione economico-finanziaria	81
3.5.1	Applicabilità dei metodi empirici e analitici di valutazione	82
3.6	Innovazione di prodotto e di processo	87
3.7	Know-how e merito creditizio	89
4.	Brevetti	91
4.1	Funzioni del brevetto e rilevanza della valutazione economica	91
4.2	Aspetti contabili e fiscali	94
4.2.1	È possibile determinare un "valore normale" dei brevetti?	96
4.3	Interazione con altri intangibili	97
4.4	Killer applications e brevetti "superstar"	98
4.5	Principali metodi di valutazione	99
4.5.1	Metodo delle royalties presunte	101
4.5.2	Metodo del reddito incrementale	101
4.5.3	Stima del costo sostenuto (o di riproduzione)	102
4.5.4	Patrimonio incrementale: Q di Tobin e rapporto price/book value	103
4.5.5	Opzioni reali e clausole di earn out	104
4.6	Valore d'uso e valore di scambio (l'acqua e il diamante di Adam Smith)	105
4.7	Vita utile residua: impatto sulla valutazione	107
4.8	Patent box: cenni introduttivi	108
4.9	Brevetti e Industria 4.0	110
4.10	Bancabilità dei brevetti	111

5. Start-up tecnologiche	113
5.1 Capitale di rischio per la crescita: ruolo del venture capital, del private equity e dei business angels	113
5.2 Tipologie di investimento, intermediari e bancabilità	115
5.2.1 Finanziamenti di start-up e attività del venture capital	117
5.2.2 Finanziamenti per l'espansione e lo sviluppo: il ruolo del private equity e il bridge financing	118
5.2.3 Finanziamenti del cambiamento e modifica degli assetti proprietari	119
5.3 Processo di investimento	121
5.4 Catena del valore nell'intermediazione del capitale di rischio in presenza di asimmetrie informative e vincoli all'indebitamento	122
5.5 Valutazione prospettica della società target (venture backed) e peculiarità dei flussi di cassa delle start-up	124
5.6 Stima del fair value degli investimenti nelle portfolio companies	125
5.6.1 Valutazione del fair value delle società partecipate	126
5.6.2 Valutazione delle portfolio companies	127
5.6.3 Valutazione delle società partecipate	127
5.7 Valutazione di start-up con i reticoli binomiali	128
5.8 Valore di break-up delle società venture backed	131
5.9 Quotazione in borsa e altre modalità di exit	134
5.10 Valutazione del portafoglio di partecipazioni con il Net Asset Value	135
5.11 Fintech	136
6. Software e database	139
6.1 Definizione e caratteristiche del software	139
6.2 Iscrizione in bilancio e aspetti fiscali	141
6.3 Tutela giuridica del software: cenni introduttivi	142
6.4 Valutazione economico-finanziaria	144
6.4.1 Revenue model delle software house	145
6.4.2 Applicabilità al software dei metodi empirici e analitici di valutazione	146
6.4.3 Metodo Co.Co.Mo.	149
6.5 Software open source	150
6.6 Definizione e caratteristiche delle banche dati	151
6.7 Tutela giuridica	152
6.8 Iscrizione in bilancio e aspetti fiscali	153
6.9 Catena del valore dell'informazione, data mining e interazione con network, big data e Ior	154
6.10 Valutazione economica dei database	155
6.11 Nuovi scenari di valutazione e strategie di monetizzazione	157
6.12 Blockchain e disintermediazione istantanea delle transazioni	158
6.13 Merito creditizio degli investimenti in software	160

7. Testate editoriali	161
7.1 Caratteristiche	161
7.2 Aspetti di bilancio e trattamento fiscale	162
7.3 Metodi di valutazione	164
7.3.1 Contestualizzazione della valutazione a seconda della tipologia di testata	168
7.3.2 Paradosso valutativo “testata forte, azienda editoriale debole”	169
7.4 Testate online	169
7.5 Valutazione dei canali tematici	172
7.6 Già e non ancora: le prospettive del settore media, dalla carta al digitale	173
7.7 Tutela giuridica delle testate editoriali e diritto d’autore: cenni introduttivi	174
7.8 Bancabilità delle testate editoriali	176
8. Domini Internet e siti web	177
8.1 Definizione e caratteristiche tecniche	177
8.2 Assegnazione dei domini	179
8.3 Cenni sugli aspetti giuridici	180
8.4 Principi contabili	181
8.5 Valutazione dei beni immateriali e stima dei domini	183
8.5.1 Domain name licensing e royalties presunte	185
8.6 Parametri empirici di valutazione	186
8.6.1 Indicizzazione dei motori di ricerca	188
8.6.2 Impatto della pubblicità online sul valore	188
8.6.3 Domini e social network	189
8.7 Siti web	190
8.8 Finanziamento di domini e siti	190
9. Mobile app	191
9.1 Definizione e tipologia	191
9.2 Catena del valore: dallo sviluppo alla diffusione delle app	193
9.3 Internet delle Cose e sviluppo del settore It	195
9.4 Aspetti contabili e fiscali: cenni	196
9.5 Valutazione economica	197
9.5.1 Approccio del costo	199
9.5.2 Approccio reddituale-finanziario	200
9.5.3 Approccio empirico	200
9.6 Criticità della valutazione	201
9.7 Finanziamento degli sviluppatori di app	202
10. Big data e intelligenza artificiale	203
10.1 Definizione e ambito di utilizzo	203
10.2 Caratteristiche dei big data	204

10.3	Normativa sui big data	206
10.4	Catena del valore	207
10.5	Informazioni data-driven e impatto sul know-how	208
10.6	“The dark side of the web”: criticità dei nuovi paradigmi informativi e impatto sul valore economico	208
10.7	Big data e business planning con opzioni reali e proiezioni stocastiche	211
10.8	Utilizzo dei big data negli affidamenti	214
10.9	Intelligenza artificiale: cenni introduttivi	215
10.9.1	Aspetti di valutazione	216
11.	Internet delle Cose	219
11.1	Internet delle Cose e nuovi beni immateriali	219
11.2	Internet delle Cose, network e big data	221
11.3	Innovazione di prodotto e di processo connessa a Internet e soluzioni B2B e B2C	223
11.4	Valutazione del portafoglio di intangibili collegati a Internet	224
11.5	Impatto sulla bancabilità	225
12.	Internet companies e social network	227
12.1	Internet companies	227
12.2	Network	228
12.3	Social network e social media	232
12.4	Diffusione dei social network	234
12.5	Sharing economy e co-creazione di valore	235
12.6	Marketing personalizzato, social network e digital branding	235
12.7	Valutazione dei social network	236
12.7.1	Valutazione con metodologie tradizionali	237
12.7.2	Valutazione con metodologie specifiche	238
12.7.3	Valutazione con opzioni reali	240
12.8	Legge di Metcalfe	241
13.	Avviamento, portafoglio clienti e antitrust	243
13.1	Controverso concetto di avviamento	243
13.1.1	Iscrizione in bilancio	245
13.1.2	Criteri di ammortamento: disciplina attuale e pregressa	246
13.1.3	Informazioni integrative	248
13.1.4	Vita utile, periodo limitato di utilizzazione e impairment test	249
13.2	Badwill (avviamento negativo)	250
13.3	Valutazione dell’avviamento delle aziende	251
13.4	Stima dell’avviamento tra fair value, valore d’uso, impairment test e valutazione delle aziende	252
13.5	Competitive Advantage Period e rendite monopolistiche	255
13.6	Economic Value Added e Market Value Added	257

I beni immateriali: valutazione e merito creditizio

13.7	Cocktail di metodi per un giudizio integrato di valutazione	260
13.8	Valutazione in un contesto di crisi e turnaround	261
13.9	Portafoglio clienti	262
13.10	Bancabilità dell'avviamento	265
13.11	Tutela della concorrenza e danno antitrust	266
14.	Portafoglio di intangibili e royalty companies	271
14.1	Portafoglio di beni immateriali	271
14.2	Smart cities e smart hospitals	273
14.3	Royalty companies	274
14.4	Accentramento dei beni immateriali presso una royalty conduit company	276
14.5	Addebito delle royalties alle licenziatarie	277
14.6	Matrice dei rischi, tra licenziante e licenziatario	283
14.7	Assetto patrimoniale della royalty company e capacità d'indebitamento	284
14.8	Valutazione della royalty company tra sinergie immateriali e holding discount	285
14.9	Merito creditizio del portafoglio di intangibili e delle royalty companies	287
15.	Bancabilità dei beni immateriali: più garanzie con meno collaterali?	289
15.1	Beni intangibili nella struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa	289
15.2	Asimmetrie informative ed effetti segnaletici dei beni intangibili	292
15.3	Tipologie d'indebitamento e garanzie di supporto	294
15.3.1	Gerarchia finanziaria nel ricorso a capitale esterno	297
15.4	Redditività dei beni intangibili e capacità d'indebitamento in un contesto di going concern	297
15.5	Valore di mercato dei beni intangibili come garanzia in un contesto di insolvenza	299
15.6	Beni intangibili, rating e capacità d'indebitamento	300
15.7	Cover ratio e altri indici di bancabilità	303
15.8	Impatto dei beni intangibili sulla capacità d'indebitamento	308
15.9	Asimmetrie informative e razionamento del debito	309
	Bibliografia	315

Introduzione

La valutazione dei beni immateriali rappresenta un elemento sempre più imprescindibile nella stima del valore che le aziende creano e che dipende da capacità distintive intangibili, non facili da rappresentare contabilmente e quindi da misurare con un approccio standard.

In questo ambito evolutivo si colloca l'ampia tematica della valutazione dei beni immateriali, oggetto di attenzione da parte dell'accademia e pratica professionale da molti decenni, senza che peraltro la letteratura in materia e le applicazioni empiriche abbiano raggiunto un livello di maturità che consenta di ritenere l'argomento ormai assodato. Ciò deriva non solo dai citati dilemmi contabili, ma anche dalla presenza di nuovi intangibili, legati in particolare all'esplosione del mondo Internet, che plasmano la realtà delle imprese, modificandone e talvolta stravolgendone modelli di business sempre più digitali.

Da qui la necessità di procedere alla valutazione degli intangibili tradizionali (come marchi, brevetti, know-how, avviamento, testate editoriali, ecc.) e di quelli innovativi (big data, Internet delle Cose, mobile app, domini web, ecc.) con paradigmi valutativi che cerchino di cogliere, in prima battuta, l'essenza dei nuovi modelli di business e le nuove leve per la creazione di valore.

Il grado di specificità dei nuovi intangibili rende peraltro arduo il compito del valutatore economico, sconsigliandogli di "avventurarsi" da solo in stime e congetture che richiedono l'imprescindibile contributo di informatici, ingegneri, esperti di web marketing, scienziati e tecnici impegnati in specifici settori merceologici. Solo dopo questa analisi preliminare, da condurre a livello interdisciplinare, il valutatore può affrontare, non senza difficoltà residue, la stima dei beni immateriali.

La tecnologia, il marketing e Internet rappresentano, a livello di sintesi, tre ambiti sinergici che orientano la tassonomia dei beni immateriali, che vanno declinati in un'ottica *stand alone* ovvero considerandone le sinergie nell'ambito di un portafoglio di risorse intangibili.

Gli aspetti relativi alla bancabilità e al merito creditizio seguono, senza soluzione di continuità, i paradigmi logico-interpretativi sopra menzionati, nel tentativo di comprendere i modelli di business *intangibile-driven* e di coniugarli con modelli valutativi innovativi e polivalenti.

La bancabilità discende dalla capacità dell'impresa affidata di servire correttamente il debito, garantendo il rimborso entro i termini contrattuali di interessi e capitale. La banalità di questo assunto si scontra, nella pratica, con criticità

spesso rilevanti, esacerbate in periodi di crisi e associate a fenomeni di *capital rationing* e di *credit crunch*. L'affinamento dei modelli di rating segue, talora con affanno, l'incalzante progredire della tecnologia da cui scaturiscono nuovi intangibili e modelli di business sempre più sofisticati, che acquisiscono a volte le difficoltà previsionali e confermano l'antico adagio secondo il quale "è più facile fare gli storici che i profeti".

I beni immateriali, in questo contesto evolutivo 4.0 così incerto ma al tempo stesso intrigante, hanno un fondamentale ruolo propulsivo, essendo caratterizzati da un livello di collateralizzabilità tradizionalmente basso, che li rende poco o per nulla adatti a fornire garanzia reali quando si fatica a rimborsare i debiti e l'impresa esce dalla *comfort zone* della continuità aziendale.

Ma d'altro canto le debolezze di un approccio *asset-sided* si contemperano se esaminate in un'ottica *cash flow based*, che esalta la capacità di produrre flussi di cassa incrementali, prioritariamente destinati al rimborso del debito. Anche in questo ambito, i beni immateriali esprimono appieno le loro impalpabili caratteristiche. E nella soluzione del paradosso "più garanzie con meno collaterali" risiede una chiave di lettura innovativa dei nuovi paradigmi di creazione del valore, che devono essere plasmati dall'imprenditore, per poi essere sottoposti al vaglio del valutatore e allo scrutinio del banchiere.

© Copyright 2018
ABIServizi

Bancaria Editrice
ABIServizi Spa
Via delle Botteghe Oscure, 4
00186 Roma
Tel. (06) 6767.391-2-3-4-5
Fax (06) 6767.397
www.bancariaeditrice.it
ordiniclienti@abiservizi.it

ISBN 978-88-449-1169-0

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, anche ad uso interno o didattico, non autorizzata.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano.

e-mail: autorizzazioni@clearedi.org

sito web: www.clearedi.org

Grafica e impaginazione: Valeria Fontana

I beni immateriali: valutazione e merito creditizio

I beni immateriali costituiscono un elemento sempre più imprescindibile nella stima del valore aziendale, ma non sono facili da rappresentare contabilmente e da misurare con approcci standard. Tale complessità di valutazione sta crescendo, anno per anno, con l'irrompere delle nuove tecnologie nei modelli di business e nei processi operativi delle aziende, imponendo ai valutatori la necessità di allargare il campo di analisi ai nuovi intangibili.

Intelligenza artificiale, social network, big data, start-up, digital branding, siti web, mobile app, ecc. si trovano così a convivere – nell'attività di valutazione aziendale – con gli asset immateriali tradizionali come avviamento, know-how, brevetti, marchi e software.

Scopo del presente volume è di fornire un'analisi dettagliata sulle metodologie di valutazione dei singoli beni immateriali, vecchi e nuovi, cercando di adattare, caso per caso, i paradigmi valutativi tradizionali alle caratteristiche dei nuovi asset e alle nuove leve di business e di creazione di valore. Emergono metodi di valutazione polivalenti, che vanno considerati in un'ottica sinergica di portafoglio e che, per una maggiore efficacia, devono saper attingere in fase di analisi preliminare dalle competenze di informatici, ingegneri, specialisti di web marketing, esperti digitali.

Secondo tema centrale del libro riguarda gli aspetti di bancabilità e di merito creditizio dei beni immateriali, il cui limitato valore collaterale è controbilanciato dal loro contributo in termini di reddito incrementale e vantaggio competitivo, a servizio del debito.

Ciò a maggior ragione rileva per i nuovi intangibili che, insieme alla forza innovativa e propulsiva, incorporano aspetti di incertezza, con conseguenti difficoltà previsionali e asimmetrie informative. Rafforzando la necessità di esaminare a fondo il modello di business sottostante e la capacità di produrre flussi di cassa incrementali.

L'ampia analisi, l'attualità dei contenuti, il taglio pratico, il ricco corredo bibliografico fanno del volume un interessante strumento di analisi per quanti nel mondo bancario e delle imprese seguono le attività di credito e di valutazione aziendale e, più in generale, seguono le nuove tematiche digitali e il web marketing.

• Collana Banca e Mercati •

La Collana è dedicata principalmente a due filoni: la gestione delle istituzioni finanziarie e il funzionamento dei mercati mobiliari.

Di questi temi affronta essenzialmente i contenuti applicativi, senza rinunciare al rigore dell'indagine e del metodo, proponendo contributi di immediata utilità pratica per la professione bancaria e finanziaria.

La Collana è articolata in 5 serie tematiche:



MANUALI



SAGGI



STRUMENTI



MATERIALI



OSSERVATORI