

**Intangibles:
metodi di
misurazione e
valorizzazione**

113

Quaderno AIAF n. 113

Supplemento alla Rivista Aiaf n. 46
(Aprile 2003)

Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione

Rapporto della Commissione
"Analisi fondamentale"

Consigliere referente

Guido Cisternino

Introduzione

Stefano Zambon

Gruppo di Studio Intangibles - Autori:

Andrea Gasperini

(Coordinatore)

Responsabile Controllo di Gestione
Banca Leonardo SpA, socio Aiaf

Daniele Castelnuovo *Direzione Analisi*

Finanziaria Banca Akros, socio Aiaf

Gianluca Dimartino *Direzione*

Partecipazioni Banca Intesa, socio Aiaf

Luca D'Onofrio *Managing Strategic*

Consultant CGEY, socio Aiaf

Michael Livian *Managing Partner*

DecadeCapital, socio Aiaf

Daniele Loro *Partner di Deloitte Corporate*

Finance, socio Aiaf

Valeria Novellini *Analista Finanziario*

24 Ore Radiocor SpA, socio Aiaf

Giuseppe Sartorio *Banca Imi - Corporate*

Finance, socio Aiaf

Giampaolo Trasi *Head of Global Asset*

Allocation Banca Imi, socio Aiaf

Stefano Zambon *Professore di Economia*

*Aziendale presso la Facoltà di Economia
dell'Università di Ferrara*

Quaderni Aiaf

Note informative e tecniche
dell'Associazione Italiana degli Analisti
Finanziari

Direttore Responsabile

Enrico Colombi

Progetto Grafico

Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione in Dtp

DamaCom, Milano

Stampa

Quadrifoglio, Milano

Editore

AIAF Formazione e Cultura Srl
Unipersonale

Reg. Trib. Mi n. 141 - 12/3/1994

© Copyright 2003 AIAF Formazione e Cultura s.r.l.
Unipersonale

**Associazione
Italiana degli
Analisti Finanziari**
Costituita nel 1971



Consiglio Direttivo

Presidente: Franco Carlo Papa

Vice Presidente: Giampaolo Trasi

Consiglieri: Roberto Seymandi (tesoriere),

Paolo Balice,

Giovanni Camera, Betti Candia,

Guido Cisternino, Enrico De Cecco,

Gianni Ferrari, Maria Isabella Mastrofini,

Alfonso Scarano

Collegio dei Revisori

Presidente: Pierantonio Di Ronzo;

Carlo Bugolotti, Roberto Passaretti

(effettivi);

Massimo Gradilone, Marcello Priori

(supplenti)

Collegio dei Proviviri

Presidente: Francesco De Pasquale;

Teodoro Loverdos, Aurelio Renna

(effettivi);

Rita Gastaldi, Giorgio Stroppiana

(supplenti)

Sede e Segreteria

Segretario Generale: Luigi Piona

Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani,

Monica Berto, Stefania Monticelli

Via Dante, 9 - 20123 Milano

Tel. +39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: www.aiaf.it

e-mail: info@aiaf.it

Sezione Romana

Responsabile: Maria Isabella Mastrofini

e-mail: sezioneromana@aiaf.it

Segreteria: Paola Lavagetti

Banca Finnat Euramerica - Palazzo Altieri

Piazza del Gesù, 49 - 00186 Roma

Tel. +39 0669933317

Fax +39 066784950

AIAF Formazione e Cultura s.r.l. Unipersonale

Presidente: Giampaolo Trasi;

Vice Presidente: Franco Carlo Papa;

Consiglieri: Franco Biscaretti di Ruffia,

Silvio Ceretti (amministratore delegato),

Gerardo Pecoriello, Luigi Piona,

Roberto Seymandi

Organismi internazionali

EFFAS

**European Federation
of Financial Analysts Societies**



Secretariat: Claudia Stinnes

Einsteinstrasse 5 Postfach 10.10.30

D - 63303 Dreieich - Frankfurt

Tel. 0049 6103 583348

Fax 0049 6103 583335

sito Internet: www.effas.com

e-mail: claudia.stinnes@effas.com

ACIIA®

**Association of Certified
International Investment Analysts**



Company Secretary: Alice Gradon

Feldstrasse 80 Buelach CH

8180 Switzerland

Tel. 0041 1 8723543

Fax 0041 1 8723532

sito Internet: www.aciia.org

e-mail: gradon@azekcfpi.ch

Soci Sostenitori: Air Dolomiti, Alleanza Assicurazioni, Astaldi, Banca IMI, Banca Lombarda e Piemontese, Banca Popolare di Bergamo/Credito Varesino, Banca Popolare di Lodi, Borsa Italiana, Capitalia, Enel, Eni, ERG, Gefran, Interbanca, Banca Intesa, Italcementi, Mariella Burani, Pirelli, SABAF, Telecom Italia

indice

INTRODUZIONE	5
1. Il progetto AIAF Intangibles: le ragioni di fondo	8
2. Metodi innovativi di gestione degli Intangible value drivers	10
3. Uno schema interpretativo degli elementi dell'Intellectual Capital	11
4. Disegno della roadmap dell'Intellectual Capital	13
5. Le cinque macrofamiglie dei metodi di misurazione e valorizzazione	15
5.1 MCM: macrofamiglia dei metodi della capitalizzazione di mercato	17
5.2 ROIC: macrofamiglia dei metodi del Return on Invested Capital	17
5.3 MSC: macrofamiglia dei metodi delle Scorecards	
5.4 SDIC: macrofamiglia dei metodi diretti di stima dell'Intellectual Capital	17
5.5 BRV: macrofamiglia dei metodi del Brand Valuation	17
6. Vantaggi e svantaggi imputabili ad ogni singola macrofamiglia	18
7. Metodi e comunicazione del valore	19
7.1 Livello 1 - Informazione " minima"	21
7.2 Livello 2 - Informazione " ragionata"	21
7.3 Livello 3 - Informazione estesa: Il bilancio degli intangibles	21
8. Applicazioni dello schema di riferimento AIAF del livello della comunicazione ai metodi di misurazione degli intangibles	23
8.1 Macrofamiglia MCM: metodo Market to book value	23
8.2 Macrofamiglia ROIC: metodo EVA®	24
8.3 Macrofamiglia MSC: metodo Skandia Business Navigator	26
8.4 Macrofamiglia SDIC: metodo Technology Broker - IC audit	27
8.5 Macrofamiglia BRV: metodi tutti	29
9. Conclusioni	31
Appendice 1: I metodi di misurazione e valorizzazione degli Intangibles	34
Appendice 2: Gli intangibles nei principi contabili	61
Gli intangibles nel sistema contabile U.S. - Gaap: I FASB 141 e FASB 142	61
La contabilità europea entra nell'era degli IAS (futuri IFRS)	63
Gli intangibles nella contabilità europea: UE (Italia) - Bilancio Consolidato	64
Gli intangibles nella contabilità europea: UE (Italia) - Bilancio d'esercizio	66
Bibliografia e Siti WEB	67

Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione

INTRODUZIONE

di Stefano Zambon
(Università di Ferrara)

Al di là dell'*accounting*: un'introduzione ai nuovi metodi di misurazione e rappresentazione degli *Intangibles*

Nel breve volgere di pochi anni, l'attenzione per le tematiche legate al ruolo delle risorse intangibili con riferimento all'economia delle imprese si è molto acuita e appare in costante crescita (1). Ormai non si contano più le pubblicazioni di taglio scientifico e operativo, manageriale e normativo che, in modo diretto o indiretto, trattano la "questione" degli *intangibles*. Anche il livello di consapevolezza su questa tematica da parte degli operatori d'impresa sembra notevolmente più approfondito rispetto solo a qualche anno fa.

A questo fenomeno di progressiva focalizzazione dell'attenzione collettiva sugli *intangibles* ha contribuito una numerosa serie di fattori, largamente noti, quali l'emergere e affermarsi della cosiddetta "*knowledge economy*"; l'attenzione crescente per i driver della creazione di valore d'impresa; la sempre maggiore rilevanza del capitale umano, specie se di elevata specializzazione; la diffusa accettazione di innovative tecniche di "*knowledge management*".

In particolare, nell'ambito di questa ormai diffusa attenzione per gli *intangibles*, si sta sviluppando un forte interesse a livello italiano e internazionale anche per la misurazione e rappresentazione di tali risorse.

Anzi, il "salto di qualità" nella discussione sugli *intangibles*, avvenuto nella seconda metà degli anni '90, è con tutta probabilità largamente da imputare proprio agli sforzi dei teorici e delle imprese di delineare una rappresentazione più completa e "concreta" di tali fattori economici.

In altri termini, il passaggio del dibattito a un piano maggiormente applicativo, connesso a esigenze manageriali e reportistiche, si ritiene abbia costituito il "grilletto" che ha innescato un rinnovato e diverso interesse per queste problematiche, e che in definitiva ha "costretto" il teorico degli *intangibles* a fare i conti con le necessità dell'operatore, e quest'ultimo a confrontarsi con i quadri concettuali di questo dominio di studi. L'incontro in chiave strumentale tra teoria e prassi - che per la verità in campo aziendalistico è sovente più auspicato che realizzato - sembra dunque essere uno dei più rilevanti motori che alimentano l'odierno crescente interesse per gli *intangibles*(2).

A tale riguardo, è noto come numerosi e innovativi metodi di misura e valorizzazione degli *intangibles* siano stati proposti in letteratura negli ultimi anni. La loro accettazione a livello

teorico e la propagazione nella prassi aziendale e professionale sono però risultate molto più rallentate rispetto al loro ritmo di ideazione in ragione di una serie di considerazioni problematiche e riserve concettuali (e forse anche culturali) che ne hanno ostacolato una più rapida diffusione. Uno dei principali argomenti alla base dello scetticismo nei riguardi della misurazione e rappresentazione degli *intangibles* è legato alla soggettività e parzialità delle valutazioni prodotte, in particolare se confrontate con il tradizionale bilancio di esercizio e il suo grado di certezza, verificabilità e facilità interpretativa.

A tale proposito è però fin troppo facile richiamare i recenti clamorosi casi di società statunitensi, in cui il fallimento proprio dei bilanci e

NOTE

1) È evidente che gli aspetti teorici e operativi collegati alla valutazione dei beni immateriali è da lungo tempo all'attenzione della dottrina e della prassi aziendale e professionale. Basti pensare alla misurazione del cosiddetto capitale economico nelle operazioni straordinarie d'impresa. Quanto qui presentato, pur potendosi riferire *mutatis mutandis* anche a queste particolari fasi della vita aziendale, sottintende invece che la valutazione e rappresentazione degli *intangibles* avvenga anche in via "ordinaria" e a frequenze regolari nei documenti delle imprese destinati a pubblicazione e nei report gestionali a fini manageriali.

2) Il filone di studi cosiddetto del "*knowledge management*", malgrado i significativi contributi teorici e operativi apportati, sembra invece essere deficitario in chiave propositiva proprio con riguardo agli strumenti di rappresentazione/visualizzazione delle tecniche manageriali da esso prospettate.





delle regole contabili "tradizionali" nel fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico-finanziaria ha agevolato il prodursi di tali scandali. In tal senso, è parso evidente ai più che non solo le regole contabili andavano riviste e rese più stringenti, ma che anche il consueto bilancio d'esercizio presenta chiari limiti nella propria capacità rappresentativa, a dispetto della presunta oggettività e verificabilità delle cifre che lo compongono.

A questo punto, alla luce della profonda crisi di credibilità e fiducia in cui sono venuti conseguentemente a cadere i sistemi di reporting aziendale, molti commentatori, tra cui il Prof. Lev della New York University, si sono chiesti se la rilevanza (*relevance*) delle valutazioni non dovesse comunque far premio sull'apparente prudenza (*conservatism*) e affidabilità (*reliability*) delle cifre.

In tal senso, è stato affermato che la valutazione e rappresentazione degli *intangibles*, pur se imperfette e relativamente incerte nella loro affidabilità, appaiono in fondo non molto più precarie e indeterminate dei bilanci tradizionali, ma sicuramente - in numerosi casi - più rilevanti rispetto a questi ultimi.

D'altra parte, occorre ricordare come il consueto approccio alla misurazione e valutazione degli *intangibles*, specialmente con riferimento alla reportistica esterna, risenta

fondamentalmente di due limitazioni, che peraltro costituiscono altrettanti capisaldi concettuali della "costruzione" logica del bilancio:

1. i valori di bilancio emergono principalmente dallo scambio (o transazione) inteso quale momento di rivelazione, realizzazione e rilevazione del valore aziendale; e
2. le valutazioni di bilancio sono orientate all'utilizzo del criterio del costo storico.

In relazione al primo principio, è evidente che la tradizionale teoria delle misurazioni aziendali si basa su una visione dell'impresa come organismo che genera valore solo nel momento dello scambio/transazione (costi e ricavi) con terze economie. È invece ampiamente noto che la maggior parte degli *intangibles* contribuisce a creare valore per effetto del loro impiego all'interno delle combinazioni produttive aziendali prima ancora che si verifichi la transazione commerciale e quindi il trasferimento della proprietà giuridica dei beni piuttosto che la prestazione dei servizi, e che questo impiego viene normalmente individuato e valorizzato dai mercati finanziari. In altre parole, il valore d'uso di queste risorse non può essere riconosciuto in bilancio - a parte casi particolari (cfr. le nuove regole SFAS 141 e 142 del FASB americano e prossimamente dello IASB sulle aggregazioni di imprese) - in ragione delle scelte concettuali sulla cui base questo documento viene "costruito".

Da questo punto di vista, mentre la gran parte delle attuali teorie di misurazione è basata sul valore di

scambio, la dimensione probabilmente più corretta e significativa rispetto alla quale apprezzare il "vero" valore degli *intangibles* è quella d'uso.

In ragione del principio valutativo del costo storico, non è inoltre consentito agli *intangibles*, pur se riconosciuti in bilancio, di essere ri-valutati a un valore corrente se superiore rispetto al loro costo storico(3).

Si deve però segnalare che, al criterio del costo storico, si sta affiancando sempre più frequentemente quello del *fair value* (valore equo), come dimostrato dagli standard contabili recentemente emanati dallo IASC (ora IASB), il quale criterio dovrebbe progressivamente condurre a una più adeguata rappresentazione degli *intangibles* anche in sede di bilancio tradizionale.

Questi due ostacoli di natura concettuale al riconoscimento e alla rappresentazione degli *intangibles* nel bilancio d'esercizio possono forse fornire una ragione del perché un numero crescente di imprese, specie nel nord Europa, con il supporto anche di importanti istituzioni nazionali e sovra-nazionali, abbia iniziato la produzione su base volontaria di documenti informativi extra-bilancio (i cosiddetti "*Intellectual Capital Statements*"), fuoriuscendo così dalla "gabbia" della contabilità tradizionale e dei ricordati principi valutativi, nel tentativo di predisporre e diffondere una rappresentazione più idonea e soddisfacente di tali risorse attraverso l'utilizzo di criteri nuovi ed eterodossi, di natura anche non-finanziaria.

Tuttavia, malgrado la notevole pressione e attenzione con riferimento

NOTA

3) È fatta ovviamente salva la possibilità di esporre su base volontaria tale valore nella nota integrativa al bilancio o in un allegato ad esso.

agli intangibili e le numerose sperimentazioni in corso, occorre anche riconoscere che allo stato attuale sia nel mondo degli operatori, sia nella comunità scientifica non esistono algoritmi unanimemente accettati per effettuare la misurazione ed esposizione degli *intangibles*, anche se numerose sono state le proposte metodologiche volte a tal fine.

A questo proposito, occorre anzi sottolineare come si stia sviluppando una competizione fra approcci valutativi e procedure di misurazione avanzati da diversi *stakeholders*.

Tale situazione frastagliata suggerisce l'avvento a breve termine di una fase evolutiva in cui possano emergere le *best practices* d'impresa e si arrivi a specificare alcune regole collettive in questo campo, evitando così la dannosa proliferazione di *guidelines*.

La stessa Commissione europea e le autorità nazionali dovranno verosimilmente si promuovere la sperimentazione, ma anche la convergenza delle procedure e dei criteri, favorendo ad esempio la diffusione di strumenti analitici come l'"*Intellectual Capital Statement*" che ha una funzione di maggiore esplicitazione delle risorse intangibili interne all'impresa.

Si tratta quindi di costruire percorsi di convergenza che consentano l'emergere di standard condivisi su questo tema importante, se non decisivo, per la credibilità di tutti coloro che operano con riferimento alle misurazioni e valutazioni aziendali(4).

A ben vedere, attualmente ci troviamo di fronte a due ordini di paradossi.

Il primo, che assume le sembianze di un "*reporting gap*", si può compendiare nei seguenti termini: il mercato,

gli operatori, gli analisti, le agenzie di rating, i manager stessi hanno oggi, in relazione agli intangibili di un'impresa, sempre maggiore necessità di informazioni e valutazioni, che però o non hanno o non riescono ad ottenere o configurare, non ultimo per la mancanza di criteri e metodologie di misurazione e reporting di generale accettazione e condivisione(5).

Il secondo paradosso si fonda sul primo: i mercati finanziari generalmente valutano un'impresa in misura superiore (non di rado di svariate volte) rispetto alla dimensione del suo capitale netto di bilancio, generando così un indice "*market to book value*" ampiamente positivo.

Tale fenomeno viene spesso ricondotto dai commentatori alla presenza di intangibili non valutati, cui il mercato - nell'ipotesi in cui si voglia seguire quest'approccio interpretativo - attribuirebbe un valore per arrivare alla valutazione complessiva dell'impresa considerata, riflessa poi nei corsi borsistici. È evidente tuttavia la circolarità di questo ragionamento. I commentatori rinviano quasi immancabilmente al "*market to book ratio*" quale prova e prima rozza valutazione degli intangibili di un'impresa, mentre è noto che gli investitori e gli analisti non hanno ancora raggiunto un accordo su idonee metodologie di misurazione e valorizzazione di tali risorse. Si viene cioè a innescare un circolo potenzialmente pericoloso, in cui la carenza di informazioni e di sicuri e accettati metodi valutativi degli *intangibles* in capo sia alle imprese che agli investitori, può generare un "effetto leva valutativo" legato alla moltiplicazione delle ignoranze parziali (Herbert Simon) degli operatori in relazione a tale carente capacità valutativa, che rischia di

amplificare la crescita o la caduta delle quotazioni, favorendo in ipotesi la comparsa di fenomeni di bolla speculativa. È appena il caso di segnalare che la misurazione sistematica degli *intangibles*, al di là dell'evidenziazione del valore di *assets* impliciti, svolge comunque un'importante funzione anche per l'impresa, obbligandola a ripensare alla sua essenza di organizzazione che trasforma capitale, competenze e lavoro in produzioni che incorporano conoscenza. Lo sviluppo di sistemi valutativi e di reporting adeguati a questa funzione è rilevante non solo per gli *stakeholders* esterni, ma anche per lo stesso management che s'impegna così ad assumere un ruolo di *leadership* nel coniugare in modo originale e innovativo "*latent capabilities*" e "*internal competencies*" con "*intangible*" e "*tangible goods*".

La valutazione degli *intangibles* si riassume

NOTE

4) Cfr. S. Zambon (ed.), *A study on the measurement of intangible assets and associated reporting practices*, European Commission, DG Enterprise, Brussels, 2003, forthcoming.

5) Un'importante questione di fondo è quella rappresentata dalla circostanza che la misurazione del valore degli intangibili e, in generale, degli andamenti effettivi delle imprese, si basa evidentemente sulle informazioni disponibili intese come segnali per gli investitori e il mercato. Si tratta quindi obbligatoriamente di un processo di ricostruzione *su base indiziaria* del valore degli intangibili e, in fondo, dell'azienda, all'interno di una "spirale informativa" con effetti di retroazione così delineabile: informazione sugli intangibili → metodo valutativo → calcolo del valore → impatto sul mercato → variazione di valore → impatto sul capitale relazionale dell'impresa → nuova informazione, e così via.



Il Progetto Aiaf Intangibles - le ragioni di fondo



dunque non solo in un problema di trasparenza, ma anche in uno di consapevolezza e rivisitazione della stessa funzione manageriale.

Nel quadro di questi recenti sviluppi, il lento ma sempre più necessario processo di riconoscimento e valutazione del ruolo degli intangibili trova oggi un nuovo, significativo contributo con questo Quaderno dell'Aiaf, cui l'Università di Ferrara è lieta di aver fornito un apporto che si crede non trascurabile. È questo il secondo frutto di una seria attività di riflessione avviata un paio di anni fa dall'Aiaf sul tema degli intangibili e del capitale intellettuale, e che ha già portato alla pubblicazione del Quaderno n. 106 nel gennaio 2002. Mentre tale Quaderno si rivolgeva all'analisi e classificazione dell'informativa pubblica (disclosure) sugli intangibles e sul capitale intellettuale resa dalle imprese, il presente lavoro, tra i primi nel suo genere a livello internazionale, è diretto a illustrare e discutere in modo ampio e sistematico i principali modelli di misurazione e valorizzazione finora proposti in letteratura e dalla migliore prassi con riferimento a tali fondamentali risorse aziendali. Come già accennato, tali modelli mirano ad essere non solo metodi di misurazione, ma anche - e forse

soprattutto - innovativi "sistemi di gestione" della complessità aziendale, attraverso i quali il management è in grado di definire meglio e controllare le relazioni che esistono fra tutte le risorse, tangibili ed intangibili, di cui l'azienda detiene il possesso diretto o comunque l'accesso. L'intuizione di fondo su cui poggia il Quaderno è pertanto che l'emergere del ruolo e dell'importanza degli *intangibles* richiede non solo lo sviluppo di specifici strumenti di misurazione dei singoli *assets*, ma anche una visione diversa e più soddisfacente della stessa dinamica aziendale, e quindi dei suoi strumenti di gestione e delle connesse metodologie di valorizzazione e interpretazione. Al fine di favorire questa nuova visione, i singoli metodi qui esaminati vengono quindi inseriti in macro-famiglie concettualmente coerenti, che a propria volta sono ricomprese all'interno di un quadro di riferimento unitario, relativo alla valutazione della *disclosure* sugli *intangibles* e sul capitale intellettuale, come proposto ed elaborato dall'Aiaf e dall'Università di Ferrara nel precedente lavoro del 2002 (6).

Questo nuovo Quaderno Aiaf si propone altresì di fornire un contributo significativo anche nella direzione della ricordata necessità di costruire un processo di convergenza tra i metodi di misurazione e tra le connesse *guidelines* che sono proposti in letteratura. Offrendo una delle prime raccolte ragionate dei diversi approcci alla valutazione e rappresentazione di queste risorse, questo innovativo documento viene infatti a costituire un utile momento di sintesi e raccordo dell'ampio dibattito che si sta sviluppando in questo campo. Insomma, un rilevante punto di partenza per una sfida "pesante" nel quadro di un'economia sempre più immateriale.

Una sfida concettuale e operativa cui i modelli di misurazione, valutazione e reporting degli intangibili non possono sottrarsi, se si desidera che il passaggio a un nuovo e più esaustivo sistema informativo-gestionale d'impresa non si trasformi solo in uno dei tanti slogan manageriali futuribili.

NOTA

6) Cfr., per uno sviluppo di tale modello, i lavori di S. Zambon e I. Bergamini, *A scoring methodology for ranking company disclosure on intangibles*, working paper presentato al Congresso Internazionale "The Transparent Enterprise. The Value of Intangibles", tenutosi a Madrid il 25-26 novembre 2002; e *Scoring company disclosure on intangibles: an application of the Ferrara methodology in a European perspective*, working paper presentato al XXVI Congresso Annuale della European Accounting Association, Siviglia, 2-4 aprile 2003.