

# La valutazione del marchio

*I diversi approcci; determinazione del tasso di attualizzazione*

**Francesco Ferragina**

Partner di Kon SpA, dottore commercialista, docente a contratto di Finanza aziendale all'Università di Firenze

**Da molto tempo si discute in Italia sulla scarsa capacità dei bilanci nel rappresentare il valore di mercato del patrimonio aziendale. In particolare, le imprese si sono rese conto che i propri bilanci non sono in grado di "quantificare" gli sforzi che si producono per soddisfare le esigenze dei consumatori: vi è pertanto una manifesta incoerenza tra il valore di un'impresa percepito dai consumatori e dai *competitors*, che si traduce nella "forza" del marchio, e il valore rappresentato nella documentazione contabile, quasi sempre inesistente.**

L'utilizzo delle metodologie finanziarie di valutazione delle aziende, fondate sul *discounted cash flow*, hanno nel tempo evidenziato una grave carenza: l'incapacità di apprezzare correttamente il valore degli *intangibles*, dei beni immateriali che pure rappresentano il «presupposto per poter comprendere quale potrà essere il vantaggio competitivo ottenibile dall'azienda».<sup>1</sup>

Il patrimonio intangibile può essere definito come l'insieme delle risorse immateriali che un'impresa è riuscita nel tempo a creare e ad accumulare e che sono accomunate da almeno due caratteristiche:

- hanno rappresentato un "costo", implicito e non esattamente quantificabile nella maggior parte dei casi;
- il loro valore non è determinabile se non inserito nel contesto in cui si è formato oppure se non è oggetto di una transazione.

È opportuno pertanto riuscire a individuare queste risorse immateriali e distinguere quelle generiche, costituite prevalentemente da elementi non suscettibili di autonoma valutazione e non agevolmente scindibili dal contesto in cui sono inseriti, quali, per esempio, l'organizzazione interna, la qualità, le relazioni interne ed esterne ecc., da quelle specifiche, veri e propri beni immateriali, autonomamente in grado di generare valore economico.

Affinché un bene sia definibile "immateriale" e abbia una rilevanza economica, deve possedere almeno i seguenti requisiti:

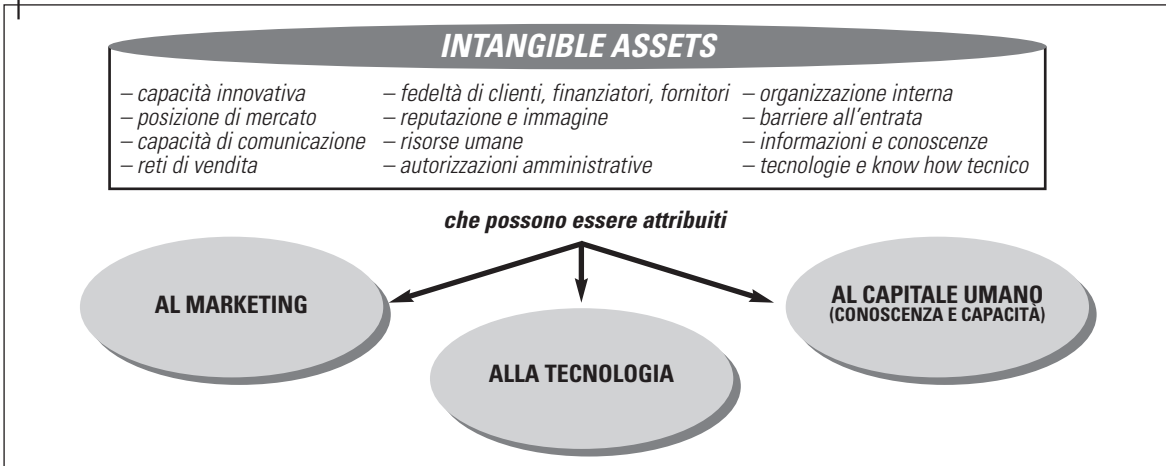
- a.** essere originato da costi distribuiti nel tempo. Si ha riguardo alla consistenza dei flussi d'investimento richiesti per lo sviluppo del potenziale competitivo del bene e alla sua capacità di generare benefici economici differenziali misurabili;
- b.** essere scindibile dall'azienda che lo possiede, pur senza compromettere la continuità dell'impresa;
- c.** essere suscettibile di autonoma valutazione economica.

A titolo esemplificativo si riporta in *figura 1* un'elencazione non esaustiva delle risorse immateriali. Il marchio è sicuramente uno dei beni immateriali di maggiore rilievo, sia per ciò che concerne la sua capacità di rappresentare l'azienda nel proprio settore di riferimento (è il segno distintivo per eccellenza), sia per la sua capacità di generare autonomamente reddito con la conseguente possibilità di procedere a una sua autonoma valutazione economica.

Il prodotto dotato di un marchio distintivo proprio contribuisce, infatti, alla differenziazione nel mercato di sbocco cui si rivolge, consentendo in tale modo all'azienda proprietaria del medesimo di conseguire un vantaggio competitivo, di prezzo o di volume, nei confronti dei propri concorrenti.

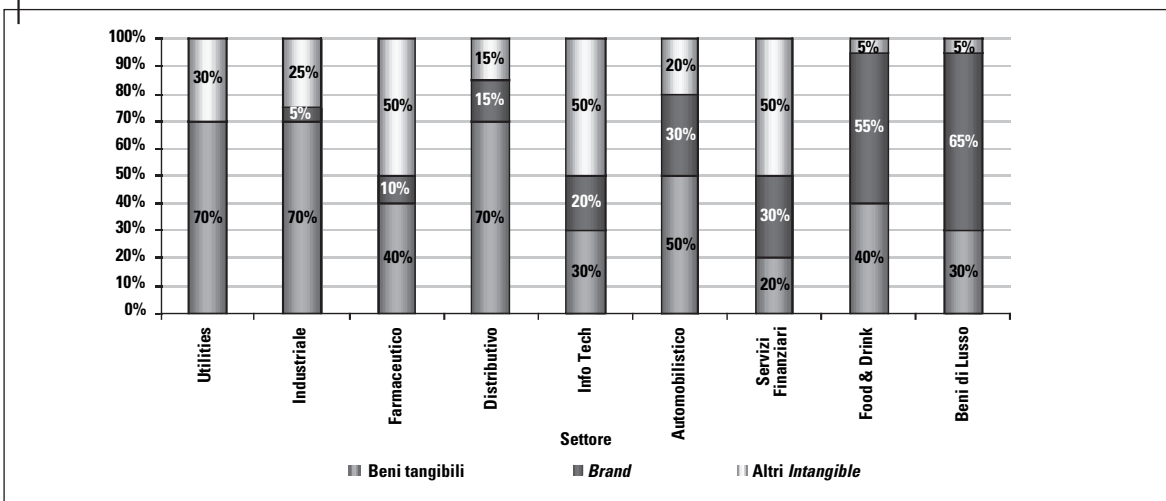
<sup>1</sup>Cfr. E. Cotta Ramusino – L. Rinaldi, *La valutazione d'azienda*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2003.

Figura 1



La facoltà di sfruttare un marchio affermato rappresenta, per l'impresa, un beneficio in termini di possibilità di fissare prezzi unitari di vendita più elevati e/o conseguire maggiori volumi di vendite; inoltre, l'ingresso in settori diversi con nuovi beni e servizi potrebbe essere agevolato dalla presenza di un segno distintivo a cui la clientela associa qualità e differenziazione. La forza del marchio, quindi, contribuisce direttamente alla determinazione del profilo di redditività dell'impresa che ne è proprietaria, influenzando la formazione di differenziali economici e competitivi positivi. La normativa vigente prevede una tutela giuridica del marchio, che fonda le sue origini nel codice ci-

vile (artt. 2569-2574) e in una serie di norme speciali che regolano la registrazione e i suoi effetti e anche gli atti di trasferimento. Non in tutti i settori il marchio assume il medesimo rilievo nell'ambito del patrimonio intangibile dell'impresa. I risultati di una ricerca condotta qualche tempo fa negli Stati Uniti hanno evidenziato, per esempio, che il settore moda e, in particolare, il segmento dei beni di lusso è quello in cui il marchio assume il maggiore rilievo nella percezione del consumatore e nella sua capacità di identificare un prodotto/servizio come il più confacente alla soddisfazione dei propri bisogni.

 Figura 2 – **IMPORTANZA DEL MARCHIO E DEGLI ALTRI ASSETS**


Fonte: G.V. Smith, *Trademark Valuation*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1997.

## I diversi approcci per la valutazione del marchio

La prevalente dottrina e prassi aziendalistica hanno sviluppato alcune metodologie valutative, le quali devono di volta in volta essere vagliate in relazione alle variabili economiche che meglio esprimono la dimensione quantitativa del marchio.

Generalmente, le tecniche di valutazione dei marchi si basano sull'identificazione e successiva quantificazione delle variabili economiche che concorrono a esprimere in maniera significativa il contributo che il marchio è in grado di apportare all'intera economia d'impresa.

Si possono a tale fine distinguere i metodi di valutazione di *figura 3*.

### Approccio del costo storico e di riproduzione

Consiste nell'individuazione della configurazione di costo ritenuta più significativa ai fini della valorizzazione del marchio.

Le tipologie di costo che possono essere assunte a base della valutazione sono:

- il *costo storico*, che comprende tutti gli oneri sostenuti per l'acquisizione, l'ideazione, il lancio e lo sviluppo dei marchi;
- il *costo di riproduzione*, che equivale al costo che si dovrebbe sostenere oggi per realizzare *ex novo* un marchio avente caratteristiche analoghe a quelle dei marchi oggetto di valutazione, evitandone l'acquisto.

Questi criteri, semplici nell'applicazione e prudentiali nella determinazione del valore, sono scarsamente utilizzati nella prassi per molti motivi, per esempio:

- non sono in grado di valorizzare il marchio in modo coerente con la forza e la presenza sul mercato;
- non valorizzano i benefici futuri attesi dall'utilizzo del marchio;
- non è sempre agevole quantificare gli oneri sostenuti nel tempo (nelle PMI spesso queste spese, per motivi fiscali, sono imputate a conto economico anziché capitalizzate).

### Approccio reddituale

Si sostanziano nel tentativo di quantificare l'apporto che il marchio fornisce alla complessiva redditività aziendale attualizzando per un tempo determinato il reddito direttamente o indirettamente associabile al marchio.

Più in particolare, si possono distinguere le seguenti configurazioni di reddito:

- il *reddito imputabile* correttamente al prodotto/merce dotato di marchio;
- i *redditi differenziali* positivi generati dal prodotto dotato di marchio rispetto a un prodotto omogeneo per qualità e funzione, ma privo di marchio.

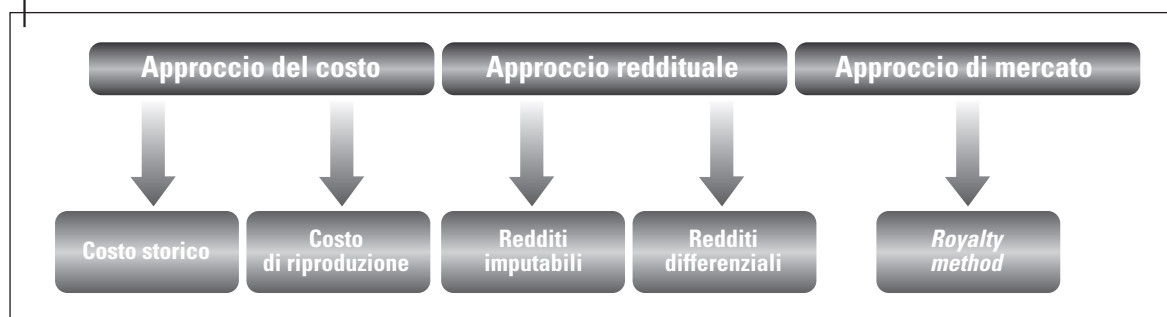
Questo approccio valutativo è sintetizzabile come segue:

$$W_m = R_1 * v + R_2 * v^2 + \dots + R_n * v^n$$

dove:

- $W_m$  = valore economico dei marchi;

Figura 3



- $R_n$  = valore del reddito sulla base di una delle configurazioni sopra definite;
- $v, v^2, \dots, v^n$  = coefficienti di attualizzazione dei redditi;
- $n$  = numero degli anni di vita utile dei marchi, per i quali si prevede cioè la realizzazione dei redditi  $R$ .

### Royalties method

Tale metodo si sostanzia nell'attualizzazione, per un periodo di tempo giudicato congruo, dei flussi di *royalties* che il mercato sarebbe disposto a corrispondere al proprietario del marchio per acquisirne in licenza il diritto di godimento. Generalmente, quando non esistono riferimenti contrattuali precisi, tali *royalties* vengono calcolate applicando una percentuale al fatturato che la società proprietaria del marchio ritiene di realizzare nel periodo di tempo considerato. Il tasso di *royalty* deve essere scelto, quindi, per comparazione con casi omogenei legati alla prassi esistente nel settore di riferimento dell'impresa o del prodotto a esso associato.

Per una corretta individuazione dei tassi di *royalties* desunti direttamente dal mercato, le transazioni di riferimento devono rispettare alcune condizioni:

- le controparti non devono essere tra loro collegate o controllate, ma indipendenti dal punto di vista finanziario e gestionale;
- le transazioni devono essere trasparenti, non celanti aspetti di remunerazione non monetaria o

- indiretta, libere da condizionamenti legislativi;
- i beni devono essere merceologicamente simili, appartenere a settori di provenienza/utilizzo comparabili, avere una vita residua e un possibile sfruttamento commerciale analogo.

A mero titolo esemplificativo, si riportano in *tabella 1* i tassi di *royalties* che sono stati individuati in un'apposita ricerca di mercato condotta su un campione di imprese americane. Il tasso di *royalties* può assumere quindi valori molto diversi in funzione del settore merceologico in cui si colloca il prodotto a esso associato, ma anche della forza del marchio e del grado di concorrenzialità del settore medesimo.

A tale proposito, parte importante della dottrina<sup>2</sup> ha proposto una metodologia empirica per la determinazione del livello di *royalties* teoriche da applicare a ciascun caso; tale approccio si basa su una ponderazione dei requisiti ritenuti espressivi della "forza della marca".

In particolare, si prendono in considerazione: *leadership* (posizione di mercato, peso 25), stabilità o fedeltà del consumatore (peso 15), mercato (stabilità della domanda complessiva nel settore specifico, peso 10), internazionalità (peso 25), *trend* (tendenza allo sviluppo nel lungo periodo, peso 10), sostegno (misura degli investimenti in *marketing* per difendere il marchio, peso 10), protezione (in senso legale, peso 5). Da un'attenta ponderazione di questi requisiti deriva uno *score* massimo pari a 100. Nel caso, per esempio, in cui il *range* di mercato delle *royalties* sia compreso tra 3% e 7% e la forza della marca sia pari a 75, il tasso di *royalties* da utilizzare sarà il 6%.

Tabella 1

TIPO DI MARCHIO	UTILIZZO DEL MARCHIO					
	Beni intermedi	Beni di consumo	Servizi finali	Alimentari	Abbigl.to	Intratt.to
Istituzionale		7,7%				
Impresa/Prodotto	3,4%	4,6%	3,2%	5,1%	6,9%	5,0%
Griffe		6,0%		7,0%	5,5%	
Testimonial		12,0%		10,0%	11,0%	8,6%
Testimonial Simbolico		8,6%	4,0%	5,0%	8,0%	8,4%
Team Sportivo		9,9%		6,1%	7,8%	9,0%

Fonte: G.V. Smith, *Trademark Valuation*, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1997.

<sup>2</sup>Si veda in proposito L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2004.

Dal flusso di *royalties* così determinato devono essere dedotti i “costi di mantenimento” del marchio, cioè tutti quei costi che sono necessari a mantenere costante il suo potenziale competitivo, quali, per esempio, quelli legali e commerciali.

L'applicazione di questa metodologia è sintetizzabile come segue:

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

dove:

- $F_t$  = flussi netti relativi alle *royalties* che la società prevede di ottenere per un determinato periodo di tempo a fronte della cessione in licenza del marchio;
- $i$  = tasso di attualizzazione dei flussi calcolato in relazione al profilo di rischio-rendimento connesso all'investimento in esame;
- $n$  = numero di anni di pianificazione esplicita;
- $TV$  = *terminal value*.

Il *terminal value* è il valore attribuibile al marchio nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita: tale valore è determinato in base alla seguente formula:

$$TV = (F_M / (i - g)) * (1 + i)^{-(n+1)}$$

dove:

- $F_M$  = flusso medio relativo alle *royalties* che la società prevede di ottenere nel periodo di tempo di pianificazione esplicita. Talvolta si utilizza il flusso puntuale dell'ultimo anno di previsione esplicita;
- $i$  = tasso di attualizzazione dei flussi calcolato in relazione al profilo di rischio-rendimento connesso all'investimento in esame;
- $g$  = tasso di crescita atteso nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita;
- $n$  = numero di anni di pianificazione esplicita.

## Determinazione del tasso di attualizzazione

Molte delle metodologie esposte necessitano, per una compiuta applicazione, dell'utilizzazione di un tasso di attualizzazione. La scelta del corretto tasso di attualizzazione, solo apparentemente semplice, è al contrario abbastanza dibattuta nella dottrina e nella prassi professionale.

Le indicazioni non sono univoche e ciò lascia am-

pio spazio, pur nel rigore della metodologia di base, alla discrezionalità del valutatore. A mero titolo esemplificativo, si riportano nel seguito i tassi maggiormente utilizzati:

- in prevalenza il *cost of equity* o il *WACC*;
- in misura minore il *risk free rate*, il tasso di interesse legale, la remunerazione di un generico investimento alternativo.

Il tasso effettivamente applicabile dovrà essere valutato di caso in caso, ma sembra più corretto quanto proposto da dottrina e prassi prevalenti.

Vista l'importanza che riveste l'argomento, pare opportuno indicare le modalità di calcolo del *weighted average cost of capital (WACC)*, dato che una parte del procedimento che esponiamo consiste proprio nella determinazione del *cost of equity*.

Il *WACC* è determinato come segue:

$$WACC = w_e * i_e + w_d * i_d * (1 - t)$$

dove:

- $w_e$  = peso attribuito al capitale proprio;
- $w_d$  = peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);
- $i_e$  = costo del capitale proprio;
- $i_d$  = tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- $t$  = aliquota fiscale teorica della società.

## Cost of equity

Il costo del capitale proprio  $i_e$  è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata. In conformità con le indicazioni fornite dalla dottrina e dalla prassi professionale, la stima del costo del capitale proprio  $i_e$  è stata effettuata sulla base del *capital asset pricing model (CAPM)*, che può essere espresso nel modo seguente:

$$i_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + \alpha$$

dove:

- $r_f$  = tasso di rendimento di attività prive di rischio;
- $(r_m - r_f)$  = premio di mercato;
- $\beta$  = coefficiente di regressione di una retta che

rappresenta la relazione intercorrente fra il saggio di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso;

- $\alpha$  = premio per il rischio aggiuntivo (non utilizzato poiché non determinabile oggettivamente).

### Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito  $i_d * (1 - t)$ , da utilizzare ai fini del calcolo del *WACC*, è pari al tasso del capitale di terzi (tasso sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari *unlevered*)  $i_{dt}$ , al netto della fiscalità media figurativa  $t$ .

### Struttura finanziaria

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, proprio e di debito, devono essere ponderati in rela-

zione alla struttura finanziaria.

Ai fini della stima della struttura finanziaria teorica, ossia della definizione dei pesi  $w_e$  e  $w_d$ , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

**a. struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione**, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;

**b. struttura finanziaria prospettica**, che può essere a sua volta definita sulla base di:

- valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi;
- valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria si allineerà nel medio/lungo periodo a quella dei suoi concorrenti.

## CONTABILITÀ E BILANCIO

### PRONTUARIO DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI Vol. 1: MANUALE DI RIFERIMENTO

Il *Manuale di riferimento* raccoglie undici fascicoli che affrontano tutte le fondamentali tematiche degli *IAS/IFRS* tratti dalla rivista *Guida ai principi contabili internazionali* nata 2 anni fa, con la collaborazione delle quattro maggiori società di revisione contabile (Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers), a sostegno dei professionisti in questo cambiamento normativo. Altri dieci fascicoli della stessa rivista sono confluiti nel secondo volume: *Guida operativa all'applicazione*, focalizzato su tutti gli aspetti più applicativi.

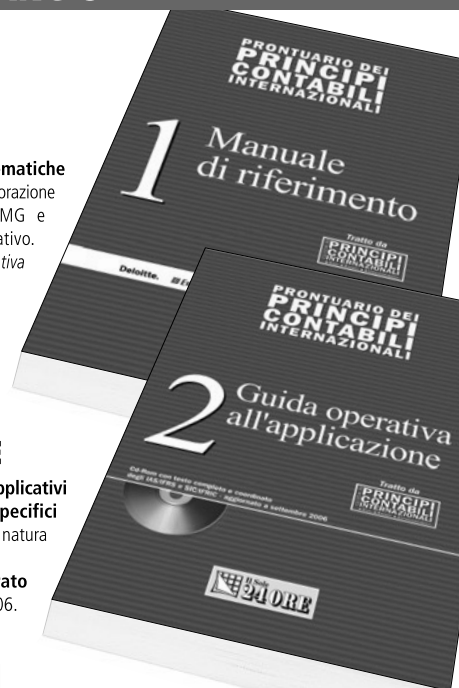
Pagg. 912 - € 50,00

### PRONTUARIO DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI Vol. 2: GUIDA OPERATIVA ALL'APPLICAZIONE

Naturale complemento al *Manuale di riferimento*, il presente volume si focalizza sugli aspetti applicativi del nuovo sistema contabile; propone, inoltre, una serie di casi applicativi, di problemi specifici con l'indicazione di possibili soluzioni e approfondimenti su taluni aspetti che per loro natura necessitano di particolare attenzione.

Il CD-Rom allegato all'opera contiene il testo ufficiale completo, coordinato e integrato dei principi contabili internazionali con tutte le modifiche intervenute fino a settembre 2006.

Pagg. 896 + CD-Rom - € 55,00



Per ulteriori informazioni: tel. 02.4587010

Disponibile anche nelle migliori librerie

SHOPPING24 Disponibile anche sul sito [www.shopping24.it](http://www.shopping24.it)