

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

Anno LXI Fasc. 3 - 2010

Michele Rutigliano

**VALUTAZIONE DELLA PROPRIETÀ
INDUSTRIALE, COSTO DEL CAPITALE
E MERITO DI CREDITO**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

VALUTAZIONE DELLA PROPRIETÀ INDUSTRIALE, COSTO DEL CAPITALE E MERITO DI CREDITO (*)

di MICHELE RUTIGLIANO

Premessa.

La stima del valore di un *asset* richiede sempre buona conoscenza dei principi di finanza aziendale, competenze specifiche in merito all'oggetto da sottoporre a valutazione, pragmatismo, flessibilità nell'applicazione dei possibili metodi estimativi alternativi. Ciò risulta particolarmente vero nel caso della valutazione di un *asset* riconducibile alla categoria della proprietà industriale (PI), ad esempio marchi, brevetti, disegni industriali. A questo fine sono proposti notoriamente vari metodi, alcuni orientati alla considerazione degli oneri che ha comportato il consolidamento di un valore, quale che sia, in capo ad un dato «bene», come riflesso di un diritto di proprietà industriale che quindi gode di tutela legale. Altri volti per contro ad esplicitare i benefici economici futuri derivanti dall'utilizzo e quindi dallo sfruttamento dell'*asset*. Altri ancora miranti a trarre elementi di valutazione da eventuali transazioni e scambi aventi per oggetto beni di PI con caratteristiche sufficientemente omogenee. Ritengo che nessuno di questi approcci vada del tutto scartato a priori sulla base di astratti pregiudizi in merito ad una definita gerarchia.

Di seguito si proporrà una sintesi critica dei diversi metodi, senza pretesa di esaustività, con l'obiettivo di evidenziarne i meriti e i limiti. Inoltre si forniranno spunti di riflessione, utili in particolare nell'utilizzo di metodi fondati sulla valorizzazione dei benefici economici futuri, con riferimento al tema del tasso di attualizzazione, che notoriamente si presta a soluzioni non sempre fondate su basi di logica economica. Infine si evidenzierà l'utilità nel rapporto banca-impresa di valutazioni dei diritti di PI, a supporto e integrazione delle analisi del merito di credito, particolarmente nella fase congiunturale in atto, che chiede ai processi creditizi una particolare capacità selettiva delle controparti meritevoli.

Valutazione della PI: i criteri basati sui costi.

Sono proposte due diverse versioni, quella volta ad accertare i costi sto-

(*) Relazione al Convegno *Protezione e valorizzazione della proprietà intellettuale di impresa per la competitività e la crescita*, 16 giugno 2010, Verona, Sala Conferenze Unicredit.

ricamente sostenuti e riconducibili all'*asset* oggetto di valutazione, rivalutati in base ai valori correnti, e quella orientata a delineare i costi di ricostruzione, vale a dire gli oneri che dovrebbero essere sopportati per disporre di un *asset* fruibile in modo omogeneo rispetto a quello oggetto di valutazione. Evidentemente i costi storicamente sostenuti sono accertabili con buona approssimazione, pur consapevoli che i criteri di imputazione allo specifico *asset* non sono univocamente definibili. Altrettanto non può affermarsi con riferimento ai costi di ricostruzione, i quali possono essere stimati soltanto accettando livelli di astrazione che conducono inevitabilmente ad una valorizzazione altamente ipotetica. In entrambi i casi la valutazione andrebbe effettuata al netto degli effetti fiscali.

Talvolta un po' affrettatamente i criteri del costo sono richiamati solo per ricevere un giudizio di inadeguatezza rispetto ad obiettivi estimativi. In realtà si deve a mio parere ritenere che, in talune situazioni, avere contezza dei costi sostenuti e/o dei costi di ricostruzione possa contribuire ad alimentare il set di informazioni per giungere a definire un « valore », o meglio un possibile valore di scambio. Nella prospettiva ad esempio del soggetto venditore dell'*asset* suona evidente che questi voglia recuperare quanto meno i costi sostenuti, eventualmente aggiornati ai valori correnti, in tal modo fissando, o cercando di fissare, un *floor* alle diverse ipotesi negoziali. Analogamente, i costi di ricostruzione influenzano la prospettiva dell'acquirente dell'*asset*, il quale tenderà a considerare detti costi, comprensivi di una valorizzazione dei tempi necessari per raggiungere l'obiettivo, come un livello *cap* nell'ambito della trattativa. I livelli minimi e massimi inevitabilmente saranno incorporati nei prezzi fatti e quindi alimenteranno le serie storiche, o meglio la comune esperienza, con riferimento ai valori espressi da transazioni della medesima specie, in quanto riferibili a scambi aventi per oggetto beni di PI con caratteristiche sufficientemente omogenee.

I criteri basati sui flussi differenziali.

Questi criteri sono i più accreditati sotto il profilo teorico, nel presupposto che il valore derivi dai benefici economici futuri realisticamente associabili al possesso e allo sfruttamento commerciale di un dato *asset*, misurabile secondo un approccio differenziale, vale a dire volto a catturare il flusso netto incrementale riferibile al bene in questione, naturalmente anche netto di imposta. Se questa impostazione risulta condivisibile e condivisa sotto il profilo concettuale, essendo del tutto coerente con le logiche generali delle analisi e delle valutazioni finanziarie, l'applicazione appare tutt'altro che agevole; al contrario è irta di difficoltà e richiede molteplici decisioni in merito alla stima delle singole componenti del flusso netto differenziale.

Nel caso dei marchi, ad esempio, può farsi riferimento ai flussi di cassa attesi incrementali riconducibili a maggiori fatturati per effetto di maggiori quantità vendibili e/o più elevati prezzi, rispetto ad un'operatività che non benefici dei marchi in questione. In particolare, nella prospettiva di chi di-

sponde del « bene », la stima si fonderà su ardue assunzioni in merito ai minori fatturati che deriverebbero dall'offerta sul mercato dei medesimi beni/servizi privi di marchio, nonché sui differenziali di prezzo. Relativamente alle quantità, ciò presuppone una sufficientemente chiara percezione dei fattori rilevanti nei processi di acquisto della clientela, la quale può risultare variamente sensibile agli stimoli derivanti dalla riconoscibilità del prodotto e dalla fiducia nel marchio, rispetto ai profili qualitativi intrinseci al prodotto stesso, in quanto suscettibili di apprezzamento autonomo. Ma richiede anche, quanto meno nel caso di beni di largo consumo, la stima delle realistiche possibilità di vedere garantita una presenza, per nulla scontata, sugli scaffali della grande distribuzione in assenza di un marchio riconosciuto dal consumatore.

Relativamente invece ai differenziali di prezzo, questi sono apparentemente di più agevole rilevazione, per quanto sul mercato possano anche non risultare individuabili beni uguali realmente privi di marchio. Il confronto potrà se mai essere effettuato con i prezzi di prodotti caratterizzati da marchi « minori », eventualmente a diffusione locale, oppure con i marchi della grande distribuzione. Questi ultimi peraltro hanno dimostrato una grande capacità di penetrazione, sicché i relativi differenziali di prezzo con affermati marchi di prodotto tendono a sottostimare il valore del marchio.

Nella prospettiva del soggetto potenzialmente interessato ad acquisire il marchio, la stima dei benefici netti incrementali attesi, per gli effetti quantità e prezzo, presenta le medesime difficoltà accennate. In particolare, relativamente alle quantità, dovrà essere stimata la capacità del soggetto acquirente di catturare quote di mercato già del soggetto cedente, il quale di regola, per svariate ragioni, risulta in uscita dal settore di interesse in riferimento al marchio oggetto di valutazione. Appare infatti ben poco plausibile l'ipotesi che un'impresa si privi del marchio, ma intenda confermare la volontà di commercializzare i prodotti precedentemente associati al marchio medesimo. Nella stima dell'incremento delle quote di mercato per attrazione di quote già del cedente, andrà evitato un eccesso di ottimismo implicito nell'ipotesi di poter conseguire i medesimi fatturati medi del cedente stesso. Naturalmente possono riscontrarsi le situazioni più variegata: forse più frequente il caso di una parziale dispersione della capacità attrattiva del marchio dopo la cessione, ma non può escludersi al contrario che si verifichi un effetto di rivitalizzazione dello stesso, con o senza il supporto di specifiche iniziative, nel trasferimento dell'*asset* da un contesto con profili di deterioramento ad uno più dinamico e orientato alla creazione di valore.

Sempre nella prospettiva del cessionario, andrebbe esplicitato se la stima si fonda su aspettative che sono influenzate da programmi di investimento per il rilancio del marchio, oppure prescindono da questi. Le logiche valutative evidentemente non cambiano, ma nel primo caso andranno considerati i flussi differenziali connessi agli esborsi netti della specie.

Nella stima del valore di un marchio si tende a focalizzare l'attenzione sui fatturati incrementali associabili al marchio medesimo, lasciando in secondo piano o del tutto trascurando una riflessione sui costi incrementali, che si assumono per semplicità strutturalmente coerenti con le condizioni nelle quali il ciclo di acquisto-produzione-vendita si svilupperebbe senza i

benefici del marchio oggetto di valutazione. In altri termini, e prescindendo dall'effetto prezzo, la marginalità connessa ai fatturati incrementali si assume per lo più in linea con le condizioni operative e commerciali in assenza dei benefici del marchio. Ciò costituisce un'evidente semplificazione, i cui effetti vanno valutati al fine di comprendere se le implicazioni sulle strutture di costo siano non materiali, e quindi possano essere trascurate, oppure debbano essere esplicitamente considerate nell'analisi differenziale.

L'ipotesi secondo la quale nell'analisi in oggetto tali effetti possano risultare rilevanti pare realistica. Si consideri infatti che per lo più risulta associata al marchio una fondata percezione di qualità nel mercato di riferimento, conseguenza ad esempio di accurate scelte con riferimento ai materiali, al *design*, ai processi di produzione, al servizio post vendita, e via dicendo, i quali si riflettono di regola in strutture di costo disomogenee rispetto a quelle che caratterizzano prodotti analoghi caratterizzati da marchi meno riconosciuti.

Un altro aspetto che di frequente risulta trascurato nella valutazione di beni di PI attiene ad una più corretta stima dei flussi di cassa differenziali, rispetto a flussi di natura reddituale, più diffusamente utilizzati essenzialmente per la minore complessità che la stima di questi flussi comporta. In realtà nella stima dei benefici economici attesi associabili ad un *asset* della PI non possono concettualmente adottarsi approcci diversi rispetto a quelli consolidati in tema di *capital budgeting*. In definitiva l'acquisizione di un marchio o di un brevetto costituisce un « investimento », da valutarsi in base al valore attuale dei flussi di cassa differenziali, al lordo degli oneri finanziari e netti di imposti, riconducibili a quell'investimento. Sicché nella stima del flusso di cassa dovrebbe tenersi conto degli effetti finanziari derivanti dalle dinamiche del circolante commerciale a seguito di variazioni del fatturato per quantità e prezzi, tenuto conto della durata del ciclo del circolante, che peraltro può risultare ben diversa da quella che caratterizza il settore nelle componenti qualificate da marchi minori o della grande distribuzione.

Si osservi che la medesima logica differenziale è da applicarsi anche nel caso un po' estremo in cui l'acquisizione di un marchio avvenga nella prospettiva di eliminarlo progressivamente dal mercato, al fine di acquisire per tal via quote di fatturato incrementali catturate però da marchi già nella titolarità del soggetto acquirente anziché dal marchio oggetto di acquisizione.

Nella valutazione del marchio, quindi nella stima dei flussi differenziali, potrà tenersi conto anche delle opportunità in termini di *brand extension*, vale a dire dei benefici differenziali attesi derivanti dall'eventuale proposta al mercato di beni solo parzialmente omogenei, oppure anche disomogenei, rispetto a quelli commercializzati con il marchio in oggetto. Naturalmente ciò comporta una realistica stima dei costi differenziali, di esercizio e per investimenti, connessi ad un'operatività con la quale il soggetto potrebbe non avere una consolidata familiarità. Il che troverà riflesso in adeguati parametri di rischio da incorporarsi nella valutazione.

La stima del valore di un marchio riferibile a beni strumentali presenta talune specificità, non rispetto al profilo metodologico, che ha valenza

generale, ma in sede applicativa. Innanzitutto il criterio delle *royalties*, del quale si dirà oltre, risulta di regola inapplicabile nel caso di specie, essendo piuttosto irrealistica l'ipotesi di prendere a riferimento concessioni a licenza comparabili. A meno evidentemente che lo stesso marchio sia, o sia stato, oggetto di specifici contratti di licenza, sicché hanno avuto luogo una o più reali transazioni a valere su quell'*asset*. Ciò premesso, le specificità derivano dai peculiari processi di acquisto che caratterizzano un bene strumentale rispetto ad un bene di consumo. Nel primo caso può ritenersi in linea di principio che l'acquirente sarà relativamente poco influenzato dal marchio, essendo di regola in grado di effettuare anche autonomamente una accurata valutazione del rapporto qualità/prezzo del bene, apprezzandone l'efficienza, la robustezza, l'affidabilità, il contenuto tecnologico, i fabbisogni di manutenzione etc. Il processo di acquisto, in altri termini, si sviluppa su basi più razionali e meno emotive.

Nella prospettiva del potenziale acquirente del marchio, quindi, e molto più di quanto accada nel settore dei beni di consumo, condizione necessaria perché possano formularsi aspettative di fatturati incrementali è data dalla capacità di proporre al mercato un prodotto caratterizzato da profili qualitativi in linea con i prodotti già commercializzati dal cedente. In tal caso andrà realisticamente stimata la quota del fatturato medio del cedente stesso che possa prospetticamente considerarsi acquisibile dall'acquirente del marchio. A questi effetti andranno eventualmente aggiunti altri benefici, o al contrario fenomeni di cannibalizzazione, che possano riverberarsi sull'operatività già in essere in capo al potenziale acquirente del marchio.

Anche il valore di brevetti può essere stimato mediante l'approccio basato sui flussi differenziali. Specifiche complessità sorgono qui in ragione della necessaria conoscenza dell'ambiente tecnico e tecnologico nel quale si colloca la privativa oggetto di valutazione, delle sue prospettive evolutive e degli orizzonti temporali su cui queste possano manifestarsi. Posto che siano superabili su basi di ragionevolezza le difficoltà di lettura dell'ambiente, con l'ausilio di tecnici specialisti di settore, la stima dei flussi di cassa incrementali, per maggiori ricavi e/o minori costi resi possibili dalla tecnologia protetta, seguirà la generale impostazione volta alla verifica dei flussi differenziali netti di imposta e al lordo degli oneri finanziari. Una accurata *due diligence* legale, come e ancor più rispetto al caso del marchio, risulterà necessaria per definire il perimetro geografico, temporale e tecnico della protezione legale offerta dalla privativa.

A questo proposito si ricorda, incidentalmente, l'iniziativa che ha dato luogo alla piattaforma di analisi elaborata da Ministero per lo Sviluppo Economico (MSE), Associazione Bancaria Italiana (ABI), Confindustria, Conferenza dei Rettori delle Università Italiane (CRUI) per la valutazione dei brevetti, nonché al relativo « Protocollo d'intesa » firmato il 21 ottobre 2008. Detta « piattaforma » costituisce un modello essenzialmente qualitativo molto articolato e completo, in grado di guidare l'analista che voglia considerare le numerose variabili di contesto e aziendali, economiche e tecniche, rilevanti nella valutazione dei brevetti. In quanto tale non può definirsi un

autonomo « criterio » valutativo, bensì una *check list* di temi da affrontare nel corso del processo estimativo⁽¹⁾.

In merito all'orizzonte temporale della valutazione, ritengo che, per conferire credibilità alla stima, questo vada definito sempre in modo sufficientemente prudentiale, sia nella valutazione di marchi, sia nella valutazione di brevetti. Valutazioni su irrealistici orizzonti presentano intrinseci profili di debolezza, non solo per l'ovvia e crescente incertezza che sempre caratterizza i flussi attesi più lontani, ma anche per la necessità di formulare aspettative, oltreché sulle possibili dinamiche di mercato, sulle azioni e sugli investimenti da porre prospetticamente in essere al fine di ottenere quella conservazione e sviluppo del valore nel tempo che giustifica l'orizzonte prescelto.

I criteri basati sulle *royalties*.

Questi criteri fondano la stima del valore ancora su flussi di cassa espressione dei benefici ottenibili dalla PI, ma nell'ipotesi che l'*asset* immateriale sia oggetto di un contratto di licenza con una parte terza licenziataria, la quale si impegni a pagare periodicamente *royalties* al soggetto licenziante. Ove sia possibile formulare ipotesi in merito al *royalty rate* in un ideale contratto di licenza, la stima del valore risulta indubbiamente semplificata, non dovendosi procedere ad una previsione analitica dei flussi di reddito e di cassa differenziali, secondo quanto riassunto al punto precedente. Ciò anche nell'assunto che detti flussi di reddito e di cassa differenziali, che comunque costituiscono la determinante ultima del valore, trovino la loro sintesi proprio nel *royalty rate*⁽²⁾.

Il criterio in esame può però essere preso in considerazione se vi sono attendibili punti di riferimento per valorizzare la *royalty*, assunti dall'esperienza dello stesso soggetto licenziante o fondati su attendibili informazioni relative a contratti di licenza per diritti della specie in condizioni sufficientemente omogenee. Anche in questo caso l'orizzonte temporale della valutazione dovrà denotare quei caratteri di prudenzialità sopra richiamati.

Come già accennato, il tasso di *royalty* trova fondamento nei benefici attesi dallo sfruttamento della privativa nell'economia di gestione del licenziatario. Poiché detti benefici dovranno essere ripartiti tra licenziante e licenziatario — ciò al fine di soddisfare gli obiettivi di equilibrio economico del licenziatario, ma attribuendo al licenziante una quota sufficiente a scoraggiare lo sfruttamento in proprio dei diritti di cui dispone — ne consegue che il criterio delle *royalties* tende necessariamente a sottostimare il valore dell'*asset* immateriale oggetto di valutazione. Il che è ovviamente

(1) Sul punto si rinvia al commento di A. ALBERICI, F. QUERCI, *La valutazione dei brevetti per il finanziamento dell'innovazione: stato dell'arte e problemi aperti*, in *Bancaria*, n. 3, 2010.

(2) Un'applicazione del criterio, con spunti originali, è stata di recente proposta da: L. POZZA, A. CAVALLARO, *Alla ricerca della dimostrabilità nelle valutazioni degli intangibili: la stima del royalty rate*, in questa *Rivista*, n. 3/2009.

tanto più evidente quanto più elevata è la quota di profitto lasciata al licenziatario e implicita nel *royalty rate*.

Di seguito si espone un semplice esempio⁽³⁾, nel quale si ipotizza che si voglia definire un tasso di *royalty* di equilibrio ove si intenda riconoscere al licenziatario e al licenziante rispettivamente una quota del 70% e del 30% del profitto atteso (qui inteso come utile ante imposte) derivante dallo sfruttamento della privativa da parte del licenziatario. Si ipotizza inoltre che il licenziante voglia realizzare incassi secondo un certo profilo temporale; in particolare il 50% articolato sui primi tre anni a titolo di *base payment* ed il restante 50% mediante una *royalty* annuale commisurata al fatturato. Il tasso di attualizzazione dei flussi attesi sia pari al 10%.

Allocazione profitto (sull'utile ante imposte)	
Licenziatario	70%
Licenziante	30%
Licenziante: distribuzione incassi	
anno 0 (<i>base payment</i>)	20%
anno 1 (<i>base payment</i>)	15%
anno 2 (<i>base payment</i>)	15%
anni 1-10 (incassi annui)	50%

In base a date ipotesi circa lo sviluppo atteso dei fatturati incrementali e circa la marginalità nell'economia di gestione del licenziatario su un orizzonte temporale di dieci anni, si desume che il licenziante ha titolo per incassare un importo complessivo attualizzato pari a k-euro 52.962, per metà distribuito fra l'anno zero e l'anno due e per metà a partire dal primo anno fino al decimo sotto forma di *royalty*. Mediante un calcolo iterativo si perviene a determinare che il tasso di *royalty* sul fatturato che soddisfa i vincoli posti è pari al 5,09%.

(3) Adattamento da: M.J. DANSKY, *Valuation and Negotiation of Pricing for Licence Agreements*, International Patent Licencing Seminar, January 25, 2005 (www.ryutu.inpit.go.jp/seminar_a/2005/pdf/25/C2/dansky.pdf).

Anni	0										Totali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Conto economico (migliaia di euro)	nominale % dei ricavi										
Fatturato	25.000	50.000	100.000	150.000	150.000	150.000	125.000	100.000	50.000	25.000	925.000
Costo del venduto	-10.000	-20.000	-40.000	-60.000	-60.000	-60.000	-50.000	-40.000	-20.000	-10.000	-370.000
Margine lordo	15.000	30.000	60.000	90.000	90.000	90.000	75.000	60.000	30.000	15.000	555.000
Altri costi operativi	-7.500	-15.000	-30.000	-45.000	-45.000	-45.000	-37.500	-30.000	-15.000	-7.500	-277.500
Utile prima delle imposte	7.500	15.000	30.000	45.000	45.000	45.000	37.500	30.000	15.000	7.500	277.500
Quota di competenza del licenziatario	5.250	10.500	21.000	31.500	31.500	31.500	26.250	21.000	10.500	5.250	
Quota di competenza del licenziante	2.250	4.500	9.000	13.500	13.500	13.500	11.250	9.000	4.500	2.250	
<i>Totale</i>	7.500	15.000	30.000	45.000	45.000	45.000	37.500	30.000	15.000	7.500	
Calcolo dei pagamenti a favore del licenziante											
NPV (convenzione pagamento a metà anno)	2.145	3.901	7.092	9.671	8.792	7.992	6.055	4.403	2.002	910	
NPV cumulativo (convenzione pagamento a metà anno)	2.145	6.046	13.138	22.808	31.600	39.592	45.647	50.051	52.052	52.962	
<i>Base payment</i> (nominale)	8.739	9.613									28.944
<i>Base payment</i> (attualizzato)	7.944	7.944									26.481
<i>Royalty</i> annuale sul fatturato (nominale)	1.272	2.544	5.087	7.631	7.631	7.631	6.359	5.087	2.544	1.272	47.055
<i>Royalty</i> annuale sul fatturato (attualizzata)	1.156	2.102	3.822	5.212	4.738	4.307	3.263	1.183	493	205	26.481
Pagamenti totali (nominali)	10.010	12.156	5.087	7.631	7.631	7.631	6.359	5.087	2.544	1.272	75.999
Pagamenti totali (attualizzati)	9.100	10.046	3.822	5.212	4.738	4.307	3.263	1.183	493	205	52.963
Tasso di <i>Royalty</i>	5,09%										

L'esempio pone chiaramente in evidenza come si configurerebbe una sottostima del valore della privativa oggetto del contratto di licenza, ove si prendesse a base della valutazione il *royalty rate*, il quale è frutto necessariamente della risultante negoziale in merito al criterio di ripartizione dei benefici. Se infatti si ipotizzasse una ripartizione dei benefici invertita (70% al licenziante e 30% al licenziatario), il tasso di *royalty* di equilibrio risulterebbe pari all'11,9% circa.

Da quanto sopra consegue che, a fronte della relativa semplicità applicativa, i criteri basati sulle *royalties* si rivelano caratterizzati da un insuperabile *deficit* informativo, potendosi inferire solo in modo molto approssimativo su come la ripartizione dei benefici si sia riflessa in concreto sul tasso di *royalty*, per giunta in condizioni di omogeneità imperfetta tra la privativa oggetto di valutazione e quelle rispetto alle quali siano eventualmente acquisibili informazioni di riferimento.

I criteri basati sui prezzi espressi da transazioni comparabili.

Anche questi criteri di tipo sintetico mirano a semplificare la stima del valore, nel presupposto peraltro che i prezzi fatti per diritti di PI comparabili riflettano a loro volta una stima dei benefici riconducibili allo sfruttamento delle privative e comunque costituiscano un « oggettivo » punto di incontro di domanda-offerta capace di riflettere valutazioni sufficientemente condivise. Sotto il profilo applicativo sono ricercate informazioni in merito ai multipli rispetto a qualche margine economico intermedio (ad esempio Ebitda) riflessi in valori di scambio per transazioni aventi ad oggetto privative relativamente omogenee.

Il costo del capitale nella valutazione della Proprietà Industriale.

Nei criteri basati sui flussi differenziali una variabile chiave nel processo valutativo è rappresentata dal tasso di attualizzazione. Che questo debba riflettere i rendimenti correnti di mercato ed un congruo premio al rischio è pacifico.

Nelle più generali valutazioni di capitale economico si distinguono quelle *asset side* da quelle *equity side*. Nel primo caso si determina notoriamente l'*Enterprise Value*, che richiede di essere depurato dell'indebitamento finanziario netto per giungere al valore dell'*equity*; il tasso di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale (WACC) rispetto alla struttura finanziaria tendenziale obiettivo, nel presupposto che il flusso di cassa atteso netto di imposta ma al lordo del servizio del debito debba prospetticamente « remunerare » le complessive risorse finanziarie che saranno a disposizione dell'impresa, secondo una proporzione riflessa nella ponderazione implicita nel costo medio del capitale. Con l'approccio *equity side* il flusso di cassa è al netto del servizio del debito e dei relativi effetti fiscali; il costo del capitale è qui inteso come costo dell'*equity*, risultando appunto i flussi netti inerenti al debito stesso già detratti dal flusso di cassa operativo. Detti flussi sono quindi chiamati a remunerare i soli azionisti ed il

costo dell'*equity* costituisce per questi la soglia minima di rendimento atteso.

Trasferire questi concetti consolidati nella valutazione di beni di Proprietà Industriale non è immediato. Talvolta si aggira nella pratica questa difficoltà, mediante una valutazione basata sui c.d. « equivalenti certi » e adottando quindi un tasso di attualizzazione riflesso dei rendimenti per investimenti privi di rischio, oppure — in modo più agnostico — mediante un'analisi di sensibilità del « valore » cercato rispetto al tasso, evidenziando un *range* di valutazioni all'interno del quale collocare una ragionevole stima. Qualora invece si voglia procedere alla considerazione esplicita di un « costo del capitale » dovrà farsi necessariamente riferimento al concetto di WACC: i flussi differenziali, infatti, sia nella prospettiva del cedente sia in quella del cessionario, non potranno che essere al lordo del servizio del debito, non potendosi realisticamente configurare l'attribuzione non arbitraria di una quota di debito all'*asset* oggetto di valutazione al fine di pervenire ad una sorta di valutazione *equity side* della PI.

Ci si domanda, piuttosto, se, nella componente *equity* del WACC, il generico *risk premium* riferibile all'impresa nel suo complesso sia idoneo a riflettere il rischio attribuibile specificamente ai flussi differenziali espressione dei benefici derivanti dalla PI oggetto di valutazione⁽⁴⁾. Sembra ragionevole, in premessa, respingere l'ipotesi di voler stimare diversamente il *risk premium* sui flussi negativi rispetto a quello riferibile ai flussi positivi, e non solo per il conseguente incremento della complessità cui non necessariamente sarebbe connesso un aumento dell'accuratezza della stima, ma anche perché i flussi attesi negativi sono per lo più trainati prospetticamente da quelli positivi, sicché sui primi tende a scaricarsi la medesima aleatorietà che caratterizza i secondi. Più interessante invece, a mio parere, l'ipotesi di introdurre un premio al rischio che possa eventualmente anche differire da quello associabile all'impresa nel suo complesso. Sotto questo profilo può infatti ritenersi che gli specifici flussi differenziali in oggetto siano qualificabili per un livello di rischio minore o maggiore, sia in quanto riflesso di una peculiare operatività, non necessariamente ben rappresentata nel *risk premium* per l'impresa, sia in quanto detti flussi, separati dai flussi complessivi, non beneficino degli effetti di portafoglio che si ottengono nella economia della più ampia e articolata gestione dell'impresa. Se sul piano teorico quanto affermato può ritenersi plausibile, sotto il profilo operativo si rileva alquanto arduo identificare parametri di rischio specifici nella prospettiva valutativa oggetto di queste note.

Valore della Proprietà Industriale e merito di credito: il caso dei brevetti.

Non sembra possibile delineare una griglia di riflessioni comuni alle

⁽⁴⁾ Sul punto anche: J. RUGMAN, T. HADJILOUCAS, *Valuing IP and determining the cost of capital*, in *IP Value 2005 - Building and enforcing Intellectual Property value*, *Intellectual Asset Management*, Magazine.

varie categorie di diritti di PI (principalmente brevetti, marchi, disegni industriali, *know how*) con riferimento al rilievo che assumono, o potrebbero assumere, nelle valutazioni del merito di credito da parte degli istituti finanziari. Sembra peraltro evidente che attualmente, in sede di istruttoria per la concessione o il rinnovo dei fidi, l'attenzione agli specifici *asset* di PI, ove presenti, risulta piuttosto bassa o nulla⁽⁵⁾.

La responsabilità di questa scarsa attitudine va forse ricercata da un lato nella diffusa convinzione presso le banche che il valore di questi specifici intangibili si riflette nella più generale capacità dell'impresa di mantenere un proprio equilibrio economico-finanziario. Pertanto le tradizionali analisi quali-quantitative sull'impresa e sui bilanci, storiche e prospettive, risulterebbero implicitamente in grado di riassumere negli indicatori rilevanti anche queste componenti del valore, ove queste siano sufficientemente concrete. D'altro lato le stesse imprese, forse con l'esclusione di talune macro-imprese, non hanno prestato sufficiente attenzione al profilo della comunicazione con le controparti finanziatrici, limitandosi all'informativa di bilancio minima richiesta dalle norme codicistiche o dagli altri principi contabili di riferimento (IAS/IFRS).

Come si è accennato, non può generalizzarsi con riferimento ad un astratto percorso virtuoso affinché gli istituti finanziari valorizzino adeguatamente gli intangibili oggetto di queste note. A fini espositivi sarà quindi necessario quanto meno distinguere i vari *asset* e la fase del ciclo di vita rilevante per gli stessi, ed eventualmente per l'impresa nel suo complesso. Si considerino separatamente i due principali beni di PI, i brevetti e i marchi.

Relativamente ai brevetti occorre interrogarsi più in generale sul ruolo del mercato finanziario nel supporto alla ricerca e all'innovazione, distinguendo però l'ipotesi in cui questa sia sviluppata in seno a *start-up*, rispetto a quella in cui trovi accoglienza nell'ambito di realtà imprenditoriali già affermate e consolidate. In quest'ultimo caso è realistico ritenere che il finanziatore valuti il merito di credito dell'impresa, piuttosto che del singolo progetto, idea innovativa o brevetto, accettando di accompagnare la stessa nello sviluppo delle innovazioni in *pipeline* se i complessivi equilibri economici e finanziari lo giustificano.

Diverso è evidentemente il caso della *start-up* o di quell'impresa di medie dimensioni che, grazie alle rilevanti innovazioni in progetto, si proponga un salto culturale, dimensionale, operativo, che richiede un significativo sostegno finanziario in presenza di un rischio imprenditoriale elevato. È quindi l'ipotesi di un'impresa di nuova costituzione, nata intorno alla *business idea*, oppure quella di un'impresa già esistente, ma che voglia investire in un progetto che implica scarsa continuità con il passato per tentare di avviare un nuovo ciclo⁽⁶⁾. Suona ragionevole che la struttura finanziaria

⁽⁵⁾ In argomento anche L. FACCINCANI, *La valorizzazione della proprietà intellettuale di impresa nel corporate lending*, Giuffrè Editore, 2009.

⁽⁶⁾ È il caso concreto ad esempio di un'impresa di medie dimensioni del settore farmaceutico, operante per lo più in conto terzi, che si propose di finanziare un'attività di ricerca in ambito biotecnologico, in collaborazione con laboratori e ricercatori internazionali prestigiosi, per

destinata ad accompagnare le fasi di introduzione e sviluppo veda una presenza di mezzi propri coerente con il rischio di impresa, pertanto deve ritenersi che, oltre allo stesso imprenditore, intermediari finanziari specializzati, e i loro interventi nelle forme del *venture capital* e del *private equity*, siano principalmente chiamati a valutare la sostenibilità dei progetti innovativi⁽⁷⁾. In questa fase risultano di grande rilevanza credibili *Business Plan*, che diano conto di un possibile percorso destinato a sfociare in tempi ragionevoli in una condizione di equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa.

È chiaro che se l'attività di ricerca e sviluppo genera un brevetto, quindi un formale e sostanziale riconoscimento dell'originalità della scoperta e dell'invenzione, il rischio di progetto tende a diminuire ma rimane relativamente elevato, per le incertezze che gravano sulle fasi di realizzazione, ulteriore sperimentazione, avvio di una produzione su larga scala, commercializzazione, in un contesto ove le reazioni dei *competitors* spesso non sono immediatamente note né facilmente prevedibili. Le valutazioni del merito di credito dovrebbero tuttavia migliorare in modo significativo ed il finanziamento bancario potrebbe divenire più disponibile.

I condizionali riflettono proprio la diffusa dicotomia fra astratte condizioni e concreta operatività. In pratica le banche di regola non attribuiscono un significativo valore ai brevetti così ottenuti e i processi valutativi adottati non consentono ordinariamente di catturare quel valore. Anche i moderni modelli di *rating*, quale che sia il livello di sofisticazione, assegnano pesi alla componente qualitativa e alle informazioni previsionali insufficienti nella prospettiva di valorizzare la PI discriminando a favore di quella controparte che abbia progetti innovativi e che li abbia condotti allo stadio della brevettazione. Non si vuole qui genericamente affermare, secondo un diffuso approccio un po' demagogico, che il sostegno delle banche alle imprese, ed in particolare alle PMI, dovrebbe essere più ampio e coerente con la funzione creditizia istituzionale. Al contrario, si sostiene che la valutazione del merito di credito dovrebbe essere più selettiva e che i processi valutativi dovrebbero lasciar emergere, anziché trascurare, il potenziale delle imprese che investono in innovazione. Del resto, e sia detto senza alcuna ironia, i processi di valutazione del merito di credito adottati dalle banche e i relativi modelli di *rating* sono stati travolti dalla crisi, che ha visto esplodere a partire dall'anno 2008 i crediti eufemisticamente definiti

sviluppare nuove molecole destinate ad aggredire gravi e diffuse patologie mediante soluzioni di nuova generazione. L'impresa in questione tentò all'epoca dei fatti di ottenere l'ammissione alla quotazione al « Nuovo Mercato » per raccogliere i necessari capitali, ma nella fattispecie l'iniziativa fu ritenuta da Borsa Italiana non sufficientemente matura e la domanda formale non fu mai presentata. In considerazione delle rilevanti asimmetrie informative e delle esigenze di tutela degli investitori, correttamente può infatti ritenersi che il ricorso al mercato del capitale di rischio debba se mai seguire una fase di irrobustimento patrimoniale a carico dello stesso soggetto economico e di accreditamento presso intermediari specializzati nel finanziamento di iniziative imprenditoriali.

⁽⁷⁾ È il tema affrontato da F. GUELPA, *Crescita dell'impresa e complessità finanziaria*, Banca Intesa Studi e Ricerche, maggio 2005.

« deteriorati »⁽⁸⁾. Forse è quindi maturo il tempo per una integrazione degli approcci tradizionali, in una prospettiva di « prudente » finanziamento dell'innovazione, soddisfacendo un bisogno reale e quindi, senza addurre esigenze collettive e di sistema, nell'interesse di medio periodo degli stessi intermediari.

Migrando dalle dichiarazioni di principio verso spunti più operativi, occorre sottolineare come le banche potrebbero attrezzarsi con proprie strutture interne, eventualmente supportate da soggetti esterni qualificati in virtù delle specifiche competenze maturate. A questo proposito, il rapporto con le università e i centri di ricerca potrebbe divenire finalmente un terreno di incontro quanto meno da testare per rendere concreta quella dichiarata volontà di integrazione fra due mondi fino ad oggi troppo separati e distanti. Potrebbero ipotizzarsi convenzioni con gli atenei in base alle quali questi forniscano una valutazione qualitativa dei brevetti, sfruttando anche il lavoro istruttorio e di analisi metodologica condensato nella citata « piattaforma » elaborata da MSE, ABI, Confindustria e CRUI per la valutazione dei brevetti e nel solco del « Protocollo d'intesa » dell'ottobre 2008. Va peraltro evidenziato come, per quanto mi consta, la conoscenza della stessa esistenza del protocollo risulti ancora ben poco diffusa nel settore bancario come pure presso le imprese.

Alla valutazione qualitativa, che di regola richiede robuste competenze tecnico-scientifiche, andrebbe associata una stima del valore economico del brevetto, per la quale una conoscenza non superficiale dei principi e delle tecniche della finanza aziendale risulta indispensabile. Quest'ultima valutazione, quindi, andrebbe evidenziata non tanto o non soltanto nella eventuale prospettiva della cessione del brevetto, della concessione di diritti di sfruttamento nell'ambito di contratti di licenza, o dell'utilizzo del bene di PI quale collaterale di nuovi finanziamenti. Bensì al fine di raccogliere tutti gli elementi valutativi di natura economica e finanziaria che si condensano in un *range* di valori monetari da associarsi all'*asset* in oggetto, il che dovrebbe essere considerato di grande supporto ai fini delle decisioni sul merito di credito. Emergeranno infatti valorizzazioni modeste, riferibili a innovazioni minori, anche se non irrilevanti, in grado di incidere nella stessa misura sulle prospettive dell'impresa, come pure, auspicabilmente, valori ben più robusti, come riflesso di innovazioni più significative, con un maggior respiro temporale, suscettibili di trainare l'impresa verso uno sviluppo e una crescita meritevole di essere sostenuta anche finanziariamente.

Valore della Proprietà Industriale e merito di credito: il caso dei marchi.

Significative disomogeneità possono evidenziarsi con riferimento al caso dei marchi. Contrariamente ai brevetti, questi al momento della registrazione tendono ad avere un valore basso o nullo, dovendo essi ancora dimo-

⁽⁸⁾ Di particolare interesse il contributo di S. MIELI, *Fare credito in tempi di crisi*, in *Banccaria*, n. 3, 2010.

strare di costituire un motivo di distinzione e differenziazione qualitativa del prodotto nel mercato di riferimento. Solo in seguito, a volte dopo anni, il marchio può assumere in taluni casi un valore positivo di un certo rilievo. Talvolta, anche dopo il *default* dell'impresa, il marchio costituisce un valore importante, che può utilmente essere ceduto a beneficio dei creditori⁽⁹⁾.

Nelle valutazioni del merito di credito da parte delle banche la forza ed il valore del marchio difficilmente emergono come un elemento caratterizzato da un peso specifico significativo, in grado di influenzare il *rating*, quindi, deve ritenersi, quanto meno la disponibilità e il prezzo del credito per l'impresa. Suona evidente invece che, a parità di altre condizioni, la presenza di un marchio riconosciuto può influenzare positivamente le prospettive industriali e commerciali di un'impresa e quindi favorire ad esempio il superamento di una crisi temporanea, rispetto al caso di un'impresa che non possa contare su *asset* di PI di pari efficacia e valore.

Ma affinché le banche possano riconoscere pienamente, e quindi valorizzare, il marchio ai fini del merito di credito, risulta indispensabile che l'attitudine valutativa migri da un orientamento all'analisi storica fondata largamente sui dati di bilancio verso un approccio volto a identificare i *driver* del valore e proiettarne i riflessi nella programmazione economico-finanziaria. E parrebbe proprio questo il presupposto mancante per la valorizzazione del marchio in sede di valutazione del merito di credito: le banche sembrano ancora lontane da criteri decisionali di tipo ordinario orientati ai flussi e agli equilibri prospettici, salvo nel caso di interventi particolarmente significativi e a medio termine. I principali motivi possono forse essere riassunti nei seguenti: *a*) carenze nei processi di pianificazione soprattutto nelle PMI, *b*) minore discrezionalità nel processo valutativo da parte delle banche ove si analizzino prevalentemente informazioni storiche, *c*) insufficiente diffusione delle conoscenze per consentire su larga scala nelle banche di sviluppare autonome valutazioni prospettiche di settore e aziendali, *d*) necessità di automatizzare in una certa misura i processi valutativi e decisionali, per aumentarne la rapidità e ridurre i costi.

Di nuovo quindi, nello scenario illustrato che non è certo in via di superamento, una specifica stima del valore dei marchi aziendali può opportunamente integrare la fase istruttoria, permettendo di arricchire criteri valutativi per loro natura volti ad esaltare le performance storiche e gli equilibri correnti con valutazioni — quelle implicite nel valore dei marchi — che non possono che essere orientate al futuro e alla prospettica capacità di creazione di valore.

⁽⁹⁾ È il caso, ad esempio, del marchio «Scala» che ha conservato il suo valore dopo l'ammissione del gruppo omonimo (settore carta e detergenza) alla procedura di «amministrazione straordinaria» in data 22 giugno 2001 con un programma di cessioni. Si noti che le valutazioni effettuate per conto del commissario straordinario sui due rami di azienda evidenziavano un valore positivo di rilievo per il ramo carta e invece modesto per il ramo detergenza, che consisteva di impianti per la produzione di detersivi in polvere mentre il mercato si era ormai orientato verso i detersivi liquidi. Il vero *asset* di valore e cedibile era però proprio costituito dal marchio. A distanza di molti anni il marchio Scala, sia pure meno sostenuto da campagne di comunicazione e quindi meno diffuso di un tempo, è ancora nella memoria di gran parte dei consumatori.

Anche nel caso dei marchi, il supporto di specifiche esperienze esterne alla banca e di consulenze qualificate può risultare utile allo scopo. Ancora il patrimonio delle conoscenze disponibili presso le università e i centri di ricerca sembra largamente non sfruttato.

Considerazioni conclusive.

Nel corso della prima metà di questo decennio il tema del valore della proprietà industriale è divenuto di notevole attualità, ma per ragioni di altra natura rispetto a quelle evidenziate in queste note. Normative fiscali volte a consentire una rivalutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali, con riconoscimento fiscale, a certe condizioni, dei maggiori valori ai fini dei futuri ammortamenti e versamento immediato di un'imposta sostitutiva, hanno fornito stimolo anche alle rivalutazioni di diritti di PI. Abbiamo così assistito a rivalutazioni di marchi, ma anche brevetti e disegni industriali, per importi molto ingenti, con contropartita a patrimonio netto, a fronte di perizie estimative « indipendenti » — peraltro normativamente non ritenute necessarie — largamente autoreferenziali, prive di un riscontro con soggetti realmente terzi nell'ambito di una possibile compravendita o di una prospettata operazione di gestione straordinaria⁽¹⁰⁾.

La consapevolezza che una parte significativa del valore aziendale è spesso contenuta nei valori intangibili è però andata crescendo e consolidandosi, anche se ciò non si è ancora sempre tradotto in comportamenti conseguenti presso le imprese e le controparti bancarie.

L'analisi dell'impresa, o diagnosi aziendale, ha raggiunto livelli di sofisticazione elevati e una notevole articolazione e differenziazione in relazione agli obiettivi, alla dimensione e complessità dell'« oggetto » della valutazione, all'eventuale status di società quotata. In quest'ambito, anche le valutazioni del merito di credito hanno beneficiato degli sviluppi analitici derivanti dalla stratificazione e sedimentazione dell'esperienza professionale, degli approfondimenti dottrinali nazionali e internazionali, della crescente osmosi fra culture economico-aziendali europee continentali e anglo-americane, degli stimoli derivanti da normative di vigilanza prudenziale, dell'innalzamento del livello qualitativo dell'informativa finanziaria.

Soltanto nel caso di finanziamenti a medio-termine, eventualmente a

⁽¹⁰⁾ Mi è personalmente noto il caso di un'impresa del settore mobili-arredamenti, i cui marchi furono valutati, nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005, oltre venticinque milioni di euro da un perito indipendente. La società adottò poi facoltativamente per il consolidato 2005 i principi IAS/IFRS, continuando a presentare il bilancio della capogruppo secondo i principi e gli schemi codicistici. La capogruppo rivalutò quindi in bilancio i marchi in base ai valori di perizia, con un conseguente diretto effetto sul patrimonio netto. Si noti però che, poiché ai sensi dello IAS 38 la rivalutazione di beni immateriali privi di un mercato attivo, quali possono essere per definizione i marchi e i modelli ornamentali, non è ammessa, l'operazione a livello del bilancio consolidato fu annullata. A decorrere dal 2006 la facoltà di utilizzo dei principi contabili internazionali fu esercitata anche per il bilancio della capogruppo, con conseguente annullamento dell'operazione di rivalutazione anche nel bilancio di esercizio. Naturalmente non fu perduto il beneficio fiscale della rivalutazione, che risultava indipendente dai principi contabili adottati.

fronte di specifici progetti di investimento, o nel caso di ristrutturazioni finanziarie, all'analisi finanziaria su dati storici si è affiancata un'analisi prospettica, con simulazioni economico-patrimoniali e la predisposizione di piani finanziari interpretabili alla luce di business plan o piani industriali pluriennali.

I modelli di analisi, quale che sia il loro livello di formalizzazione in procedure specifiche o algoritmi valutativi, non possono prescindere dalla considerazione di profili attinenti all'ambiente/settore di riferimento, oltreché dei profili strettamente aziendali, correttamente inquadrando le variabili qualitative, andamentali ed economico-finanziarie rilevanti per la formulazione di un giudizio di affidabilità dell'impresa. Non sempre, peraltro, vi è a tutti i livelli coinvolti nella relazione banca-impresa una piena consapevolezza dell'incidenza e della rilevanza delle numerose variabili esterne di ambiente e interne di impresa dalle quali scaturisce il giudizio.

L'adozione dei modelli interni avanzati ai fini dei requisiti patrimoniali per rischio di credito, resa possibile dalla regolamentazione derivante dagli approcci c.d. di Basilea 2, se da un lato ha notevolmente contribuito alla sofisticazione delle analisi per la stima delle probabilità di insolvenza, d'altra parte non ha stimolato una crescente trasparenza dei giudizi, fondati in una misura significativa sulle risposte sintetiche sotto forma di *rating* fornite dai modelli medesimi.

In questo contesto di crescente sofisticazione analitica, i beni intangibili e, per quanto di specifico interesse in questa sede, i diritti di proprietà intellettuale e segnatamente di « proprietà industriale », non hanno fino ad ora trovato uno spazio adeguato nei processi valutativi delle banche, con l'eccezione di specifici casi di particolare rilevanza nei quali l'*asset* — ad esempio uno o più marchi — fosse oggetto di operazioni straordinarie realizzate da soggetti affidati.

È pur vero che l'eventuale disponibilità di questi *asset* si riflette sia sui generali equilibri economico-finanziari storici dell'impresa, sia su quelli prospettici. Sicché la capacità di creazione di valore riconducibile a queste risorse tende a confondersi nella complessiva dinamica aziendale, non è enucleata separatamente, ma non può dirsi del tutto sommersa e priva di qualsivoglia considerazione da parte della banca, sia pure indiretta.

In congiunture di mercato favorevoli e caratterizzate da generose politiche creditizie, forse una relativa disattenzione nei confronti delle risorse rappresentate dai diritti di proprietà industriale non è fonte di significativi vincoli finanziari per l'impresa. Al contrario, quando l'allocazione del credito diviene più selettiva, per la severità dei modelli, per lo stato di crisi dell'impresa, di settori o eventualmente dell'economia nel suo complesso⁽¹¹⁾, una migliore capacità discriminante dei processi valutativi assume notevole rilevanza e diviene un fattore di successo sia per l'intermediario creditizio, che migliora la composizione qualitativa del proprio portafoglio prestiti, sia per l'impresa affidata, che valorizza al meglio le proprie risorse.

⁽¹¹⁾ Gli effetti della crisi sul credito bancario sono stati evidenziati anche autorevolmente dal Governatore della Banca d'Italia: *Assemblea ordinaria dei partecipanti, Considerazioni finali*, Roma, 31 maggio 2010.

Sia che la banca, nell'ambito dei propri processi valutativi, attribuisca uno specifico « valore » alla proprietà industriale dell'impresa affidata, sia che essa la valorizzi nel complesso indistinto delle risorse tangibili e intangibili su cui si fonda la formula competitiva della stessa, avere una conoscenza adeguata di questi *asset* costituisce, o dovrebbe costituire, una necessità per la banca. Una condizione, infatti, necessaria per una reale conoscenza dell'impresa e delle fonti del valore che questa è in grado di generare.

In realtà non sembra frequente il caso in cui la banca abbia una visione sufficientemente precisa dei diritti di proprietà industriale in capo all'impresa. La mancanza di una idonea *disclosure* negli schemi di bilancio e nelle note al medesimo non ha certo contribuito a colmare questo *gap* informativo. Ciò implica che le sorgenti del valore non siano sempre chiare in sede di affidamento, talvolta con pregiudizio per la capacità della banca di consolidare una consapevole e duratura relazione di clientela. Né questa conclusione può dirsi resa meno pregnante in considerazione dell'operatività tipica della banca tradizionale, più orientata a finanziare il capitale circolante piuttosto che gli investimenti. Infatti da un lato il supporto finanziario delle banche è andato sempre più orientandosi verso un'assistenza ampia e diversificata, volta a coprire fabbisogni finanziari di natura eterogenea, d'altro lato risulta ben poco tranquillizzante l'astratta ipotesi di poter realmente rientrare degli utilizzi degli affidamenti « a breve termine » da parte dell'impresa in presenza di tensioni finanziarie non lievi.

Per le considerazioni svolte, si deve ritenere che i tempi siano ormai maturi perché le banche affrontino il tema della ricognizione della proprietà industriale delle imprese, della valorizzazione in sede di istruttoria di fido, dell'apprezzamento su basi continuative per poter seguire le dinamiche aziendali, e perfino dell'eventuale utilizzo degli intangibili in oggetto per l'impostazione di operazioni di finanziamento che siano specificamente garantite da quegli *asset*.

Non si tratta di un impegno di poco conto. Per operare in tal senso sono necessarie robuste basi tecnico-legali per inquadrare correttamente i « valori » censiti, per apprezzare la fondatezza, l'estensione anche geografica dei diritti, la forza che li caratterizza e il livello di protezione di cui beneficiano. Risulta poi indispensabile qualificare la « risorsa » intangibile, mediante differenti approcci secondo che si tratti di brevetti, disegni industriali, *know how*, marchi. In presenza di brevetti sarà necessario valutarne le potenzialità, o le potenzialità residue, di sfruttamento commerciale, i rischi che l'« invenzione » possa essere privata di valore dalla facilità di raggiungimento di analoghi risultati mediante diverse soluzioni tecniche o da violazioni rese possibili dall'applicazione di varianti minori per aggirare la privativa, e via enumerando. Sembra evidente che la banca non dispone delle competenze necessarie per entrare nel merito ai fini di una opportuna valorizzazione dei brevetti.

Eppure talvolta le fortune di un'impresa dipendono in una certa misura proprio da questi *asset* e dalla volontà/capacità di difenderli da mirate aggressioni. Non si pensi necessariamente a brevetti che costituiscono il risultato di importanti ricerche in settori di tecnologia avanzata. Vi sono numerosissime medie imprese che sfruttano brevetti « minori » e fondano la

propria formula competitiva e la stessa continuità aziendale su questi intangibili. Viene alla mente il caso reale — di cui si ha diretta conoscenza — di un'impresa che produce bastoncini da sci, sci-alpinismo e *trekking*, che dispone di un brevetto per un dispositivo applicato sull'impugnatura di un bastoncino « telescopico » da *trekking*, il quale consente di accorciare/allungare il bastoncino con un movimento del polso, quindi senza interrompere la marcia. Si tratta certamente di un modesto dispositivo, tuttavia protetto da un diritto di proprietà industriale che consente a questa impresa di esportare in decine di paesi un prodotto caratterizzato da una tecnologia produttiva decisamente povera. Ad analoghe conclusioni si giunge a partire da altro e diverso esempio di una media impresa che produce batterie per autoveicoli, le quali applicano un coperchio caratterizzato da uno speciale dispositivo per la fuoriuscita e quindi lo sfogo di gas acidi che la batteria stessa produce. Risulta quindi difficilmente accettabile che i finanziatori delle imprese cui si è fatto cenno non ritengano di dover far emergere questi beni immateriali, non valutando adeguatamente le potenzialità dell'impresa in relazione alla produzione e commercializzazione dei prodotti che contengono le soluzioni coperte da privativa e non valorizzando quindi la proprietà industriale della stessa impresa.

Anche nel caso dei marchi possono esporsi simili considerazioni. Ancora più numerose imprese devono la propria capacità di penetrazione nel mercato, attuale e prospettica, a marchi riconosciuti e apprezzati, per quanto « minori ». Marchi che devono comunque ricevere tutta la necessaria attenzione e difesa dagli attacchi di contraffattori sempre più spregiudicati, espressione di interessi economici riconducibili a paesi capaci di produrre a costi irrisori rispetto a quelli europei, introdotti per il tramite di società di trading italiane che sono costituite e liquidate con grande disinvoltura. Incidentalmente viene alla mente il caso di una conosciuta e apprezzata impresa che produce soles per scarpe sportive e per il tempo libero, distinte da un marchio noto e facilmente riconoscibile. Un prodotto di alta qualità, ma in fondo caratterizzato da una tecnologia consolidata e replicabile; un prodotto, in ogni caso, che può eventualmente essere proposto al mercato, da concorrenti spregiudicati e inclini alla contraffazione, con caratteristiche simili sotto il profilo dell'aspetto esteriore e ad un esame superficiale, ma con qualità di materie prime e di lavorazione ben più scadenti. Il che può costituire evidentemente un disturbo all'immagine e può determinare un danno economico alla società titolare del marchio.

Gli esempi possibili sono innumerevoli e tutti conducono, nella prospettiva di interesse ai fini di queste note, al medesimo interrogativo, vale a dire se le istruttorie di fido della banca prevedano un approfondimento circa il grado di dipendenza delle fortune dell'impresa dalla forza del suo marchio, se questo marchio conservi la sua forza di orientamento nei processi di acquisto del consumatore finale, se sia invece da ritenersi in declino o soggetto ad attacchi di una diffusa contraffazione, se sia aggressivamente difeso dalla società giudizialmente, oppure se vi sia una modesta attenzione ad esercitare i diritti che derivano dalla titolarità del marchio, e via enumerando. E ci si domanda ancora, in ogni caso, se la banca disponga delle professionalità necessarie per effettuare le valutazioni in argomento. Ritengo che la risposta sia prevalentemente negativa.

Se le banche ritengono che le problematiche qui evocate rivestono una certa importanza, allora credo che esse debbano attivarsi affinché siano le stesse imprese a fornire sui propri diritti di proprietà industriale ogni utile informazione, incoraggiandole a documentare questi *asset* immateriali, siano essi oppure no rilevati a bilancio, e a offrirne una « valutazione » economica, eventualmente non un « valore » in euro, ma un giudizio, meglio se supportato da professionisti specializzati e indipendenti. Alla banca spetta il compito di elaborare e interpretare le informazioni acquisite, in modo ordinato, sulla base di definite griglie di punti di approfondimento e di attenzione predisposte per le diverse categorie di diritti (brevetti, disegni industriali, marchi, ecc.). È realistico che, per giungere a strutturare il processo valutativo dei beni intangibili in argomento e forse per interpretare/integrare gli elementi informativi provenienti dall'impresa, la banca ritenga utile appoggiarsi a strutture e consulenti esterni, anche in una prospettiva di *outsourcing*. Ritengo che per la banca i benefici, direttamente economici e di immagine, siano di gran lunga superiori ai relativi costi incrementali.