

# **CONFINDUSTRIA VENETO EST INDICAM**

## **SEGRETI COMMERCIALI**

**COME GESTIRE IL VALORE NASCOSTO DELL'INNOVAZIONE**

**11 FEBBRAIO 2025**

***LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEI SEGRETI COMMERCIALI***

# IL CASO

- Azienda di medio-grandi dimensioni
- Settore tecnologico medio-alto
- Titolarità di specifico know-how tecnologico produttivo ultratrentennale, costantemente aggiornato nel corso degli anni, utilizzato in via esclusivamente interna
- Si propone occasione di cessione a titolo definitivo, alternativamente, del ramo d'azienda o del solo know-how
- Data del *closing* della cessione: entro il 2024
- Necessita perizia di stima del valore di cessione al 31.12.2024 del solo know-how per le conseguenti decisioni del management

# DATI FONDAMENTALI DEL KNOW-HOW

I dati fondamentali del know-how ai fini valutativi sono i seguenti:

- $i$  = Orizzonte atteso di vita economicamente utile = 15 anni
- Ricavi da prodotti frutto (anche) del know-how stimati costanti a valore 2025 = € 8.000.000
- Crescita stimata dei ricavi nei 15 anni: 2% (pari a crescita zero, considerando l'inflazione)
- $r$  = Premium cost/price: 8% dei ricavi
- Investimenti annui in R&S per aggiornamento tecnologico: 3% dei ricavi
- Nessun valore residuo alla fine dei 15 anni di vita economica utile

# DATI FONDAMENTALI AZIENDALI – AMBIENTALI

I dati fondamentali aziendali e ambientali ai fini valutativi sono i seguenti:

- Inflazione media stimata: 2%
- Costo del capitale *free risk*: 3,88%
- WACC = Costo del capitale medio ponderato: 9,10%
- $\sigma$  = scarto quadratico medio dei titoli del settore = 37,04%

# ALGORITMO DI VALUTAZIONE *STAND ALONE*

Il cosiddetto valore *stand alone* di un asset IP è quello che risulta valutandolo *rebus sic stantibus*, ovvero nell'ipotesi in cui non ci siano rilevanti cambiamenti nelle ipotesi di base che ne determinano i flussi di cassa alla data della stima.

L'algoritmo di valutazione è noto ed è quello di calcolo del valore attuale netto (*NPV*) dei flussi di cassa generati dal Know-How nel corso dei 15 anni di orizzonte temporale stimato:

$$\text{Valore attuale Know - How}_{\text{stand alone}} = \sum_{i=1}^{15} \frac{r * \text{ricavi}_i(KH)}{(1 + wacc)^i} - \sum_{i=1}^{15} \frac{\text{investimenti}_i(KH)}{(1 + wacc)^i}$$

# DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL KNOW-HOW

L'applicazione analitica dell'algoritmo che precede è il seguente:

Periodo n°	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	Totale
Anno	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	
Stima ricavi futuri in euro	8.000.000	8.160.000	8.323.200	8.489.664	8.659.457	8.832.646	9.009.299	9.189.485	9.373.275	9.560.741	9.751.955	9.946.994	10.145.934	10.348.853	10.555.830	138.347.335
Royalty stimata 8% dei ricavi	640.000	652.800	665.856	679.173	692.757	706.612	720.744	735.159	749.862	764.859	780.156	795.760	811.675	827.908	844.466	11.067.787
Stima investimenti 3% ricavi	240.000	244.800	249.696	254.690	259.784	264.979	270.279	275.685	281.198	286.822	292.559	298.410	304.378	310.466	316.675	4.150.420
Valore attuale royalty	586.618	548.442	512.750	479.382	448.185	419.018	391.749	366.255	342.420	320.136	299.302	279.824	261.614	244.588	228.671	5.728.952
Valore attuale investimenti	219.982	205.666	192.281	179.768	168.069	157.132	146.906	137.346	128.407	120.051	112.238	104.934	98.105	91.721	85.752	2.148.357
Valore attuale netto	366.636	342.776	320.469	299.614	280.115	261.886	244.843	228.909	214.012	200.085	187.064	174.890	163.508	152.868	142.919	3.580.595

Quindi:

- VALORE STAND ALONE DEL KNOW-HOW = € 3.580.595

# LA *CHANCE* AGGIUNTIVA DELL'ACQUIRENTE

Nel caso in parola, tuttavia, il possibile acquirente non comprerebbe soltanto il know-how *stand alone*, bensì anche una *Chance* di investire.

Difatti, il possibile acquirente è un'azienda di grandi dimensioni e ha la possibilità – investendo in R&S – di utilizzare il know-how anche nel processo produttivo di altri tre prodotti che la venditrice non produce.

# DIMENSIONI DELLA CHANCE D'INVESTIMENTO

La stima della venditrice è che l'acquirente, una volta acquisito il know-how nel 2024, possa investire in R&S su tre nuovi prodotti:

- € 3.000.000 nel 2025 sul primo prodotto aggiuntivo, ottenendo maggiori ricavi annuali pari a € 10.000.000 a partire dal 2026
- € 1.800.000 nel 2026 sul secondo prodotto aggiuntivo, ottenendo maggiori ricavi annuali pari a € 8.000.000 a partire dal 2027
- € 600.000 nel 2027 sul terzo prodotto aggiuntivo, ottenendo maggiori ricavi annuali pari a € 4.000.000 a partire dal 2028

Per semplicità, per la loro valutazione si mantengono gli stessi dati fondamentali ambientali, aziendali e del know-how della valutazione *stand alone*

# NATURA ECONOMICA DELLA CHANCE

Ovviamente, l'acquirente non sarà mai disposto a maggiorare il valore *stand alone* aggiungendo l'intero valore dei successivi investimenti, peraltro del tutto opzionali.

Il ragionamento dell'acquirente sarà semplice: « *Pagherò il valore stand alone perché già creato dal venditore. Non pagherò il valore dei nuovi investimenti perché puramente opzionali e, comunque, interamente realizzati da me. Quindi non pagherò ad altri ciò che creerò solo io* »

Purtuttavia l'acquirente, senza acquistare il know-how *stand alone*, non avrà alcuna opzione di investire. Pertanto l'acquirente, assieme al know-how *stand alone*, acquisterà necessariamente anche detta opzione.

E le opzioni si pagano.

# DEFINIZIONE DI OPZIONE

In ambito finanziario, un'opzione è così definita:

- una *call option* è un diritto, cartolare o meno, che dà al titolare la facoltà di acquistare in futuro un titolo/bene/diritto a un prezzo predeterminato detto *striking price*
- una *put option* è un diritto, cartolare o meno, che dà al titolare la facoltà di vendere in futuro un titolo/bene/diritto a un prezzo predeterminato detto *striking price*

Se l'opzione può essere esercitata solo a una data fissa si parla di *european stock option*, se l'opzione può essere esercitata in qualsiasi momento prima di una data fissa si parla di *american stock option*.

# CHANCE = OPZIONE

Adesso è chiara la natura della *Chance* e del suo valore economico: essa è una *put option* su un diritto di investire per lo sviluppo del know-how su nuovi prodotti, il cui *striking price* è il costo dell'investimento.

Si tratta, evidentemente, di un'*opzione reale* e non finanziaria, valutabile mediante il cosiddetto *Modello Cox-Ross-Rubinstein*, detto anche *modello binomiale*.

Pertanto, qui nel seguito si useranno come sinonimi le parole *Chance* e *opzione*.

# CF E VALORE ATTUALE LORDO DELLA CHANCE

I cash flow e i valori attuali lordi dei tre possibili investimenti in nuovi prodotti da parte dell'acquirente sono così riassumibili:

<b>Esercizio Opzione 1 (valori in euro)</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2031</b>	<b>2032</b>	<b>2033</b>	<b>2034</b>	<b>2035</b>	<b>2036</b>	<b>2037</b>	<b>2038</b>	<b>2039</b>	<b>Totale</b>
Stima ricavi futuri aggiuntivi	10.000.000	10.200.000	10.404.000	10.612.080	10.824.322	11.040.808	11.261.624	11.486.857	11.716.594	11.950.926	12.189.944	12.433.743	12.682.418	12.936.066	159.739.382
Royalty aggiuntive stimate (tasso 8%)	800.000	816.000	832.320	848.966	865.946	883.265	900.930	918.949	937.328	956.074	975.196	994.699	1.014.593	1.034.885	12.779.151
Investimenti di mantenimento (tasso 3%)	300.000	306.000	312.120	318.362	324.730	331.224	337.849	344.606	351.498	358.528	365.698	373.012	380.473	388.082	4.792.181
Cash flow dell'investimento aggiuntivo 1	500.000	510.000	520.200	530.604	541.216	552.040	563.081	574.343	585.830	597.546	609.497	621.687	634.121	646.803	7.986.969
Valore al 31.12.2024 delle royalty aggiuntive	672.110	628.371	587.478	549.246	513.502	480.084	448.842	419.632	392.323	366.792	342.921	320.605	299.741	280.234	6.301.880
Valore al 31.12.2024 degli investimenti di mantenimento	252.041	235.639	220.304	205.967	192.563	180.032	168.316	157.362	147.121	137.547	128.596	120.227	112.403	105.088	2.363.205
<b>Valore al 31.12.2024 del cash flow dell'investimento 1</b>	<b>420.069</b>	<b>392.732</b>	<b>367.174</b>	<b>343.279</b>	<b>320.939</b>	<b>300.053</b>	<b>280.526</b>	<b>262.270</b>	<b>245.202</b>	<b>229.245</b>	<b>214.326</b>	<b>200.378</b>	<b>187.338</b>	<b>175.146</b>	<b>3.938.675</b>

<b>Esercizio Opzione 2</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2031</b>	<b>2032</b>	<b>2033</b>	<b>2034</b>	<b>2035</b>	<b>2036</b>	<b>2037</b>	<b>2038</b>	<b>2039</b>	<b>Totale</b>
Stima ricavi futuri aggiuntivi	8.000.000	8.160.000	8.323.200	8.489.664	8.659.457	8.832.646	9.009.299	9.189.485	9.373.275	9.560.741	9.751.955	9.946.994	10.145.934	117.442.652
Royalty aggiuntive stimate (tasso 8%)	640.000	652.800	665.856	679.173	692.757	706.612	720.744	735.159	749.862	764.859	780.156	795.760	811.675	9.395.412
Investimenti di mantenimento (tasso 3%)	240.000	244.800	249.696	254.690	259.784	264.979	270.279	275.685	281.198	286.822	292.559	298.410	304.378	3.523.280
Cash flow dell'investimento aggiuntivo 2	400.000	408.000	416.160	424.483	432.973	441.632	450.465	459.474	468.664	478.037	487.598	497.350	507.297	5.872.133
Valore al 31.12.2024 delle royalty aggiuntive	492.840	460.767	430.781	402.747	376.537	352.033	329.123	307.704	287.680	268.958	251.455	235.091	219.791	4.415.505
Valore al 31.12.2024 degli investimenti di mantenimento	184.815	172.788	161.543	151.030	141.201	132.012	123.421	115.389	107.880	100.859	94.296	88.159	82.422	1.655.815
<b>Valore al 31.12.2024 del cash flow dell'investimento 2</b>	<b>308.025</b>	<b>287.979</b>	<b>269.238</b>	<b>251.717</b>	<b>235.335</b>	<b>220.020</b>	<b>205.702</b>	<b>192.315</b>	<b>179.800</b>	<b>168.099</b>	<b>157.159</b>	<b>146.932</b>	<b>137.370</b>	<b>2.759.691</b>

<b>Esercizio Opzione 3</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>2030</b>	<b>2031</b>	<b>2032</b>	<b>2033</b>	<b>2034</b>	<b>2035</b>	<b>2036</b>	<b>2037</b>	<b>2038</b>	<b>2039</b>	<b>Totale</b>
Stima ricavi futuri aggiuntivi	4.000.000	4.080.000	4.161.600	4.244.832	4.329.729	4.416.323	4.504.650	4.594.743	4.686.638	4.780.370	4.875.978	4.973.497	53.648.359
Royalty aggiuntive stimate	320.000	326.400	332.928	339.587	346.378	353.306	360.372	367.579	374.931	382.430	390.078	397.880	4.291.869
Investimenti di mantenimento	120.000	122.400	124.848	127.345	129.892	132.490	135.139	137.842	140.599	143.411	146.279	149.205	1.609.451
Cash flow dell'investimento aggiuntivo 3	200.000	204.000	208.080	212.242	216.486	220.816	225.232	229.737	234.332	239.019	243.799	248.675	2.682.418
Valore al 31.12.2024 delle royalty aggiuntive	225.866	211.167	197.425	184.577	172.565	161.335	150.835	141.019	131.842	123.262	115.241	107.741	1.922.875
Valore al 31.12.2024 degli investimenti di mantenimento	84.700	79.188	74.034	69.216	64.712	60.501	56.563	52.882	49.441	46.223	43.215	40.403	721.078
<b>Valore al 31.12.2024 del cash flow dell'investimento 3</b>	<b>141.166</b>	<b>131.979</b>	<b>123.391</b>	<b>115.361</b>	<b>107.853</b>	<b>100.834</b>	<b>94.272</b>	<b>88.137</b>	<b>82.401</b>	<b>77.039</b>	<b>72.025</b>	<b>67.338</b>	<b>1.201.797</b>

# VALORI ATTUALI NETTI DEI TRE INVESTIMENTI

<b>Investimento 2025</b>	
Valore 31.12.2024 cash flow lordo investimento 2025	3.938.675
Valore 31.12.2024 investimento 2025	-2.749.771
<b>Valore attuale netto 31.12.2024 investimento 2025</b>	<b>1.188.904</b>

<b>Investimento 2026</b>	
Valore 31.12.2024 cash flow lordo investimento 2026	2.759.691
Valore 31.12.2024 investimento 2026	-1.512.248
<b>Valore attuale netto 31.12.2024 investimento 2026</b>	<b>1.247.443</b>
<b>Investimento 2027</b>	
Valore 31.12.2024 cash flow lordo investimento 2027	1.201.797
Valore 31.12.2024 investimento 2027	-462.037
<b>Valore attuale netto 31.12.2024 investimento 2027</b>	<b>739.760</b>

<b>Investimenti 2025, 2026 e 2027</b>	
Valore al 31.12.2024 cash flow lordo investimenti aggiuntivi	7.900.163
Valore al 31.12.2024 investimenti aggiuntivi	-4.724.056
<b>Valore attuale netto 31.12.2024 investimenti aggiuntivi</b>	<b>3.176.107</b>

# VALORE MEDIO DEI CASH FLOW ANNUALI

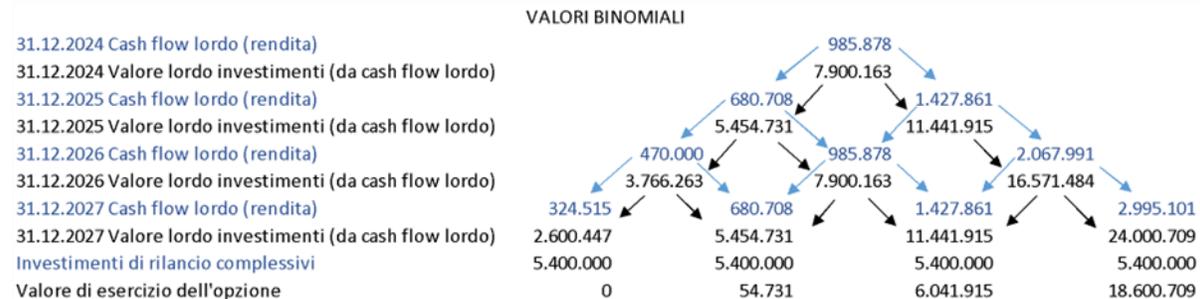
Dal momento che l'acquirente, durante il periodo d'investimento opzionale, beneficerà di rilevanti cash flow, occorrerà considerarne l'ammontare ai fini della corretta stima del valore dell'opzione.

Tale ammontare, per semplicità di calcolo, sarà fatto pari alla cosiddetta *annuity*, ovvero a quella rendita costante corrisposta posticipatamente per 15 anni che, attualizzata al tasso *WACC*, abbia valore attuale netto pari al *NPV* degli investimenti opzionali.

<b>Investimenti 2025, 2026 e 2027</b>	<b>Valori attuali</b>	<b>Rendita</b>
Valore al 31.12.2024 cash flow lordo investimenti aggiuntivi	7.900.163	985.878
Valore al 31.12.2024 investimenti aggiuntivi	-4.724.056	-589.525
<b>Valore attuale netto 31.12.2024 investimenti aggiuntivi</b>	<b>3.176.107</b>	<b>396.353</b>

# VALORI BINOMIALI NEGLI INTERVALLI TEMPORALI

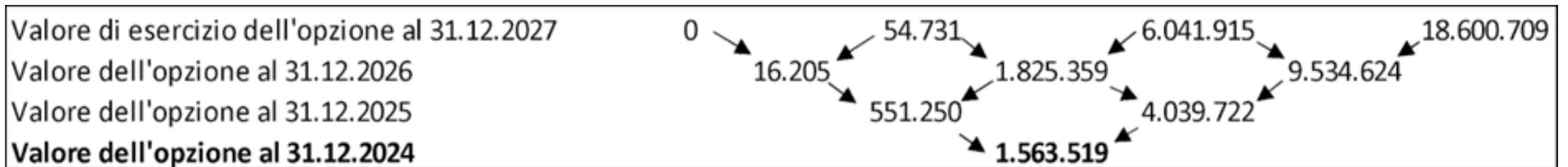
Considerato quanto precede, si calcolano i valori binomiali in ognuno degli intervalli temporali, così da ottenere i singoli valori in caso di successo o insuccesso degli investimenti, per poi giungere ai valori binomiali dell'opzione/*Chance* a fine periodo.



- Valore upside change rendita →
- Valore downside change rendita ←
- Valore upside change cash flow lordo ↘
- Valore downside change cash flow lordo ↙

# VALORE DELL'OPZIONE/*CHANCE* D'INVESTIMENTO

In base ai calcoli precedentemente svolti, il valore dell'opzione/*Chance* d'investire sul know-how al fine di utilizzarlo su tre nuovi prodotti sarà così determinato:



# VALORE DI CESSIONE DEL KNOW-HOW

Riassumendo, abbiamo che il valore di cessione del know-how è calcolabile come somma dei valori *stand alone* e *Chance*:

Valore <i>stand alone</i>	€ 3.580.595
Valore <i>Chance</i> d'investimento R&\$	<u>€ 1.563.519</u>
<b>Valore di cessione know how</b>	<b><u>€ 5.144.114</u></b>