

# COMPRENDERE L'INTANGIBILE COME GLI ASSET IMMATERIALI RIVELANO IL VALORE NASCOSTO



## INTRODUZIONE

La contabilizzazione degli attivi immateriali (“intangibili”) nella valutazione di una società è ormai una pratica riconosciuta da diverso tempo. Nel corso degli anni, e in seguito all’evolversi dello scenario economico, questo aspetto ha acquisito sempre maggiore importanza. Tuttavia, vi sono diversi metodi di valutazione e notevoli differenze nel modo in cui gli investitori affrontano questa tematica, per non parlare del grande dibattito sull’idoneità dei metodi contabili esistenti per una corretta valutazione delle attività intangibili. I principi contabili elaborati durante l’era industriale erano concepiti per società che operavano prevalentemente nel settore manifatturiero. Oggi, queste norme non riescono più a restare al passo con la trasformazione dell’economia mondiale verso un modello orientato ai servizi. Benché l’assenza di una definizione omogenea possa creare incertezza, ne va riconosciuto un aspetto pratico: data l’ambiguità nel determinare i benefici specifici che gli attivi immateriali possono apportare, o addirittura ciò che dovrebbe essere considerato al di fuori del bilancio, gli investitori che ricorrono a una ricerca intensiva dispongono di un vantaggio informativo, che consente loro di effettuare una migliore valutazione delle risorse intangibili di una società.

Nel 2019 Columbia Threadneedle Investments ha incaricato il Custom Research Lab di Institutional Investor di condurre un’indagine a livello settoriale per conoscere le opinioni dei professionisti dell’investimento riguardo al ruolo da essi attribuito agli attivi immateriali negli investimenti e in merito ai metodi esistenti per la valutazione di tali risorse, nonché per esaminare i diversi approcci adottati nella differenziazione degli intangibili. In questo studio pubblichiamo i risultati dell’indagine e la nostra analisi di questa tematica fondamentale.

## SINTESI

Principali risultati della ricerca:

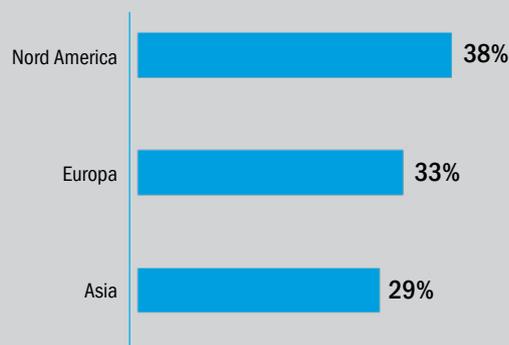
1. Vi è accordo sul fatto che l'analisi degli attivi immateriali fornisca un vantaggio competitivo agli investitori e che la ricerca in questo campo stia acquisendo sempre più importanza nel lavoro di analisi. Tuttavia, seppur facilmente reperibili, le informazioni su questa tipologia di attivi sono spesso considerate inaffidabili, incomplete o imprecise.
2. Pur riconoscendo la crescente importanza delle attività immateriali, secondo gli investitori i processi di ricerca potrebbero non essere stati opportunamente adattati per riflettere il cambiamento in atto.
3. Una serie di riforme in ambito normativo, quali una maggiore trasparenza dell'informazione, un rispetto più rigoroso dei diritti di proprietà intellettuale e un trattamento contabile standardizzato, potrebbero migliorare la comprensione degli intangibili.

Insieme, Institutional Investor e Columbia Threadneedle Investments hanno concordato il programma da seguire per questo studio; Institutional Investor ha raccolto un totale di 170 risposte di responsabili senior delle decisioni d'investimento presso istituti che detengono attivi in Nord America, Europa e Asia. Abbiamo inoltre intervistato 12 CIO, responsabili degli investimenti, gestori di portafoglio e consulenti di istituti di tutto il mondo. Di seguito sono riportate le principali informazioni demografiche degli intervistati:

### Ruolo degli intervistati



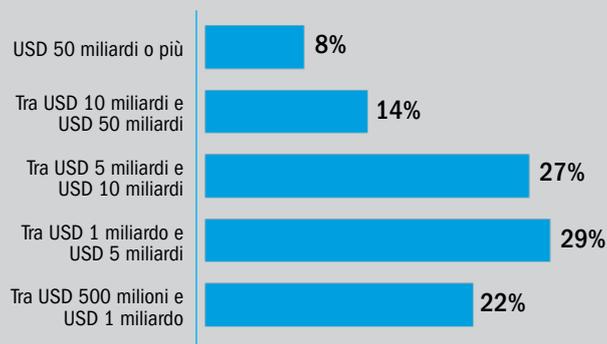
### Area geografica degli intervistati



### Tipo di istituto degli intervistati



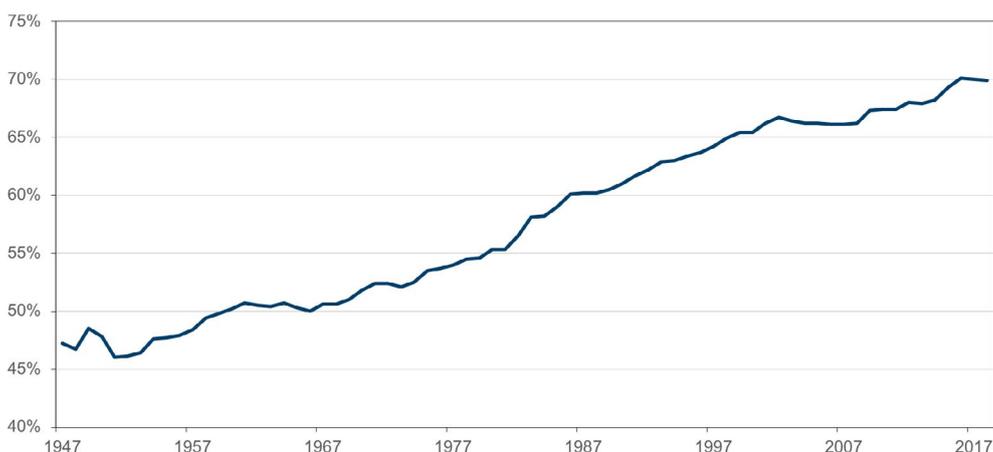
### Masse in gestione degli intervistati



## UN'ECONOMIA GLOBALE IN EVOLUZIONE

Gli Stati Uniti e la maggior parte degli altri mercati sviluppati sono passati da un'economia basata sulla produzione a una fondata sui servizi. Dagli anni Cinquanta i servizi hanno iniziato a rappresentare una quota crescente del PIL statunitense (si veda la Figura 1), un cambiamento analogo a quello attraversato da altre economie sviluppate di tutto il mondo. Il calo della percentuale del PIL relativa all'attività manifatturiera non è un segnale di debolezza economica, bensì può essere indicativo di una maggiore efficienza (la perdita dei lavori legati alla produzione è in parte dovuta all'automazione). Tuttavia, questa trasformazione ha prodotto delle anomalie nell'attività di ricerca sugli investimenti, in particolare sui metodi di misurazione del valore creato dagli attivi immateriali.

**Figura 1. Dalla Seconda guerra mondiale il PIL USA si è orientato verso i servizi**  
Servizi in percentuale del PIL USA

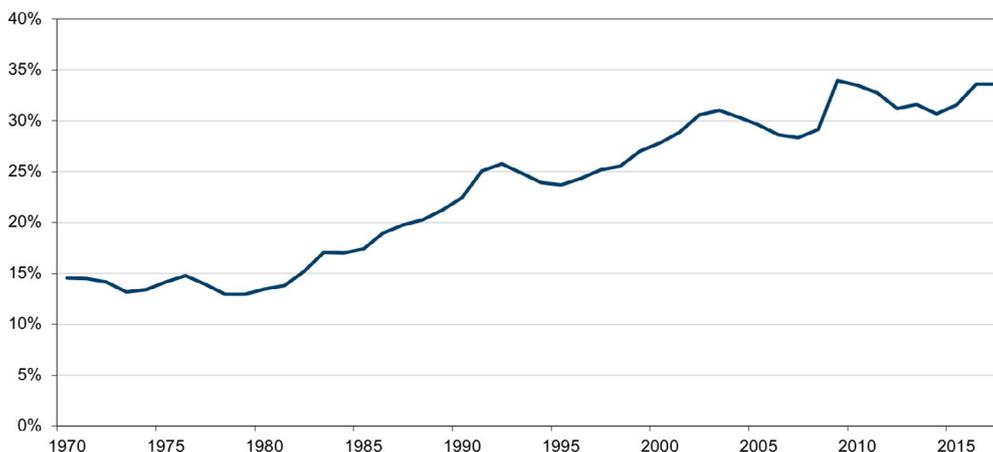


Fonte: Bureau of Economic Analysis; dati annuali fino al 2018.

## LA CONTABILIZZAZIONE DEGLI INTANGIBILI

La contabilizzazione degli attivi immateriali poneva meno problemi quando l'economia degli Stati Uniti si fondava sull'attività manifatturiera. È relativamente semplice contabilizzare il personale, gli edifici, i macchinari e le scorte, ma con la transizione verso i servizi abbiamo assistito a una corrispondente evoluzione degli investimenti in attivi reali in quelli immateriali, come la ricerca di base, l'informatica e l'organizzazione aziendale. Gli investimenti nell'universo degli intangibili sono infatti più che raddoppiati dagli anni Settanta (Figura 2).

**Figura 2. Con il passaggio a un'economia basata sui servizi, negli USA gli investimenti in attivi immateriali sono aumentati**  
Quota di proprietà intellettuale degli investimenti non residenziali



Fonte: Bureau of Economic Analysis, Empirical Research Partners; dati annuali fino al 2017.

## COSA SONO GLI INTANGIBILI?

Il Financial Accounting Standards Board (FASB) definisce i beni intangibili come “attivi, diversi dagli attivi finanziari, privi di sostanza fisica”, mentre secondo l’International Accounting Standards Board (IASB) si tratta di “attivi non monetari identificabili senza sostanza fisica”. Per loro natura, gli attivi intangibili non sono facili da definire, ma possiamo citare qualche esempio:

- Denominazioni commerciali
- Marchi di fabbrica
- Domini Internet e presenze sui social media
- Brevetti
- Software informatici proprietari
- Segreti commerciali, ricette, processi
- Elenchi di clienti e set di dati
- Licenze, locazioni, royalty

Quale sia il modo migliore per cogliere il valore apportato dagli attivi immateriali è da tempo fonte di intensi dibattiti tra gli investitori. Gli accademici sostengono che i modelli di valutazione sono sempre più obsoleti e che i principi contabili sviluppati durante l’era industriale non sono più in grado di cogliere adeguatamente il valore data la transizione delle economie verso i servizi.<sup>1</sup> L’analisi valutativa tradizionale si basa sulla produzione, ma quando le aziende riducono la propria attività manifatturiera aumentando quella legata ai servizi, gli strumenti analitici convenzionali perdono di efficacia.<sup>2</sup> Da un esame dei bilanci emerge un dato sorprendente: la maggior parte degli investimenti in attivi immateriali semplicemente non viene contabilizzata. Hulten e Hao hanno infatti scoperto che il valore contabile rappresenta solamente il 31% della capitalizzazione di mercato di 617 aziende ad alta intensità di ricerca e sviluppo (R&S).<sup>3</sup> Ciò significa che una quota significativa del valore di una società non viene inclusa nel conteggio di questo parametro tradizionale.

Le contabili riconosciute potrebbero essere in parte responsabili di questa contabilizzazione insufficiente. In base ai Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) statunitensi, gli attivi immateriali sviluppati internamente e generatori di valore sono considerati come spese (al pari dei salari), senza tenere conto dei vantaggi che potrebbero apportare in futuro alla società. Il FASB giustifica la decisione di iscrivere tutti i costi di R&S nelle spese sostenendo che non vi sono prove di una relazione costante tra gli investimenti nella R&S e i vantaggi derivanti per un progetto specifico, nonostante alcuni di questi benefici potrebbero durare per anni. Di norma gli investitori ammortizzano le spese per la R&S e iniziano a trarne profitto nel giro di 6-7 anni.<sup>4</sup>

Non è solamente una questione di R&S. Le aziende possono creare valore anche mediante le spese generali, amministrative e di vendita (SGAV), ma il mercato non le riconosce interamente come “investimenti” in quanto molti ritengono che un rapporto SGAV-vendite totale elevato sia indice di uno scarso controllo dei costi.<sup>5</sup> È interessante notare che secondo i principi contabili le società possono riconoscere il capitale immateriale generato internamente solo attraverso fusioni e acquisizioni (M&A), alla voce avviamento. Ciò pone a sua volta alcune problematiche, data l’ampia libertà concessa al management nella valutazione delle attività immateriali acquisite. Di conseguenza, un’azienda che accumula attivi intangibili mediante acquisizioni ne deterrà una quota maggiore in bilancio rispetto a una società che li sviluppa internamente, il che incide sui rapporti di valutazione (come P/E e P/VC) e sugli utili pubblicati. Questa disparità è stata recentemente analizzata in uno studio del CFA Institute che prendeva in esame Microsoft ed Apple: gli attivi intangibili rappresentano il 16,9% del patrimonio complessivo di Microsoft, in ragione soprattutto della tendenza della società ad effettuare acquisizioni, mentre per Apple si collocano solamente al 2,7%.<sup>6</sup> Queste differenze dimostrano la necessità di trovare un meccanismo che consenta un confronto coerente tra le aziende.

Benché non sempre contabilizzati nello stesso modo, la capacità degli attivi immateriali di spingere al rialzo le quotazioni azionarie è ormai un dato di fatto. Un esempio fra tutti è l’andamento delle azioni FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, e Google). Nel corso degli ultimi cinque anni (fino al 30 settembre 2019), questo gruppo di titoli ha nettamente sovraperformato il mercato più ampio e, a nostro avviso, gli attivi intangibili sono all’origine di quasi tutti gli extra-rendimenti di queste società (Figura 3).

<sup>1</sup> The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers, Baruch Lev e Feng Gu, (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2016).

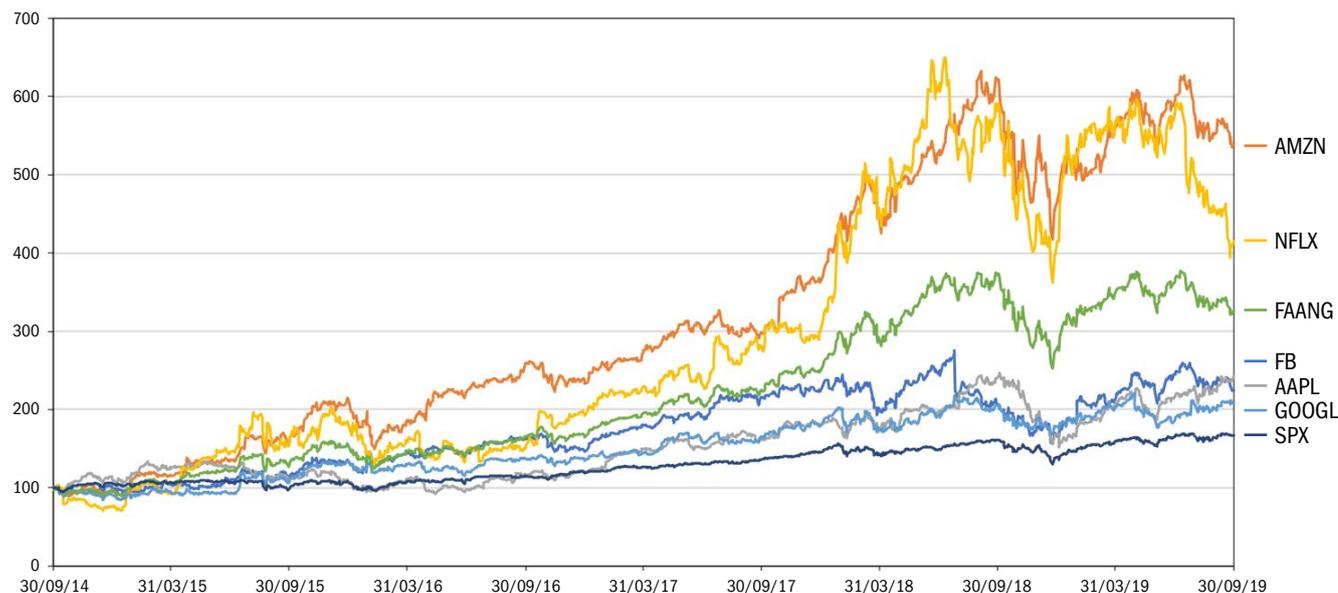
<sup>2</sup> “How Do You Measure a ‘Technological Revolution’?”, Carol A. Corrado e Charles R. Hulten, The American Economic Review, maggio 2010.

<sup>3</sup> “What Is a Company Really Worth? Intangible Capital and the ‘Market to Book Value’ Puzzle”, Charles R. Hulten, Xiaohui Hao, NBER Working Paper No. 14548, 2008.

<sup>4</sup> “The Economic Value of the R&D Intangible Asset”, Marta Ballester, European Accounting Review, 2003.

<sup>5</sup> “Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure”, Rajiv Banker, The Accounting Review, di prossima pubblicazione.

<sup>6</sup> “The Intangible Valuation Renaissance: Five Methods”, Antonella Puca, CFA, CIPM, CPA, e Mark Zyla, CFA, CPA/ABV, ASA, CFA Institute, 1/11/2019.

**Figura 3. La capacità degli attivi immateriali di far registrare sovraperformance rispetto al mercato**


Fonte: Bloomberg; Columbia Threadneedle Investments; al 30 settembre 2019

Nota: Rendimento cumulativo totale dal 30 settembre 2014 al 30 settembre 2019; 30 settembre 2014=100

## UN'INDAGINE SULL'ATTEGGIAMENTO DEGLI INVESTITORI

Ricerca originale condotta da Columbia Threadneedle Investments

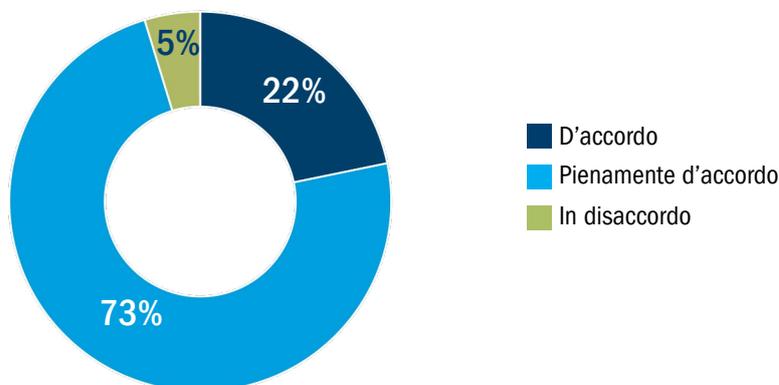
Alla luce del dibattito sugli attivi immateriali che imperversa nella comunità finanziaria, Columbia Threadneedle Investments si è rivolta agli investitori per conoscere le loro opinioni in merito. Tra i partecipanti all'indagine figurano CIO, responsabili della ricerca, gestori di portafoglio e analisti che operano nella gestione patrimoniale, nonché nei settori assicurativo, delle dotazioni e fondazioni, dell'intermediazione finanziaria e dei fondi pensione privati (i dipendenti di Columbia Threadneedle Investments non hanno partecipato all'indagine). Gli intervistati appartengono a diversi settori, provengono da tutto il mondo e gestiscono come minimo tra i 500 milioni ai 50 miliardi di dollari. Dalla ricerca sono emersi i seguenti risultati:

1. Vi è accordo sul fatto che l'analisi degli attivi immateriali fornisca un vantaggio competitivo agli investitori e che la ricerca in questo campo stia acquisendo sempre più importanza nel lavoro di analisi. Tuttavia, seppur facilmente reperibili, le informazioni su questa tipologia di attivi sono spesso considerate inaffidabili, incomplete o imprecise.
2. Pur riconoscendo la crescente importanza delle attività immateriali, secondo gli investitori i processi d'investimento potrebbero non essere stati opportunamente adattati per riflettere il cambiamento in atto.
3. Una serie di riforme in ambito normativo, quali una maggiore trasparenza dell'informazione, un rispetto più rigoroso dei diritti di proprietà intellettuale e un trattamento contabile standardizzato, potrebbero migliorare la comprensione degli intangibili.

La maggior parte degli intervistati è concorde nel ritenere che gli attivi immateriali racchiudano informazioni importanti riguardo alla futura solidità del modello di business di una società, una visione che ha visto solo il 5% dei partecipanti in disaccordo (Figura 4).

**Figura 4. Gli attivi immateriali sono indicativi della solidità del modello di business di una società**

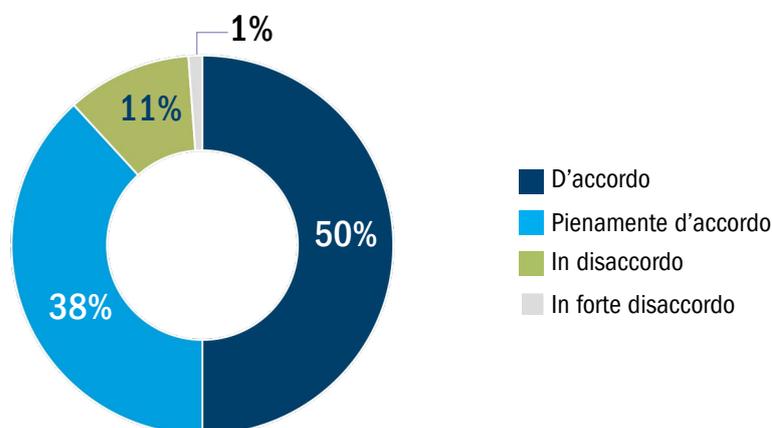
“Gli attivi immateriali di una società racchiudono informazioni importanti riguardo alla futura solidità del suo modello di business.”



È emerso un consenso sull'inadeguatezza dei metodi di valutazione convenzionali per costituire un parametro di valutazione esaustivo; in altre parole, gli investitori avvertono la necessità di tener conto degli attivi immateriali per tracciare un quadro completo della valutazione di una società. L'opinione secondo cui le attività immateriali svolgono un ruolo fondamentale nell'ambito delle valorizzazioni DCF (metodo dei cash-flow attualizzati, DCF) è condivisa dall'88% dei responsabili delle decisioni d'investimento intervistati (e di questa percentuale il 50% si è detto pienamente d'accordo) (Figura 5).

**Figura 5. Gli investitori sono a favore dell'inclusione degli attivi immateriali nelle analisi delle società**

“I metodi di valutazione convenzionali, come quello dei cash-flow attualizzati, sono inadeguati senza un'attenta considerazione delle attività immateriali.”



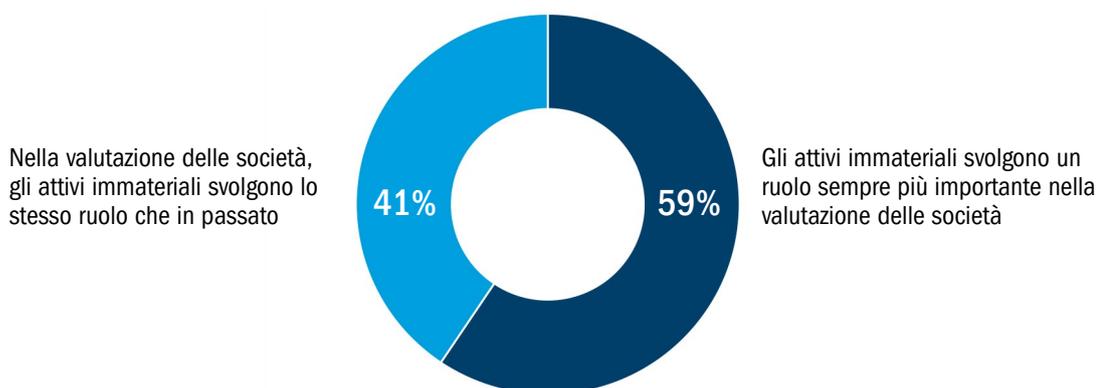
Gli intervistati attribuiscono un ruolo ai metodi alternativi utilizzati in combinazione con il metodo DCF e altre tecniche tradizionali. Un partecipante ha dichiarato: “Si potrebbe osservare il prezzo di mercato di una società e chiedersi cosa ci dica sul valore dei flussi di cassa in contanti rispetto ad altre voci di bilancio che attualmente non vengono monetizzate. Si tratterebbe di un approccio diverso dal dover esaminare ogni voce e dire ‘l'avviamento vale da x a y, gli attivi intangibili da b a c, e così via’”.

I partecipanti hanno espresso pareri concordi anche in merito alla crescente importanza che essi attribuiscono agli attivi immateriali nella loro analisi degli investimenti: quasi il 60% concorda sul fatto che l'analisi degli intangibili sia una componente sempre più significativa dei processi valutativi, mentre alcuni intervistati operano una distinzione tra valore percepito e nuove metodologie. Secondo un intervistato “gli

attivi immateriali sono sempre importanti, ma il loro valore diventa più chiaro via via che otteniamo un maggior numero di dati su una società per tracciare un quadro più dettagliato e preciso dell'operatività di quella azienda", (Figura 6). Un altro ancora ha indicato che "la capacità di riconoscere il valore degli intangibili è cambiata più del valore degli intangibili stessi".

**Figura 6. Gli investitori ricorrono in misura crescente agli attivi immateriali per valutare le opportunità d'investimento**

Quale delle seguenti affermazioni descrive meglio il ruolo da Lei attribuito agli attivi immateriali nella valutazione delle società del Suo settore?

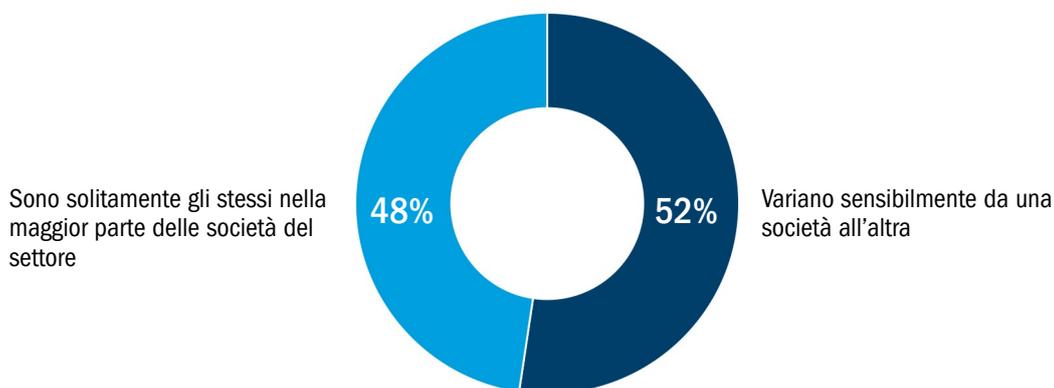


Secondo i responsabili delle decisioni d'investimento le informazioni necessarie per elaborare un'analisi ragionata sono facilmente reperibili. Allo stesso tempo, il bicchiere appare solo mezzo pieno in quanto gli intervistati ritengono che le conclusioni hanno inevitabilmente un carattere soggettivo. La valutazione può essere sia un'arte soggettiva che una scienza analitica, spesso contemporaneamente; tuttavia, gli intervistati dichiarano di nutrire talvolta delle perplessità nei confronti della componente soggettiva.

Se da un lato gli investitori concordano sulla crescente importanza degli attivi immateriali e sui limiti posti dai metodi di valutazione tradizionali per cogliere appieno il valore di una società, dall'altro i processi di ricerca non sempre sono stati in grado di adattarsi. Allo stesso modo, gli investitori non sempre operano una distinzione tra società o settori. Ad esempio, benché il valore di un software proprietario possa variare da un'azienda all'altra, e da un settore all'altro, gli analisti devono saper riconoscere quando potrebbe essere il caso di ricorrere ai modelli analitici di un settore simile, senza dimenticarsi degli eventuali limiti che ciò può comportare. Nonostante la metà degli investitori intervistati riferisca di distinguere tra le diverse aziende nella valutazione degli attivi immateriali all'interno di un settore, il risultato pressoché equo riportato nella Figura 7 indica che molti tendono ad adottare un approccio meccanico.

**Figura 7. La diversità degli attivi immateriali all'interno di un settore**

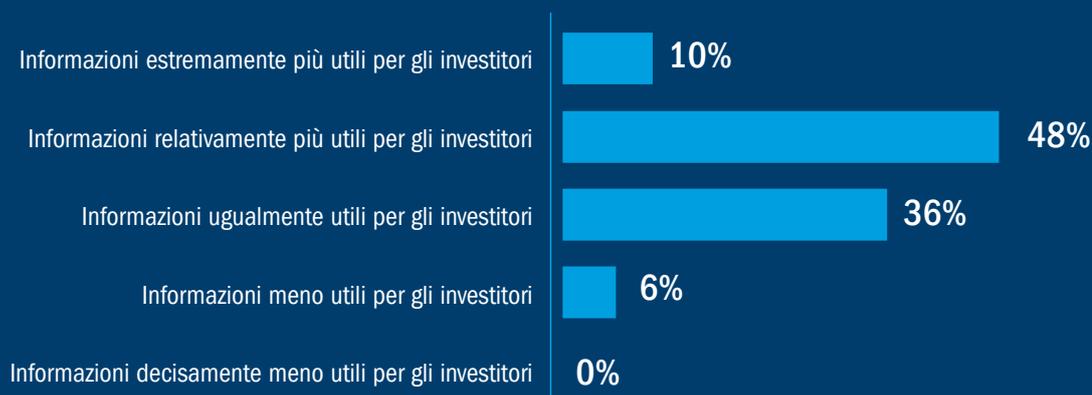
"Gli attivi immateriali più importanti nel mio settore..."



Data l'ampia variazione tra le diverse tipologie di beni immateriali e della loro importanza all'interno di un settore o da un settore all'altro, questo approccio unico implica che i prezzi dei titoli potrebbero non riflettere appieno il valore degli intangibili. Inoltre, gli investitori potrebbero sopravvalutare l'utilità delle informazioni sugli attivi immateriali incorporati nell'avviamento rispetto a quelli sviluppati internamente.

**Figura 8. Attivi immateriali incorporati nell'avviamento vs attivi sviluppati internamente**

“Gli attivi immateriali incorporati nell'avviamento derivante dalle acquisizioni forniscono di norma \_\_\_\_\_ rispetto a quelli sviluppati mediante le attività organiche di una società.”

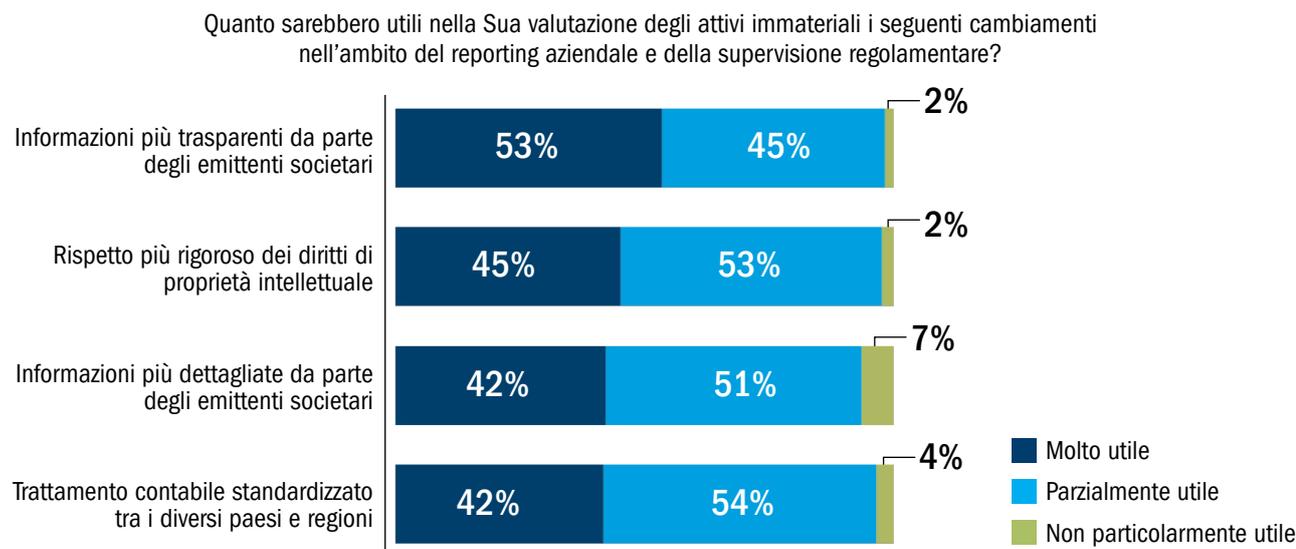


Gli attivi immateriali vengono solitamente inclusi alla voce avviamento quando le società effettuano un'acquisizione. Una contabilizzazione delle acquisizioni insufficiente e la tendenza ad effettuare queste transazioni a premio rispetto al valore corrente di mercato offrono un'opportunità per gli analisti fondamentali. In parole povere, bisogna sapere cosa è incorporato nell'avviamento per dare un senso a tutto questo.

Nonostante l'importanza che gli intervistati attribuiscono all'avviamento, dall'indagine è emerso un certo scetticismo. “L'avviamento riflette ‘semplicemente ciò che la società acquirente ha dovuto fare per completare la transazione e ciò che il management era disposto a pagare. L'avviamento generato dall'operatività di un'azienda è estremamente utile, ma si tratta di un diverso tipo di avviamento”, ha precisato un intervistato. Un analista che si occupa prevalentemente del settore tecnologico e sanitario ha osservato che “la maggior parte delle nostre analisi ha evidenziato che le acquisizioni hanno in genere un impatto negativo. Le società che spendono molto in queste operazioni tendono a sottoperformare. Le motivazioni possono essere molteplici, ma credo che la principale sia riconducibile al prezzo eccessivo pagato dalle aziende. È facile per le società finire per corrispondere un prezzo troppo elevato nella loro ambiziosa ricerca di nuove acquisizioni.”

Affinché si ottenga una migliore supervisione, la maggior parte degli investitori vorrebbe che le aziende fornissero informazioni più trasparenti e dettagliate e che vi sia un rispetto più rigoroso dei diritti di proprietà intellettuale (PI). Con riferimento alle persistenti divergenze tra i principi contabili a livello mondiale, il 97% degli intervistati ritiene necessario elaborare approcci contabili più standardizzati.

**Figura 9. Gli investitori chiedono una maggiore trasparenza e un rispetto più rigoroso dei diritti di proprietà intellettuale**



## ANALISI FONDAMENTALE

*Un'analisi rigorosa degli attivi immateriali può distinguere i vincitori dai vinti*

Nonostante i dati di bilancio sulle attività immateriali possano rivelarsi insufficienti, le informazioni disponibili agli investitori istituzionali vanno al di là delle relazioni finanziarie: l'accesso al management, i rapporti con i principali opinion leader e la profonda conoscenza del settore, sono tutti elementi fondamentali per comprendere l'impatto degli intangibili sul valore di una società.

Queste risorse di ricerca sono particolarmente utili se applicate alle imprese di minori dimensioni in uno stadio iniziale del loro ciclo di vita, ovvero quando una società tende a costituire rapidamente i propri beni immateriali. Ad esempio, le aziende biotecnologiche che si trovano in una fase iniziale spesso non hanno entrate, ma potrebbero disporre di una valida proprietà intellettuale e di processi scientifici in grado di contribuire alla scoperta di una cura per una malattia debilitante. A differenza di quanto avviene con gli attivi reali, queste tipologie di attività intangibili sono difficili da accertare e misurare. È possibile valutare una capacità di sviluppo dell'intelligenza artificiale? Benché molti intervistati abbiano sottolineato la necessità di una maggiore trasparenza delle informazioni rilasciate dalle società e supervisione da parte delle autorità di regolamentazione, tali cambiamenti ridurrebbero l'asimmetria informativa tipica delle società ad alta concentrazione di attivi immateriali nonché il vantaggio dei gestori patrimoniali dotati di ottime risorse.

Columbia Threadneedle Investments ha esperienza di numerosi casi in cui l'analisi fondamentale ha contribuito a rivelare il valore delle attività immateriali, dove gli intangibili incorporati hanno creato una barriera all'entrata molto più resistente di quanto atteso da altri investitori, e di conseguenza un tasso di crescita superiore alle aspettative. Gli attivi reali, come gli impianti produttivi, le piattaforme petrolifere e le miniere possono essere replicati da chiunque disponga di un capitale adeguato. Le risorse immateriali, invece, sono molto più difficili da replicare. Per costituirli non basta rivolgersi a un determinato gruppo di fornitori, ma richiedono investimenti significativi nella R&S e nel marketing che potrebbero rivelarsi infruttuosi. Queste aziende hanno spesso vantaggi in quanto società pionieristiche e dispongono di effetti di rete e di un'elevata fidelizzazione per gli aspetti fondamentali della loro attività.

## CASI DI STUDIO

 Square

**Square, una società di servizi per commercianti e di pagamento**

Fondata nel 2009 a San Francisco (California), Square nasce come ideatrice di un lettore di carte di credito progettato per essere collegato a uno smartphone. Il lettore di Square permetteva ai piccoli commercianti di effettuare operazioni con carta di credito in modo semplice e conveniente, un processo che fino ad allora non era disponibile per i piccoli commercianti o per i singoli individui, richiedeva attrezzature ingombranti e comportava ingenti commissioni di servizio. Negli ultimi 10 anni, l'azienda è diventata un operatore dominante nel settore dei software e hardware per punti vendita, sviluppando ulteriormente le proprie soluzioni di pagamento e per carte di debito, ed espandendosi nel mercato delle consegne di cibo a domicilio.

**Il valore della piattaforma proprietaria per acquisire clienti come attivo immateriale**

Quando Square ha fatto il suo ingresso nell'universo dei pagamenti, ha trovato un ambiente maturo, competitivo e con una scarsa differenziazione. I nuovi clienti venivano acquisiti tramite una forza di vendita dedicata o piani di referenza bancaria ("bank referrals").

Con un'enfasi sui piccoli commercianti e sui singoli individui, Square si proponeva di conquistare una parte del mercato di poco interesse per le altre aziende elaborando una piattaforma proprietaria per acquisire nuovi clienti. Ha consentito a tutti l'accesso ai servizi di pagamento su dispositivi mobili (tradizionalmente le banche rifiutavano dal 40% al 50% delle domande di pagamento che ricevevano dalle microimprese e dalle start-up), rendendolo self-service. Offrendo la possibilità di acquistare e configurare online un lettore di carte di credito e un proprio conto, Square ha contribuito ad aprire il sistema di pagamento tramite carta di credito ad un più ampio numero di persone. Al momento della sua offerta pubblica iniziale, Square non disponeva di alcun team commerciale rispetto ai suoi concorrenti, forti di una forza di vendita composta da migliaia di individui.

Nonostante alcuni elementi di questa piattaforma siano inclusi alla voce R&S nel bilancio della società, ora il suo valore oltrepassa i costi dell'attrezzatura e di programmazione. Se un concorrente volesse replicare il modello di Square dovrebbe probabilmente spendere decine di miliardi per ideare un sistema analogo.

La valutazione del valore della piattaforma proprietaria di Square ha richiesto la conoscenza del modello di pagamento tradizionale e dei modelli SaaS (software as a service) del settore tecnologico. La capacità di integrare il modello SaaS tradizionalmente impiegato nella modellazione delle società informatiche si è rivelata fondamentale per comprendere la strategia di acquisizione digitale di Square, ed essere in grado di prefigurare correttamente la sua crescita futura.

 **EOG Resources**
**EOG Resources, una società di esplorazione e produzione di energia**

Fondata nel 1999 a seguito dello scorporo da Enron, EOG è attiva nelle regioni produttrici di energia degli Stati Uniti. Come la maggior parte degli operatori di questo settore, realizza i propri profitti in due modi: aumentando l'efficienza delle proprie operazioni di estrazione, o semplicemente incrementando le estrazioni. Alcuni potrebbero pensare che gli attivi immateriali non entrano in gioco nella valutazione di un settore le cui attività si basano in misura significativa sui beni strumentali. Tuttavia, anche nel caso dei settori cosiddetti "asset-heavy" (ossia ad alta intensità di capitale fisico) gli intangibili possono svolgere un ruolo centrale nel processo di valutazione.

**Un archivio di dati come attivi immateriali**

L'esplorazione e la produzione di energia comprendono una serie di attività ripetibili e tracciabili. Nel caso di EOG, l'impegno a raccogliere e utilizzare quei dati è diventato una componente essenziale nella determinazione del valore della società. Come in tutte le industrie asset-heavy, è fondamentale ridurre il tempo non produttivo per la preparazione delle attrezzature. EOG ha sviluppato un dispositivo per ogni testa pozzo che raccoglie e riporta quotidianamente dati riguardanti l'efficienza operativa. Queste informazioni aiutano l'azienda ad assegnare gli ingegneri ad attrezzature specifiche affinché svolgano una manutenzione preventiva, riducendo la quantità di tempo in cui un pozzo può restare offline ed incrementando l'efficienza della società.

Chi ha una profonda conoscenza dei livelli di produzione industriale in ambienti operativi simili è stato in grado di riconoscere che EOG stava riutilizzando i dati come vantaggio competitivo, traducendo questa osservazione in una valutazione quantificabile del valore della società. Esaminando come EOG è riuscita a superare la concorrenza, un analista poteva costruire un modello che valutasse adeguatamente l'archivio di dati dell'azienda.

Nota: Questi esempi sono forniti a scopo puramente illustrativo. I titoli possono essere stati o meno detenuti in un portafoglio di Columbia Threadneedle Investments; se presenti in portafoglio, non si sono necessariamente rivelati redditizi. Le analisi riportate nel presente documento sono state effettuate da Columbia Threadneedle Investments ai fini delle proprie attività di gestione degli investimenti, potrebbero essere state utilizzate prima della pubblicazione ed essere state inserite nel presente documento per caso. Tutte le opinioni contenute nel presente documento sono valide alla data di pubblicazione, possono essere soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere considerate una consulenza in materia d'investimento.

## CONCLUSIONI

Alla luce della crescente importanza delle attività immateriali all'interno di una società gli investitori trovano sempre più complesso comprendere il valore da esse creato. Le informazioni imperfette a disposizione degli investitori rendono necessaria un'analisi rigorosa per individuare il potenziale valore di quelle aziende che hanno trasformato gli attivi immateriali in un vantaggio competitivo. Analogamente, la ricerca in materia di investimenti può essere impiegata per evitare quelle società che non hanno sfruttato appieno il potenziale dei propri attivi intangibili.

Il valore racchiuso in questi attivi diventa più chiaro con la capacità di elaborare un numero maggiore di dati su una società, che ci permette di tracciare un quadro più dettagliato e preciso dell'operatività di quella azienda. Pertanto, per i gestori patrimoniali si rende necessaria un'intensa e indipendente attività di ricerca in cui vengono individuate tutte le diverse componenti dell'analisi. Un approccio collaborativo che integra ricerca fondamentale, quantitativa ed ESG si è dimostrato più efficace per individuare e valutare gli attivi intangibili e, in ultima analisi, per capire perché il successo di un determinato modello varia da una società all'altra.

La capacità di un gestore attivo di comprendere che l'extra-rendimento può essere generato dalle attività immateriali è un vantaggio competitivo al momento di prendere decisioni d'investimento. Benché l'efficienza di mercato sia ampiamente riconosciuta, i risultati della nostra indagine mettono in luce una serie di disparità nell'interpretazione e nella presentazione dei dati. La valutazione delle risorse intangibili è diventata una parte sempre più importante nell'analisi di bilancio ed è fondamentale per determinare il valore di mercato reale di un'azienda. Finché la valutazione delle attività "prive di sostanza fisica" costituisce un elemento centrale del processo d'investimento, l'intensità della ricerca sosterrà la capacità dei gestori degli investimenti di generare alfa.

## A PROPOSITO DI COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Milioni di persone in tutto il mondo affidano a Columbia Threadneedle Investments la gestione del proprio patrimonio.

Curiamo gli investimenti di investitori individuali, consulenti finanziari, gestori patrimoniali, oltre che di compagnie assicurative, fondi pensione e altri istituti.

Le somme complessive affidateci ammontano a più di 450 miliardi di dollari.<sup>7</sup>

Il nostro compito consiste nel fare tutto il possibile per aiutare i nostri clienti a realizzare i sogni, le necessità e le speranze che essi associano ai loro patrimoni.

La nostra azienda è concepita espressamente per contribuire al successo dei nostri clienti. Disponiamo di un ampio raggio di azione grazie alla collaborazione di un team globale di 2.000<sup>7</sup> persone. La nostra competenza articolata coniuga diverse prospettive globali condivise da più di 450<sup>7</sup> professionisti dell'investimento in tutte le principali classi di attivi e mercati. Mettiamo a disposizione una vasta gamma di strategie d'investimento e siamo in grado di creare soluzioni su misura in base alle esigenze specifiche dei clienti.

Dietro ogni investimento si cela una ricerca intensiva condotta da 190<sup>7</sup> analisti dediti a individuare le idee più originali e praticabili per essere poi condivise e discusse con i nostri gestori di portafoglio. Consideriamo i principi dell'Investimento responsabile (IR) un elemento fondamentale e adottiamo strumenti proprietari in grado di fornire un sistema IR robusto e analisi migliori. Facciamo leva su questa conoscenza per prendere le migliori decisioni d'investimento a vantaggio dei nostri clienti.

Il nostro team indipendente Investment Consultancy & Oversight si avvale di un approccio "5P" unico nel suo genere per garantire l'integrità delle strategie d'investimento e favorire un miglioramento costante. Il team collabora con i nostri gestori di portafoglio per fare in modo che le strategie siano gestite secondo l'approccio e gli obiettivi prefissati, in linea con le aspettative e i risultati auspicati.

Per tutti i nostri clienti, abbiamo un unico messaggio: il vostro successo. La nostra priorità.

<sup>7</sup>Tutti i dati in questa sezione sono aggiornati al 30 settembre 2019.

## **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.**

### **Esclusivamente ad uso di Investitori professionali e/o qualificati (non utilizzare o trasmettere a clienti retail).**

Il presente documento costituisce un messaggio di marketing. Le analisi riportate nel presente documento non sono state preparate in conformità con le disposizioni giuridiche volte a garantirne l'indipendenza e sono state effettuate da Columbia Threadneedle Investments ai fini delle proprie attività di gestione degli investimenti, potrebbero essere state utilizzate prima della pubblicazione ed essere state inserite nel presente documento per caso. Tutte le opinioni contenute nel presente documento sono valide alla data di pubblicazione, possono essere soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere considerate una consulenza in materia d'investimento. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate attendibili ma non esiste alcuna garanzia in merito alla loro precisione o completezza.

Threadneedle Asset Management Limited (TAML), registrata in Inghilterra e Galles, numero di iscrizione 573204. Sede legale: Cannon Place, 78 Cannon Street, Londra, EC4N 6AG, Regno Unito. Autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Pubblicato a Hong Kong da Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司 ("TPSHKL"). Sede legale: Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong. Registrata a Hong Kong ai sensi della Companies Ordinance (Capitolo 32), numero di iscrizione 1173058. Autorizzata e regolamentata a Hong Kong dalla Securities and Futures Commission. L'autorizzazione non implica un'approvazione o una raccomandazione ufficiale. I contenuti del presente documento non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione di Hong Kong. Si invitano i potenziali investitori a esercitare cautela in relazione all'offerta. In caso di dubbi riguardo ai contenuti del presente documento, si raccomanda di richiedere una consulenza professionale indipendente.

Pubblicato a Singapore da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07 Winsland House 1, Singapore 239519. Numero di licenza CMS100182-1. Il presente documento viene pubblicato a Singapore ed è riservato unicamente ai soggetti riconosciuti quali investitori istituzionali o accreditati a Singapore (secondo la definizione contenuta nel Chapter 289 del Securities and Futures Act di Singapore). Nessun soggetto che non sia un investitore istituzionale o accreditato deve utilizzare il presente documento o fare assegnamento su di esso.