



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra : Strategie d' Impresa

LA VALUTAZIONE DEL BRAND NEI PROCESSI DI M&A: IL CASO
FINMECCANICA-AGUSTAWESTLAND

RELATORE

Prof. Franco Fontana

CANDIDATO

Pier Paolo Graziani

Matr. 638951

CORRELATORE

Prof. Enzo Peruffo

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

Indice

Introduzione	4
1. La crescita aziendale	8
1.1. Considerazioni preliminari e modalita' di attuazione.....	8
1.2. Crescita interna e crescita esterna.....	11
1.3. La crescita esterna come strumento di gestione strategica.....	23
2. Le operazioni di M&A	32
2.1. Aspetti generali.....	32
2.2. Tipologie di M&A.....	39
2.3. La valutazione delle aziende partecipanti.....	49
2.4. Ragioni e conseguenze dei processi di M&A.....	56
2.4.1 .Motivazioni strategiche principali e secondarie alla base di tali operazioni.....	56
2.4.2. Le cause aziendali ed extra-aziendali.....	63
2.4.3. I fini mediati o indiretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale.....	67
2.4.4. I fini immediati o diretti perseguibili con le operazioni di concentrazione aziendale.....	73
2.4.5 La creazione di valore nelle operazioni di M&A.....	85
2.5. Il processo di acquisizione.....	101
2.5.1. Le caratteristiche generali e gli aspetti critici del processo.....	101
2.5.2. L'analisi e la valutazione strategica preventiva.....	114
2.5.3. La fase della negoziazione.....	123
2.5.4. L'integrazione post acquisizione.....	138

3. La valutazione del brand	152
3.1. Cenni introduttivi ed evoluzione storica.....	152
3.2. Assegnare un valore ad un brand: per chi e perché.....	160
3.3. I metodi di valutazione.....	166
3.3.1. Modelli basati sul costo.....	166
3.3.2. Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi futuri.....	178
3.3.3. Modelli basati sul confronto con aziende unbranded.....	186
3.3.4. Modelli basati sul reddito residuale.....	197
3.3.5. Metodi misti della consulenza.....	200
4. Il caso Finmeccanica-Agustawestland	209
4.1. La storia del gruppo Finmeccanica.....	209
4.2. La storia di Agusta e la nascita di Agustawestland.....	216
4.3. Finmeccanica acquista interamente Agustawestland.....	221
4.4. Il calcolo del valore del brand pre e post acquisizione.....	223
Conclusioni	237
Bibliografia	241

LA VALUTAZIONE MONETARIA DEL BRAND NEI PROCESSI DI M&A: IL CASO FINMECCANICA-AGUSTAWESTLAND.

Il presente lavoro di tesi ha lo scopo di analizzare l'importanza che una valutazione monetaria di un brand, ricopre nello svolgimento dei processi di M&A che la maggior parte delle imprese, piccole o grandi che siano, affrontano durante il loro ciclo di vita.

Durante questo lavoro ho cercato di seguire un unico filo conduttore che mi consentisse, capitolo per capitolo, di avvicinarmi sempre di più a ciò che mi sono posto di dimostrare, sia a livello discorsivo ma anche e soprattutto grazie ad un'analisi di un *case study*.

Questo studio mi ha consentito di dimostrare come il valore di un brand possa aumentare in seguito ad un'acquisizione. La mia analisi, infatti, si è conclusa con una valutazione monetaria di un marchio (Finmeccanica) prima e dopo l'acquisizione da parte di quest'ultima di AgustaWestland.

Oggi il brand ha assunto un'importanza rilevante, anche in settori diversi da quello tradizionale dei beni di consumo, e il branding è ora presente anche con riferimento alle commodities, alle nazioni e alle persone.

È addirittura nata una nuova figura all'interno degli organigrammi delle aziende: il Brand Equity Manager o Chief Branding Officer (CBO).

Le normative contabili di moltissimi paesi consentono o addirittura prevedono la netta separazione dei marchi dal goodwill, rendendo così formale l'accresciuto interesse nei confronti del brand.

Per arrivare a dimostrare la mia tesi però, ho dovuto seguire un percorso che prevede innanzitutto un'analisi di quella che è la crescita aziendale.

È importante ricordare che la crescita è un momento estremamente critico nella vita di una società, e se non gestito con pazienza e attenzione, ma

soprattutto se mal vissuto, può portare all'estremo caso in cui tale processo vada a distruggere valore invece di crearlo.

La crescita aziendale è un obiettivo che può essere perseguiti sia per via interna (tramite lo sfruttamento della propria forza e delle proprie risorse) sia per via esterna (tramite acquisizioni e fusioni).

È difficile dire quale delle due opzioni sia più vantaggiosa, semplicemente perché la scelta di una o dell'altra metodologie dipende dalla situazione dell'azienda.

Sicuramente però è possibile affermare che esistono una serie di vantaggi e di opportunità che solo operando tramite M&A è possibile cogliere.

In primo luogo è possibile combinare i punti di forza di cui rispettivamente dispongono l'acquirente e l'acquisita, ottimizzando le risorse complessive e realizzando vantaggi di efficienza.

In secondo luogo, la crescita ottenuta per via esterna consente di centrare determinati obiettivi strategici in tempo assai più rapidi. L'immediatezza è spesso un fattore particolarmente decisivo di successo; si pensi, per esempio, ai casi di prodotti dal breve ciclo di vita, o a quelle situazioni congiunturali di straordinario favore presenti in alcuni segmenti o settori, che occorre cogliere tempestivamente. La rapidità con cui si conducono molte operazioni di sviluppo produce anche l'effetto di sorprendere i concorrenti, cogliendoli impreparati o indisponibili a reazioni adeguate, o anche di sopravanzarli in breve tempo, ottenendo così un effetto rafforzativo sul piano della competitività.

In terzo luogo, le vie di crescita attraverso acquisizioni sono in taluni casi le uniche che consentono l'ingresso in settori o in mercati nei quali le barriere all'ingresso risultano insuperabili, o che richiedono la disponibilità di requisiti di legge o di fatto, ovvero di altre condizioni specifiche, che siano estremamente difficili da procurare, se non a prezzo di investimenti eccessivamente onerosi, o addirittura insostenibili.

Inoltre, e in stretto collegamento con quanto ora detto, le acquisizioni hanno il vantaggio di consentire obiettivi di crescita, non solo evitando lunghi e costosi processi di apprendimento, ma anche eliminando i rischi normalmente connessi ad ogni iniziativa o attività che s'intende per la prima volta intraprendere; rischi connessi, sia alla fase della formulazione dei relativi progetti e piani, sia al momento attuativo.

Sono questi i motivi principali che portano alla scelta delle operazioni di M&A come strumento maggiormente utilizzato per conseguire una crescita aziendale rapida e finalizzata al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Per una migliore comprensione dell'ottica secondo la quale verranno affrontate in questo lavoro le operazioni di crescita esterna, è opportuno fare chiarezza sulle definizioni e sulla terminologia che verranno adottate.

Per crescita esterna in senso stretto si intendono le operazioni realizzate mediante l'acquisizione di quote azionarie o di attività di altre imprese, il cui controllo passa quindi a un nuovo soggetto economico (impresa acquirente).

Dove l'acquisizione configura un'operazione di trasferimento del controllo di un'attività mediante un passaggio di proprietà, la fusione può essere considerata come lo strumento tecnico che sancisce a livello formale l'integrazione tra le società.

I termini in questione possono assumere significati differenti in relazione al contesto ambientale di riferimento. Nei paesi anglosassoni i termini *merger and acquisition* sono complementari, al punto tale che la società acquirente e quella acquisita vengono rispettivamente chiamate *incorporante* e *incorporata*. Al contrario nel contesto italiano i termini sono ben distinti e non sembrano legati da un rapporto di complementarietà. Pertanto, a prescindere da ogni indicazione giuridica e di assetto societario delle imprese coinvolte, i termini acquisizione e fusione possono essere utilizzati come sinonimi.

In tutte le operazioni di finanza straordinaria è riscontrabile un obiettivo comune, sostanzialmente individuabile nella volontà di ottenere un aumento significativo delle dimensioni dell'attività, di procurarsi nuove risorse e competenze e valorizzare quelle di cui già si dispone, di catturare nuovi valori, quindi di conquistare, conservare o di potenziare un vantaggio competitivo.

Giova avvertire che il portare a compimento un'acquisizione di azienda non realizza di per sé l'obiettivo di crescita che s'intendeva raggiungere, ma esso ne realizza semplicemente la condizione preliminare. L'obiettivo viene raggiunto solo se la complessa fase post-acquisizione riesce a concludersi con la effettiva creazione di un maggiore valore.

In termini diversi, l'operazione potrebbe anche rivelarsi un insuccesso, se fosse male concepita, male attuata, e soprattutto male portata a compimento. Gli stessi rischi che s'intendevano evitare acquisendo competenze già disponibili potrebbero, invece, presentarsi in tutta la loro gravità. Soprattutto le operazioni che si risolvono nell'integrazione di più complessi aziendali potrebbero non addurre al prospettato aumento di valore, se non si riesce a modificare adeguatamente le strutture, a cambiare le politiche di governo aziendale, ad introdurre un comune modo di pensare, a realizzare un coordinamento organizzativo, ad evitare di provocare i noti effetti negativi di burocratizzazione e di scollamento.

Le acquisizioni sono una conseguenza delle decisioni strategiche di crescita e che necessariamente comportano una più o meno spinta integrazione con l'azienda dell'acquirente, allo scopo di conseguire sinergie ed altri benefici, che consentano di creare nuovo valore.

La maggior parte delle fusioni e acquisizioni, infatti, trovano la loro ragion d'essere nell'obiettivo di ottenere sinergie: in particolar modo, le concentrazioni aziendali attuate mediante fusione, possono generare integrazioni di tipo orizzontale, verticale o conglomerale. Il concetto

centrale di "sinergia", che sostiene la realizzazione di acquisizioni e fusioni, persegue la condivisione delle condizioni produttive che permette una riduzione del livello di risorse da impiegare rispetto al caso di gestione separata, o comunque un miglioramento quantitativo e qualitativo a livello del risultato a parità di impiego di risorse.

Come precedentemente detto, la realizzazione degli obiettivi di acquisizioni e fusioni ha luogo solo nel momento in cui la fase dell'integrazione post-acquisizione riesce a generare valore.

Proprio questa fase, infatti, è quella considerata fondamentale nelle operazioni di M&A. Certamente ogni singola fase ha la sua importanza all'interno del processo ma quella che poi risulta determinante per l'ottenimento di una crescita aziendale è quella che si svolge dopo la chiusura formale del contratto.

La fase dell'integrazione rappresenta dunque "il momento della verità", nel quale si misurano sia la bontà del progetto strategico iniziale sia la capacità del management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti.

C'è da aggiungere però, che, mentre le altre fasi del processo come quelle di analisi e di negoziazione caratterizzano tutte le operazioni di acquisizione, la fase di integrazione post-acquisizione non si presenta in tutte le operazioni di M&A, ma solo quando vi è necessità di procedere a un'integrazione tra la vecchia e la nuova società; il passaggio in questa fase è legato esclusivamente alla prospettiva di realizzare benefici attraverso un lavoro congiunto tra le due società.

Quando, infatti, tali operazioni non si pongono l'obiettivo di combinare le due entità aziendali a fini sinergici e quando l'obiettivo è unicamente legato a ottenere la proprietà del capitale azionario, la società acquisita può anche mantenere una completa autonomia gestionale, e il processo di integrazione non si rende necessario.

Rientrano in questa categoria le acquisizioni effettuate dagli investitori istituzionali, la maggior parte delle acquisizioni di minoranza e le acquisizioni effettuate in ottica di pura diversificazione.

A questo punto del lavoro, dopo aver analizzato la crescita aziendale e dopo aver ampiamente discusso sulle operazioni di M&A nei primi due capitoli, nel terzo si prenderanno in considerazione i vari metodi esistenti per la valutazione monetaria di un brand.

Il brand ha un valore estremamente importante per le aziende essendo considerato uno degli asset intangibili più importanti, e sicuramente quello che riveste un ruolo di fondamentale importanza per la crescita e la competitività aziendale. I consumatori si confrontano con un'ampia gamma di prodotti e servizi, le cui diversità funzionali e qualitative si stanno sempre più assottigliando. Il brand diventa quindi lo strumento principe per differenziare in maniera rilevante la singola offerta, determinandone il successo e la sostenibilità economica nel tempo.

Fino agli anni Ottanta il valore degli intangibili veniva praticamente ignorato nella redazione del bilancio delle aziende. Si assumeva implicitamente che, per quanto riguarda per esempio le aziende quotate, investitori e analisti avrebbero saputo cogliere il valore di un brand o di un portafoglio di brand e rifletterlo nella stima del valore finale della società analizzata. Il primo slancio verso la valutazione monetaria del brand si ebbe in occasione delle grandi acquisizioni e *spin-offs* avvenuti alla fine degli anni Ottanta e per tutto il decennio successivo. Fu il periodo della corsa all'acquisto di grosse società, o divisioni delle stesse con brand noti. In tali operazioni il valore del *godwill* raggiunse livelli tali da superare significativamente il valore dei beni tangibili.

Secondo Vicari¹ «le acquisizioni motivate dalla volontà di controllare determinati marchi hanno avuto notevole diffusione», anzi «le operazioni più interessanti si concentrano proprio sulle imprese a elevata intensità di risorse immateriali la cui presenza conduce frequentemente al formarsi di prezzi di scambio notevolmente superiori rispetto ai valori fondati sulle stime patrimoniali», soprattutto perché le regole contabili in vigore nel decennio passato non consentivano di capitalizzare e ammortizzare come investimenti le spese relative agli *intangibles* e al brand².

È proprio nelle parole di Vicari che è possibile cogliere il legame tra i due argomenti presi in considerazione in questo lavoro: le operazioni di M&A e il Brand. Una delle motivazioni principali alla base delle acquisizioni di aziende con marchio forte, o addirittura solamente di marchi noti, è la volontà, più o meno consapevole, di entrare in possesso delle risorse immateriali connesse con il brand, il cui valore può arrivare a ricoprire fino all' 80 % del valore totale di un'azienda.

Una valutazione monetaria del brand può essere necessaria in una moltitudine di situazioni, una delle quali, forse la più importante, è quella legata alle operazioni di M&A. Come ho detto, tali operazioni straordinarie possono avere diversi obiettivi. Uno di questi è sicuramente quello di entrare in possesso della gestione di un brand già forte e che sia già dotato di un suo valore consolidato nel tempo.

L'acquisizione di un brand forte porta all' azienda acquirente una serie di vantaggi, uno di questi è sicuramente la possibilità di aumentare il valore del proprio brand, ed è su questa possibilità che ho voluto concentrare il mio lavoro.

Prima però, è doveroso parlare di quelli che sono i metodi di valutazione del brand più diffusi e più utilizzati dagli analisti e dalle aziende stesse.

¹ S.VICARI, *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995.

² Vedasi per un approfondimento L.GUATRI, M.BINI, *Impairment. Il valore potenziale controllabile*, Milano, Università Bocconi Editore, 2003.

La dottrina economica ci propone una serie molto ampia di modelli di valutazione monetaria di un marchio, ma a detta di tutti gli esperti non esiste una metodologia preferita in assoluto rispetto alle altre.

La scelta tra i vari metodi varia da azienda ad azienda e soprattutto varia da caso a caso, proprio perché per ognuna delle finalità per le quali viene effettuata una valutazione di un brand, esiste un metodo più appropriato degli altri.

I principali modelli di valutazione sono suddivisibili in 3 categorie principali: quelli economico-reddituali, quelli basati sul costo ed infine i metodi basati su indicatori empirici.

I metodi basati sui costi quantificano il valore del marchio in base ai costi sostenuti dall'azienda per l'ideazione, il lancio, lo sviluppo, il mantenimento, attualizzati per un numero di anni di prevedibile durata del bene immateriale. Nei costi vengono ricompresi tutti gli oneri di pubblicità, di marketing, di design, di ricerca e sviluppo tecnico, di registrazione, di promozione ovvero tutti quegli oneri che hanno consentito di lanciare il marchio, di consolidare la sua immagine, di rivitalizzarlo in momenti di difficoltà.

I metodi basati sugli indicatori empirici si basano sulle transazioni di mercato e si sostanziano nell'applicazione di un moltiplicatore ad una grandezza ritenuta qualificante l'elemento da valutare.

Per concludere, un'attenzione particolare meritano i *metodi economico-reddituali*, i quali cercano di qualificare l'apporto che il marchio fornisce alla complessiva redditività aziendale. Sia a livello teorico tra gli accademici, sia nella prassi professionale tra gli addetti ai lavori vi è un quasi totale accordo sulla superiorità delle metodologie comprese in questa macroclasse rispetto alle altre.

Questa macroclasse include sia i modelli basati sul confronto con aziende unbranded (per esempio il metodo dei redditi differenziali), sia i modelli

basati sull'attualizzazione dei flussi futuri (come ad esempio il metodo delle Royalties). In entrambi questi casi il valore del brand viene calcolato attualizzando i flussi futuri, la differenza è che mentre nei modelli basati sull'attualizzazione dei flussi futuri si attualizzano i flussi prospettici calcolati partendo dalle vendite che riguardano i prodotti con il marchio oggetto di valutazione, nei modelli basati sul confronto con aziende unbranded la determinazione del valore del marchio si basa sempre sull'attualizzazione di flussi futuri, ma tali flussi non vengono determinati semplicemente imputando al brand tutto il fatturato relativo a vendite di prodotti con il marchio oggetto di valutazione: i flussi imputati al marchio vengono calcolati come differenza tra i flussi che si ipotizza si avranno tramite la vendita di prodotti con il marchio e i flussi che invece si avrebbero se lo stesso ammontare di vendite fosse riferito a prodotti simili, ma senza marchio.

A questo punto del lavoro, dopo aver analizzato anche le varie metodologie per determinare il valore monetario di un brand, siamo in grado di collegare tra di loro i precedenti tre capitoli, applicando ad un'operazione di acquisizione da me selezionata, uno dei metodi di valutazione del brand precedentemente descritti.

Come ho detto in precedenza, uno dei possibili vantaggi derivanti da un'operazione di M&A è quello di poter incrementare il valore monetario del proprio brand.

In particolare ho voluto dimostrare, tramite l'ausilio di un *case study*, come il valore di un brand possa aumentare a seguito di un'operazione di M&A, calcolando, tramite il metodo delle royalties, quanto valesse il brand Finmeccanica prima e dopo l'acquisizione di AgustaWestland avvenuta nel 2004.

Per lo svolgimento di tale analisi ho scelto di utilizzare il metodo delle Royalties, il quale è ritenuto quello più adatto per valutare il valore di un

brand in caso di acquisizione/cessione d'azienda. Questo metodo fonda la determinazione del valore del marchio sul reddito generabile dalle royalties, cioè dai canoni pattuiti per la concessione in uso del marchio.

Il reddito viene in particolare determinato sulla base delle royalties che sul mercato un terzo sarebbe disponibile a pagare per ottenere l'autorizzazione ad utilizzare il marchio.

In particolare, questo metodo si basa sull'ipotesi che, qualora un bene dovesse essere preso in licenza da un soggetto terzo proprietario del bene, bisognerebbe versare un ammontare periodico (le royalties appunto) per il suo utilizzo.

Il primo passo che ho dovuto compiere per realizzare tale analisi è stato quello di determinare il corretto tasso di royalty. Per ottenere tale valore è necessario prendere in considerazione un intervallo di royalty rates di riferimento, sulla base di quelli che sono i settori nei quali opera la società. Una volta ottenuti tali dati, occorre posizionare la marca all'interno di tale intervallo, il che richiede di stimare la "forza" del marchio considerando una serie di "fattori di forza" proposti da Forbes, (tra cui il grado di sostituzione, la storia della società e la quota di mercato), ai quali va attribuito un punteggio da un minimo di 1 a un massimo di 5. Sulla base di questi dati il range di riferimento risulta essere questo: 2,5% - 10%. Considerando che il gruppo Finmeccanica è da anni uno dei principali gruppi italiani, il cui marchio è riconosciuto sia a livello nazionale che a livello mondiale, proprio grazie alle numerose acquisizioni effettuate nel corso degli anni, e considerando che sia alla quota di mercato sia al tasso di sviluppo di quest'ultimo devono essere assegnati dei punteggi che sicuramente superano la metà dei possibili valori assegnabili (1-5), ho ritenuto opportuno scegliere un tasso di royalty del 7%.

A questo punto occorre determinare il tasso di attualizzazione da utilizzare per le royalties. La formula di riferimento è la seguente:

$$I = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Dove :

R_f = rendimento corrente degli investimenti a lunga scadenza privi di rischio (titoli di stato)

R_M = rendimento medio del mercato azionario

β = coefficiente di rischio specifico per i titoli del settore di riferimento

Attualmente il saggio corrente sui titoli di stato è del 3.79%³, ed è questo che noi prenderemo in considerazione.

Per quanto riguarda, invece, il premio per il rischio (Market Risk premium), dai dati del mercato azionario, considerato il lungo periodo e considerando un'analisi storica dei rendimenti del mercato azionario italiano, emerge un rendimento medio per le attività rischiose pari al 8,5%. In base a ciò il premio per il rischio è stato quantificato nel 4,21% ($R_M - R_f$).

Dopo aver calcolato il valore del MRP e degli indici R_m e R_f , è necessario introdurre, ai fini dell'applicazione della formula per calcolare il corretto tasso di attualizzazione, il coefficiente beta.

Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola impresa; in altri termini è la quantità di rischio che l'investitore sopporta, investendo in una determinata impresa, anziché nel mercato azionario nel suo complesso. Esso indica il modo in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti del mercato⁴.

³ Finanza-mercati. Il sole24Ore. In data 4 febbraio 2014.

⁴ Da un punto di vista statistico, il beta è pari alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato.

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)} \quad \text{dove:}$$

R_i = rendimento atteso dell'azione i

R_m = rendimento atteso del portafoglio di mercato

Nel nostro caso il beta del gruppo Finmeccanica è di 1,24⁵.

A questo punto abbiamo tutti gli elementi necessari per poter calcolare il tasso di attualizzazione da usare nel metodo delle royalties.

Sostituendo i dati a nostra disposizione nella formula precedente avremo:

$$i^i = 3,79\% + (8,25\% - 3,79\%) \times 1,24$$

Otteniamo così un tasso di attualizzazione pari al 9,3%.

A questo punto abbiamo tutti i dati necessari per poter calcolare quanto vale il brand Finmeccanica prima dell'acquisizione totalitaria di AgustaWestland, avvenuta nel 2004.

Considerando la natura e la forza del marchio si è deciso di procedere a capitalizzare il royalty rate per un periodo di 15 anni, al tasso espressivo della redditività media del settore. Di seguito è stata elaborata una tabella che illustra in maniera schematica tutti i dati a nostra disposizione.

I fatturati sono stati rilevati consultando i bilanci, disponibili on-line, del gruppo Finmeccanica, ma per ovvi motivi, sono disponibili sino all'anno 2012. Dal 2012 in poi quindi, si è ipotizzato un tasso di crescita costante del fatturato dell'1% fino al 2017.

⁵ Borsaitaliana.it.reuters.com. Consultato in data 5 febbraio 2014.

Anno	fatturato (Mln)	R/R	Royalty	tasso attualizzazione
2003	7.496	7%	524.720	9,3%
2004	7.529	7%	527.030	9,3%
2005	10.952	7%	766.640	9,3%
2006	11.179	7%	782.530	9,3%
2007	11.916	7%	834.120	9,3%
2008	15.037	7%	1.052.590	9,3%
2009	18.176	7%	1.272.320	9,3%
2010	18.695	7%	1.308.650	9,3%
2011	17.318	7%	1.212.260	9,3%
2012	17.218	7%	1.205.260	9,3%
2013	17.390	7%	1.217.312	9,3%
2014	17.563	7%	1.229.473	9,3%
2015	17.738	7%	1.241.704	9,3%
2016	17.915	7%	1.254.076	9,3%
2017	18.094	7%	1.266.590	9,3%

Questi sono i dati necessari per la nostra analisi, i quali andranno poi inseriti all'interno della formula generale per calcolare il valore totale del brand.

La formula che prenderemo in considerazione è la seguente:

$$\sum_{t=1}^n \frac{r \times S - \text{tax}}{(1 + i)^t}$$

Dove:

S = fatturato dell'azienda

r = tasso di royalty

tax = imposte gravanti sul reddito derivante dalle royalties

i = tasso di attualizzazione

Calcolando i valori per gli anni presi in considerazione, e applicando un'imposta sul reddito pari al 33% fino al 2007 e del 27,5 % dal 2007 in poi, otteniamo i seguenti risultati:

Anno	Royalties tassate	Royalties attualizzate
2003	351.562	321.648
2004	353.110	294.258
2005	513.649	395.114
2006	524.295	374.496
2007	604.737	403.158
2008	763.127	448.898
2009	922.432	512.462
2010	948.771	474.385
2011	878.888	391.494
2012	873.813	364.088
2013	882.551	339.442
2014	891.367	307.367
2015	900.235	290.398
2016	909.205	259.772
2017	918.277	241.651
TOTALE		5.418.631 (Mln)

Il valore del brand Finmeccanica prima dell'acquisizione di AgustaWestland risulta essere pari a 5.418.63 milioni di euro.

Il valore del brand Finmeccanica prima dell'acquisizione di AgustaWestland risulta essere pari a 5.418.63 milioni di euro.

A questo punto, ai fini della determinazione del brand Finmeccanica dopo la suddetta acquisizione, bisogna effettuare gli stessi calcoli svolti precedentemente ma effettuando l'analisi partendo dall'anno 2004, anno dell'acquisizione. Siccome il periodo di riferimento deve essere obbligatoriamente lo stesso (15 anni), e siccome a differenza dell'analisi

precedente l'anno di partenza è spostato in avanti di due anno, anche l'anno di chiusura dovrà subire lo stesso trattamento. In sintesi, mentre per il calcolo del valore del brand pre-acquisizione si prende in considerazione il periodo 2003-2017, per il calcolo post- acquisizione il periodo di riferimento è 2005-2019, sempre considerando un tasso di crescita costante del fatturato dell'1% fino al 2019.

Le tabelle seguente illustrano i risultati ottenuti:

Anno	fatturato (Mln)	R/R	Royalty	tasso attualizzazione
2005	10.952	7%	766.640	9,3%
2006	11.179	7%	782.530	9,3%
2007	11.916	7%	834.120	9,3%
2008	15.037	7%	1.052.590	9,3%
2009	18.176	7%	1.272.320	9,3%
2010	18.695	7%	1.308.650	9,3%
2011	17.318	7%	1.212.260	9,3%
2012	17.218	7%	1.205.260	9,3%
2013	17.390	7%	1.217.312	9,3%
2014	17.563	7%	1.229.410	9,3%
2015	17.738	7%	1.241.704	9,3%
2016	17.915	7%	1.254.076	9,3%
2017	18.094	7%	1.266.590	9,3%
2018	18.274	7%	1.279.245	9,3%
2019	18.456	7%	1.291.971	9,3%

Anno	Royalties tassate	Royalties attualizzate
2005	513.648	469.949
2006	524.295	436.912
2007	604.737	465.182
2008	763.127	545.090
2009	922.432	614.954
2010	948.771	558.100
2011	878.888	488.271
2012	873.813	436.906
2013	882.551	401.160
2014	891.332	371.384
2015	900.235	346.244
2016	909.205	313.518
2017	918.277	296.218
2018	927.459	264.988
2019	936.678	246.494
TOTALE		6.255.364 (Mln)

Il valore del brand Finmeccanica dopo l'acquisizione di AgustaWestland risulta essere pari a 6.255.364 milioni di euro, con un incremento percentuale del 15,44% rispetto al suo valore pre-acquisizione.

Può un'operazione di M&A aumentare il valore monetario di un brand? Questa è stata la domanda a cui ho cercato di rispondere durante il mio lavoro di tesi.

Il case study da me realizzato nell'ultimo capitolo, mi ha portato a rispondere positivamente a questa domanda, ma mi preme in questa sede specificare alcuni aspetti e alcune ipotesi che devono essere tenuti in considerazione durante la lettura del capitolo.

Il primo aspetto da tenere in considerazione è la difficoltà legata alla scelta dell'arco temporale di riferimento. Le *royalties*, vengono attualizzate per un periodo che corrisponde alla vita utile residua stimata. Si è già osservato

come nel caso di un marchio la vita utile sia indefinita: il primo problema dunque consiste nella stima dell'orizzonte temporale per il quale attualizzare i flussi.

Solitamente la scelta del periodo di riferimento è legata a fattori come la natura e la forza del marchio, e le analisi più frequenti sono quelle che prendono in considerazione un orizzonte temporale compreso tra i 10 e 25. Sulla base di questi due elementi ho scelto di procedere a capitalizzare il royalty rate per un periodo di 15 anni.

Il secondo aspetto da tenere in considerazione è legato ai fatturati previsionali dal 2013 al 2017 nella valutazione pre-acquisizione, e dal 2013 al 2019 in quella post-acquisizione. Fino al 2012, infatti, ho potuto usufruire dei dati reperibili sui bilanci pubblicati online dal gruppo Finmeccanica, mentre per i fatturati successivi, basandomi su un'analisi delle serie storiche, ho ipotizzato una crescita costante del fatturato dell'1%. Questo valore però, è sempre legato ad un'ipotesi previsionale e va considerato tenendo presente tutti i dubbi e le incertezze ad esso legato. La crisi economica mondiale avvenuta di recente, è un classico esempio di come questi valori possono essere soggetti a forze esterne, spesso imprevedibili, che ne modificano radicalmente l'affidabilità.

Il terzo e ultimo aspetto da considerare, e forse il più importante, è legato al tipo di azienda presa in considerazione. Il gruppo Finmeccanica opera contemporaneamente in diversi settori (elicotteri, aeronautica, elettronica per la difesa e sicurezza, aeronautica, spazio, energia, trasporti), ognuno dei quali può influire negativamente o positivamente sul risultato del bilancio consolidato, e nel nostro caso, anche sul valore del brand Finmeccanica.

Bisogna tenere ampiamente in considerazione questo aspetto e sottolineare che la conclusione alla quale sono giunto alla fine di questo mio lavoro, ossia che il valore del brand Finmeccanica è incrementato in seguito all'acquisizione di AgustaWestland, non può essere considerata

inconfutabile, date le possibili influenze dei vari settori, né può essere ritenuta una certezza per tutte le operazioni di M&A poiché ogni operazione è caratterizzata da una storia a sé.

Bibliografia

AAKER D.A., *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, New York, Free Press, 1991

AMADUZZI A, *La fusione delle imprese*, Roma, Casa editrice della Rivista Italiana di Ragioneria, 1926

ANDRADE G., STAFFORD E., “New evidence and perspectives on mergers,” *Journal of Economic Perspectives* 15, 2001

ANSOFF I., *Strategia aziendale*, Milano, 1968

BENNET STEWART III G., *La ricerca del valore. Una guida per il management e gli azionisti*, Milano, Egea, 1998

BERTINI U., *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Torino, Giappichelli Editore, 1990

BIANCHI L., *Il giudizio di Congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il sole 24 Ore, 2002

BONAFEDE A., *Un boccale per brindare all' Europa*, in« La Repubblica» di venerdì 22 aprile 1988

BOONE L., HAROLD MULHERIN J. , “How are firms sold?” *Journal of Finance* 62, 2007

BRIGINSHOW J., *Internet Valutation: The Way Ahead*, Gran Bretagna, Palgrave Macmillan, 2002

BRUGGER G., «L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese» *Italia Oggi*, n. 20, 1994

BUSACCA B., *Il valore della marca tra postfordismo ed economia digitale*, Milano, Egea, 2000

CAPUTO M., *La flessibilità nei sistemi di produzione: dalle economie di scala alle economie di portata*, Genova, 1985

CENCIARINI R., *Ristrutturazione e crescita. Le strategie adottate dalle imprese di successo*, Milano; Giuffrè, 1998

CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, 1992

COMANA M., *Il bilancio bancario e i coefficienti patrimoniali*, in «Il bilancio degli enti creditizi», Milano, Edibank, 1993

CONCA V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Milano, Egea, 2010

CONCA V., «Management intelligence e pianificazione», n. 20, aprile-maggio 1991

CONCA V., *M&A as a vehicle og change management*, III CEMS Academic Conference, Università Louvain-la-Nueve, maggio, 1998

COPELAND T, KOLLER T., MURRIN J., *Valutation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, Wiley, 1990

CORTESI A., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Torino, Giappichelli Editore, 2001

CORTESI A., *La gestione del processo di integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni* , Pearson Education, 2008

DAMODARAN A., *Investment Valutation*, New York, Wiley, 1994

DELLA BELLA C., *Value-value compagnie nel settore del lusso: cogenerazione di valore per azionisti, investitori e management*, Milano, Egea, 2002

DEMATTE' C., *Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese. Economia e Management*, n. 3, maggio-giugno, 2001

DOYLE P. , «Shareholder-Value-based Brand Strategies», *Brand Management*, vol 9, n.1, Septembet 2001

DONALDSON G.,*Corporate Restructuring*, Boston, Harvard Business School Press, 1994

ELLWOOD J., *The Essential Brand Book*, Sterling, Stylus Publishing, 2003

FAULKNER D., *International Strategic Alliances*, New York, McGraw-Hill, 1995

FISHER R., URY W., *L'arte del negoziato*, Mondadori, Milano, 1985

FONTANA F., CAROLI M., *Economia e gestione delle imprese*, Milano, McGraw-Hill, 2009

GARDI F., *Fusioni e altre combinazioni di imprese*; Milano; Egea, 1990

GAUGHAN P.A., *Merger and Acquisition*, New York, Harper & Collins, 1991

GRENIER L., *Evolutione and Revolution as Organisations Growht*, Harvard Business Review, July- August 1972

GUATRI L., BINI M., *Impairment. Il valore potenziale controllabile*, Milano, Università Bocconi Editore, 2003

GUATRI L., «La creazione di valore per vie esterne», in *Strategie e organizzazione delle aziende. Scritti in onore di C. Masini*, tomo II, Milano, Egea, 1993

GUATRI L., «Manifesto dell' impresa valore. Appello a un comune impegno per la definizione dell' impresa moderna», introduzione al convegno *Valori di capitale economico e valori di mercato delle imprese: quali strumenti per attuare i divari?*, Milano, Università Bocconi, novembre 1992

GUATRI L., *Trattato di economia delle aziende industriali*, Milano, Egea, 1988

GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005

KAPLAN S.N., «The Market Pricing of Cash Flow Forecast: Discounted Cash Flows Vs. the Method of “Comparables”», *Journal of Applied Corporate Finance*, n.4, Winter 1996

MAZZEI R., *Brand Equity : il valore della marca. Teoria e prassi dei processi valutativi*, Milano, Egea

MIGLIETTA A., *Valutazione nelle operazioni di Fusione*, Etas, 1991

MURPHY J., *Brand Valuation: Estabilishing a True and Fair View*, Londra, Business Books, 1991

MUSTILLI M., *Strategie di sviluppo esterno dell'impresa aziendale*, Cedam, 1990

ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, 1985

ONIDA P., *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Seconda Edizione, Milano, Giuffrè, 1944

OSCOLATI G.E., «Strapagare è pericoloso», *Milano Finanza*, 30 ottobre 1999

PANTALEONI M., *Erotemi di economia*, II, Bari, Laterza, 1925

PEPE F., *Studio sulle Fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1965

PIVATO S., GILARDONI A., *Elementi di economia e gestione delle imprese*, Milano, Egea, 2000

POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, Giappichelli Editore, 2004

RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, Milano, Angeli, 1989

RENOLDI A., *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Milano, Egea

RHODES, MATTHEW S., VISWANATHAN S., «Market valuation and merger waves», *Journal of Finance*, 2004

RUMELT R.P., *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of research Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1974

SABINE M., *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989

SAVIOLI G., *Fusione di società. Motivazioni economico-aziendali, valutazione, aspetti contabili, civilistici e fiscali*, Milano, Etaslibri, 1994

SCHERER M., *Economia Industriale. Struttura del mercato, condotta delle imprese e performance*, Milano, Unicopoli, 2009

SCIARELLI S., *Economia e gestione delle imprese*, Padova, CEDAM, 2011

SCIARELLI S., *Il Sistema d'Impresa*, Padova, Cedam, 1985

SICCA L., *La gestione strategica dell'impresa*, Padova, CEDAM, 1998

SICCA L., *Strategie d'impresa. La formazione di un gruppo italiano: la SME*, Milano, 1987

SIMON C.J., SULLIVAN M.W., «The Measurement and Determinants of Brand Equity: a Financial Approach», *Marketing Science*, n.12, Winter 1993

SMITH G.V., *Trademark Valutation*, New York, Wiley, 1997

STAMPACCHIA P., *Economia e Gestione delle Imprese Industriali Internazionali*, Cedam, 1984

STEWART G.B., *The quest for value*, New York, Harper Collins, 1991

UBERTAZZI T., *Il processo di acquisizione di imprese*, Padova, CEDAM, 2008

VALDANI E., *Marketing strategico. Un'impresa proattiva per sviluppare capacità market driving e valore*, Milano, Etas, 1995

VICARI S., *Brand equity, il potenziale generativo della fiducia*, Milano, Egea, 1995

VOLPATO G., *Concorrenza, impresa e strategie*, Il Mulino, 2008

WILLIAMSON O., *Economies as an antitrust defense: the welfare trade-offs*, in "American Economic Review", vol. 58, n° 1, 1968, March

ZANDA G., *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*, Milano, Guiffrè, 1974

ZARA C., *La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione del valore dell'impresa*, Milano, Etas, 1997

