Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE AZIENDE: DAI METODI TRADIZIONALI ALL'ANALISI DEL CASO MONCLER.

RELATORE

Prof. Arturo Capasso

CANDIDATO

Annunziata Di Verniere

Matr. 689681

CORRELATORE

Prof. Raffaele Oriani

ANNO ACCADEMICO: 2018/2019

INTRODUZIONE

CAPITOLO PRIMO

La valutazione d'azienda

1.1. I diversi approcci possibili nella valutazione d'azienda: considerazioni di carattere generale riguardo le finalità delle valutazioni e la loro significatività

1.2. Le motivazioni alla base dell'attività di valutazione e l'influenza sulle metodologie utilizzate

1.3. Le differenti misurazioni del valore all'interno dell'azienda e il percorso di evoluzione che ha caratterizzato le metodologie: la rilevanza della nozione di valore

1.4. I limiti dell'attività valutativa

CAPITOLO SECONDO

Le diverse metodologie di valutazione

2.1. I metodi finanziari basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa

2.1.1. Il calcolo dei flussi di cassa
2.1.2 La determinazione del tasso
2.2.2 Le diverse tipologie di flussi di cassa e la loro rilevanza ai fini della valutazione

2.2. I metodi reddituali e gli approcci basati sui flussi di risultato e sulla loro normalizzazione

2.3. I metodi misti e l'uso dell'EVA

2.4. I moltiplicatori di mercato
2.4.1. il rapporto Prezzo/Utili
2.4.2. Il rapporto Prezzo/Book Value
2.4.3. Il multiplo Enterprise Value/Ebit

2.5. I modelli basati sulla determinazione del costo del capitale
2.5.1. CAPM
2.5.2. Le determinanti del Beta
2.5.3. Il WACC

CAPITOLO TERZO

Metodo del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)

3.1. I principi del giudizio integrativo di Valutazione

3.2. Il tradizionale paradigma valutativo

3.3. Le debolezze del processo valutativo tradizionale

3.4. Il superamento del tradizionale paradigma valutativo

3.5. La ricerca di rimedi e soluzioni

3.6. Ricerca di rimedi e soluzioni: i «vuoti» informativi

3.7. Il Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)

3.8. La Base Informativa

3.9. La Base Informativa per le acquisizioni

3.10. Conclusioni nell'ambito del GIV

CAPITOLO QUARTO

La valutazione d'azienda Moncler

4.1. La valutazione di un'azienda tessile specializzata in abbigliamento: il caso Moncler

4.2. Il mercato del lusso e la sua analisi globale

4.3. Moncler S.p.a: cenni storici e performance

4.4. Applicazione dei metodi di valutazione

4.4.1. Valutazione relativa
4.4.2. Metodo DIVIDEND DISCOUNT MODEL
4.4.3. Metodo FCF

4.5. L'importanza degli *intangibles* nella determinazione del valore aziendale

4.6. Il processo di valutazione degli *intangibles* nelle aziende di lusso

Bibliografia

AGNOLI N., ZAMBONI M., Le linee guida CNDCEC e SIDREA per la valutazione delle aziende in, crisi, Il commercialista veneto, Marzo 2017, p. 7 e ss

BALDUCCI, La valutazione dell'azienda, Fag, Milano, 2006, p. 145 e ss

BALLAS A. A., HEVAS D. L., "Differences in the valuation of earnings and book value: Regulation effects or industry effects?", International Journal of Accounting, 2005

BIANCHI MARTINI S. ,CINQUINI L. ,DI STEFANO G. GALEOTTI M., Introduzione alla valutazione del capitale economico : criteri e logiche di stima, Franco Angeli, 2002

CARAMIELLO C., La valutazione dell'azienda, Giuffré, Milano, 1993

COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione; Il sole 24 Ore, 2002

DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014

DAMODARAN, A. Valuation, security analysis for investment and corporate finance, II ed., Wiley, 2006

DAMORADAN A., ROGGI O., Finanza aziendale. Applicazioni per il management, Marsilio editore, 2015

DANESE P., Gestioni delle operations e dei processi, Pearson, 2013

GILARDONI A., DANOVI A., Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa, Egea, Milano, 2000, p. 147 e ss

GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'Azienda, Pisa University Press, 2013

GUATRI L. Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000

LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159

MASSARI M., ZANETTI L., Valutazione finanziaria, MCGraw-Hill, 2004

MIGLIORINO G, "L'analisi fondamentale facile dei titoli quotati in Borsa", Borsari, Desenzano del Garda (BS), 1998.

PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012

PETITT, B. S., FERRIS, K. R. Valuation for Mergers and Acquisitions, II ed., Pearson (2013)

PODDIGHE F., Manuale di tecnica professionale: valutazione d'azienda, operazioni straordinarie, controllo legale dei conti, reddito d'impresa ed IRAP, 2000

POLI A., Il costo del capitale, Etaslibri, Milano, 1997

POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018

REBEL C., A. What do we know about the capital structure of privately held US firms?Evidence from the Surveys of Small Business Finance. Financial Management 42, 2013, p. 777-813

RIVA A., "Il controllo e la gestione strategica del rischio per la creazione di valore", in Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria, a cura di Mella P. Vello D., Giuffrè, Milano, 2007

SHASHAK J., GUPTA S., PORWAL H. K., Financial leverage and its impacts on cost of capital and capital structure. International Journal of Research in Commerce, IT and Management 2, 2012 112-117.

SLOAN R. G., "Discussion of: Who Is My Peer ?A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms", Journal of Accounting Research, 2002

THOMAS J. K., ZHANG H., "Another look at P/E ratios", Working Paper, Yale School of Management, 2004

ZANDA G., La Valutazione delle Aziende, Giappichelli, Torino. 2013, p. 96

ZANDA G. (a cura di), Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 1996

WELCH I., Capital structure and stock returns. Journal of Political Economy 112, 2004 106-132

INTRODUZIONE

La Valutazione Aziendale è quel processo indirizzato alla stima del valore di un'azienda attraverso l'utilizzo di uno o più metodi specifici.

Gli analisti usufruiscono di una vasta gamma di modelli di valutazione, dai più semplici ai più sofisticati. L'utilizzo di metodi diversi può comportare anche significative differenze in termini di risultati.

La scelta della complementarità di questi strumenti è condizione indispensabile e strada preferibile da percorrere in un contesto caratterizzato da un alto grado di complessità.

Il problema della valutazione non è la mancanza di modelli, ma piuttosto la scelta di quelli più appropriati è una fase critica per giungere ad un valore ragionevole.

Il fenomeno della valutazione suscita un interesse a vasta portata, coinvolgendo imprese, esperti, operatori professionali e istituzioni finanziarie, oltre che rappresentare uno dei punti di contatto tra ricerca accademica e pratica professionale.

Il presente lavoro offre una panoramica sulle finalità dell'utilizzo di alcuni modelli, i loro punti di forza e debolezza ed inoltre viene svolta un'analisi di un caso relativo al settore del lusso: l'azienda Moncler.

L'elaborato si articola in 4 sezioni che affronteranno il tema a partire da cenni generali fino ad arrivare ad un'analisi reale.

Il primo capitolo illustra varie riflessioni sulle ragioni alla base di questa attività. L'obiettivo di un processo di valutazione varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore aziendale. Vengono quindi affrontate le motivazioni alla base dell'analisi, l'influenza sulle metodologie utilizzate e i limiti che questa attività comunque porta con sé.

Alcune riflessioni, relative alle metodologie di valutazione aziendale maggiormente diffuse, sono presentate all'interno del secondo capitolo. L'analisi prosegue con l'esame dei principali metodi: quello finanziario, quello reddituale e quelli misti. Attenzione viene posta anche al metodo dei multipli e ai modelli basati sulla determinazione del costo del capitale. Le considerazioni svolte si focalizzano sulle difficoltà che tali metodi presentano in ambito applicativo.

Nucleo del terzo capitolo è invece il Metodo del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV). A partire dal tradizionale paradigma valutativo, vengono osservate le sue debolezze e si giunge così al superamento di questo tipo di valutazione. Ne deriva una innovativa ricerca di rimedi e soluzioni: i "vuoti" informativi possono ora essere colmati grazie al GIV.

Il capitolo conclusivo, infine, è dedicato ad un caso empirico: la valutazione relativa all'azienda Moncler. Attraverso uno sguardo sul mercato del lusso vengono applicati i metodi di valutazione (Valutazione relativa, Metodo Dividend Discount Model e Metodo FCF) senza tralasciare l'importanza degli intangibles nella determinazione del valore aziendale.

CAPITOLO PRIMO

La valutazione d'azienda

1.5. I diversi approcci possibili nella valutazione d'azienda: considerazioni di carattere generale riguardo le finalità delle valutazioni e la loro significatività

Valutare una azienda è una attività che possiamo definire molto complessa. Il problema principale di qualsiasi attività valutativa è riconducibile alla presa d'atto che nel mondo dell'economia, della produzione e commercializzazione oppure in quello dell'intermediazione finanziaria difficilmente si può individuare un modello ideale di azienda con caratteristiche ben definite da ricondurre quindi, ai fini valutativi, a modelli perfetti come quelli utilizzati per gli esperimenti di fisica o di chimica; evince che ogni valutazione presenta un certo grado di incertezza, lasciando spazio a margini di errori. Ogni impresa mostra delle caratteristiche che possiamo definire sui generis, in accordo anche con quello che può essere considerato uno dei diktat dell'ambiente competitivo attuale, basato sicuramente, sulla ricerca di flessibilità interna e quindi sulla mutevolezza dello stesso assetto organizzativo, finanziario e strumentale di una determinata realtà produttiva[1]. Non a caso le modalità di valutazione che andremo ad analizzare nel corso del presente lavoro si soffermano non su una valutazione unanime dell'azienda, espressione quindi passibile di critica, ma

[1] LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159

ad un oggetto della valutazione non essendo possibile individuare, appunto una unica tipologia di società per struttura[2], attività e operatività all'interno di un determinato contesto competitivo[3].

Di cruciale importanza è sicuramente il processo di individuazione dell'oggetto specifico della valutazione, che può essere un'azienda considerata nella sua interezza, oppure un ramo della stessa (autonoma configurazione, sia in termini di struttura e organizzazione, sia in termini di capacità di generare valore[4]) che ad esempio viene ceduto oppure va incontro insieme a tutta la struttura produttiva ad un cambiamento che possiamo definire di vasta portata. L'oggetto delle valutazioni è chiaramente il valore che può assumere, a seconda dei diversi metodi utilizzati, individuato in molteplici aspetti ed in primis in quelli riguardanti tutti gli elementi attivi e passivi che compongono il capitale, inclusi gli eventuali rapporti giuridici (debiti e crediti).

Occorre poi evidenziare una distinzione tra l'approccio stesso alla valutazione e quindi alla circostanza che vede lo stesso processo ancorato a diverse finalità. Altresì importante all'interno di un processo di analisi avere ben presente che le valutazioni variano anche a seconda di quello che può essere definito l'angolo di osservazione della realtà aziendale e quindi se

---

[2] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 96 e ss.
[3] GONNELLA E., Logiche e metodologie di valutazione d'Azienda, Pisa University Press, 2013, p. 25 e ss.
[4] CARAMIELLO C., La valutazione dell'azienda, Giuffré, Milano, 1993, p. 126 e ss.

l'analista si pone in una posizione interna o esterna. Lo stesso analista può essere infatti interno alla struttura aziendale o esterno, e quindi compiere una valutazione per finalità diverse riconducibili ai diversi portatori di interesse[5].Una società è al centro di molteplici interessi, coinvolgendo tutti i soggetti che operano ed interagiscono con essa. Risulta lampante che il valutatore esterno effettua la stima prevalentemente su base documentale, mentre il valutatore interno conosce l'azienda anche attraverso le dinamiche presenti. Una ulteriore distinzione potrebbe ricondursi alla volontarietà o meno della stessa valutazione e quindi a seconda che la stessa attività sia prevista dalla legge o posta in essere volontariamente dalle parti: le prime, sono quelle effettuate a prescindere dalla valutazione soggettiva dell'eventuale acquirente o venditore; le seconde, sono quelle svolte ai fini di una ricerca di una strategia di investimento razionale. Esistono comunque alcuni principi di riferimento nella valutazione di una determinata impresa che valgono in modo oggettivo o che possono essere considerati alla base di qualsiasi attività valutativa[6]. L'impresa, in effetti, attraversa determinati fasi di sviluppo, in relazione alla sua evoluzione e quindi alla sua storia, con delle implicazioni importanti ai fini della valutazione della stessa.

L'applicazione di ogni principio deve tenere conto, come specificato nel corso del presente paragrafo dello scopo della valutazione ma anche del

[5] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 29 e ss.

[6] LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159

particolare momento che una realtà produttiva attraversa. Si avranno delle stime diverse se l'impresa si appresta ad essere estromessa dal mercato, oppure se deve affrontare un momento di straordinaria gestione in seguito a proposte di fusione o scissione od anche se occorre fare delle stime in virtù di futuri investimenti o evoluzioni del modello di business. Punto fondamentale che accomuna le diverse tipologie di valutazioni è sicuramente quello relativo al considerare l'impresa senza soluzione di continuità[7], ovvero tenere conto del fatto che eccezione fatta per una eventuale valutazione in un momento di particolare crisi o in fase di liquidazione della società, il processo di valutazione deve seguire delle direttrici ben definiti e orientate a considerare l'impresa attiva in una prospettiva di continuità aziendale. La continuità aziendale consente, infatti, di andare a valutare in modo completo un determinato aspetto della gestione o determinare il valore di attività e passività in quanto contestualizzato all'interno della dinamica societaria. Il miglior approccio che un'analista può adottare è quello di andare più a fondo possibile nelle informazioni legate alla società e sulla base di queste effettuare le stime. Considerare un investimento fuori da quella che può essere definita la logica aziendale, il mercato ed il contesto all'interno del quale opera è un'analisi che potrebbe dare dei risultati fuorvianti o comunque poco significativi in quanto ogni bene, investimento, credito o debito è all'interno del complesso aziendale, strettamente legato

[7] ZANDA G., La Valutazione delle Aziende, Giappichelli, Torino. 2013, p. 96

all'attività imprenditoriale e orientato a produrre valore[8].

Se valutato isolatamente e non in linea con le prerogative tipiche di quella pianificazione in continuità che dovrebbe essere comune alle diverse imprese ha poco significato. Del resto anche prendendo come riferimento l'articolo 2423-bis del codice civile il quale dispone che «la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato»[9] si può affermare che all'interno della dinamica aziendale qualsiasi valutazione deve avvenire nella prospettiva di una adeguata previsione di continuità[10]. Una impresa che svolge la sua attività in modo continuo genera valore proprio per la sua proiezione nel tempo. Proiezione strategica, commerciale ed organizzativa che vede nel tempo e nella schematizzazione dello stesso un elemento idoneo a produrre valore all'interno del contesto competitivo e in funzione degli stessi soci, lavoratori ed in generale portatori di interesse. La azienda per agire in continuità deve quindi essere in grado di operare con economicità e con un sensato e profittevole operato in termini di costi e ricavi per andare a remunerare in modo adeguato il capitale di rischio investito[11], ovvero una

[8] DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014, p. 130 e ss.

[9] Art. 2423-*bis*, comma 1, del Codice Civile.

[10] ZANDA G. (a cura di), Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, 1996, p. 93 e ss.

[11] LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159

decisione di investimento risulta congrua per un investitore se aumenta il valore dell'impresa e fornisce benefici il cui valore supera i costi.

Oltre a questo la stessa azienda deve poter mantenere un equilibrio monetario della gestione, preservando quei flussi di entrate monetarie con determinate caratteristiche quantitative e temporali idonee a fronteggiare i deflussi di mezzi monetari necessari per l'acquisizione di fattori di produzione secondo le modalità indicate nei programmi di gestione. Occorre poi puntualizzare che ogni attività di valutazione affonda le sue radici nelle fonti informative a disposizione degli analisti. Un principio di valutazione basato direttamente sulla continuità è facilmente rinvenibile anche all'interno dei complessi passaggi che portano alla redazione del bilancio di esercizio visto che attività e passività vengono pertanto contabilizzate in base al presupposto che l'impresa sia in grado di realizzare le proprie attività e far fronte alle proprie passività durante il normale svolgimento dell'attività aziendale.[12]La prima fase, ossia quella della definizione dell'obiettivo e dell'ambito di valutazione, costituisce il passo preliminare all'avvio dell'intero processo valutativo. Da essa ne scaturisce l'uso cui sarà destinata la valutazione, la configurazione di valore da stimare e la data da prendere a riferimento per la stima. Di conseguenza, può essere scomposta nei seguenti step: definizione dell'obiettivo e dell'ambito di valutazione in senso stretto,

[12] "La valutazione della continuità aziendale nell'ambito della revisione legale dei conti". https://www.odcec.mi.it. Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili. 8 maggio 2013. Web.

definizione del valore da stimare. I motivi per cui viene effettuata una valutazione possono essere molteplici[13]. Tuttavia, è possibile individuare dei principali ambiti di valutazione come ad esempio operazione che implicano il trasferimento dell'azienda da un soggetto ad un altro. Le ipotesi principali sono rappresentate da conferimenti d'azienda, fusioni e scissioni. In questi casi, la valutazione serve per determinare il numero di azioni (o quote) da assegnare (nei conferimenti) o il valore di concambio (nelle fusioni e nelle scissioni). Quando si fa riferimento a quei processi di valutazione che mirano a determinare il capitale economico si operano delle scelte che devono andare fornire una visione chiara di quelle che possono essere i driver strategici delle stesse imprese. Una eventuale richiesta di valutazione della strategia si traduce nella richiesta, interna o esterna di attribuire di un valore economico alle decisioni relative al come impiegare le risorse per agire bene nel proprio ambiente competitivo. In base all'obiettivo e all'ambito di valutazione, il perito sceglie la configurazione di valore più consona. Infine, il perito deve individuare e indicare chiaramente la data di riferimento della valutazione[14]. È opportuno che la data sia la più recente possibile, al fine di evitare che la stima possa essere messa in discussione per eventi sopravvenuti successivamente e non prevedibili. L'analisi appena condotta sebbene introduttiva porta direttamente a spianare la strada per uno studio

[13] DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014, p. 130 e ss.

[14] RIVA A., "Il controllo e la gestione strategica del rischio per la creazione di valore", in Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria, a cura di Mella P. Vello D., Giuffrè, Milano, 2007, p. 65 e ss.

che inquadra i diversi principi e metodi di valutazione in una ottica anch'essa di flessibilità assodata la continua ricerca di tale assetto all'interno della dinamica di mercato che quindi deve obbligatoriamente interessate anche l'attività di valutazione[15]. La presenza di diversi metodi lo testimonia, non deve assolutamente essere considerata una sorta di processo statico ma orientato sempre ad una determinata finalità [16].

1.6. Le motivazioni alla base dell'attività di valutazione e l'influenza sulle metodologie utilizzate

Come specificato nel corso del presente lavoro una qualsiasi attività di valutazione è caratterizzata da un determinato principio su quale si impronta la logica alla base del processo di analisi e non può essere considerata una operazione astratta in grado di prendere in considerazione un aspetto della vita di una determinata impresa e sottoporlo a congetture per determinare una stima. L'attività di valutazione all'interno di un sistema economico e di una entità economica deve essere indirizzata ad assicurare una visione generale e quanto meno ampia dell'attività dell'impresa stessa o di un ramo di essa, ampia da intendere contestualizzata sia all'interno del contesto di riferimento che del mercato stesso[17].

Proprio per questo motivo di fondamentale importanza risulta essere la

[15] LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159
[16] ZANDA G., La Valutazione delle Aziende, Giappichelli, Torino. 2013, p. 96
[17] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 29 e ss.

questione della prospettiva di indagine sulla determinazione del valore d'impresa. Si possono, infatti, individuare ottiche d'inquadramento diverse, che si distinguono nettamente tra di loro per ciò che concerne gli obiettivi prefissati, i vincoli d'indagine esistenti, le scelte metodologiche utilizzate nell'affrontare il problema[18]. La prospettiva oggettiva è tipica dell'analista incaricato di definire il valore dell'impresa in modo indipendente dalle singole parti coinvolte nella transazione. Cosi se la funzione dell'analista è quella di andare a fare una valutazione dell'impresa in un contesto di crisi al fine di fornire agli amministratori e al mercato un parametro di riferimento per fare delle successive valutazioni o influenzare le negoziazioni, metodologie e approcci devono essere correlati allo specifico caso. In tale contesto la valutazione è idonea "a far emergere anche eventuali problematiche che possano comportare l'insorgere di seri dubbi sulla capacità dell'azienda di continuare a operare come un'entità in funzionamento"[19]. Qualora il bilancio "non sia redatto nella prospettiva della continuazione dell'attività, tale fatto deve essere indicato, unitamente ai criteri in base ai quali esso è stato redatto e alla ragione per cui l'entità non è considerata in funzionamento"[20].

Una ulteriore motivazione potrebbe essere quella di valutare l'azienda prima

[18] LOMBARDI STOCCHETTI G., Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC, Pearson, 2015, p. 159

[19] DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014, p. 130 e ss.

[20] AGNOLI N., ZAMBONI M., Le linee guida CNDCEC e SIDREA per la valutazione delle aziende in, crisi, Il commercialista veneto, Marzo 2017, p. 7 e ss

della collocazione in borsa delle azioni. In questo caso la valutazione deve avvenire in una ottica di presentazione della stessa impresa al mercato in modo tale da poter giungere ad una determinazione del valore inteso nell'interesse dei futuri azionisti[21].

La quotazione permette di effettuare un riassetto proprietario senza provocare la perdita del controllo da parte della famiglia in questione, facilitandone eventualmente il mantenimento della propria quota di maggioranza, senza però richiederne il coinvolgimento nella gestione. E' chiaro che l'attività di valutazione d'azienda deve essere in grado di arrivare alla determinazione di una grandezza in grado di impressionare positivamente il contesto di riferimento. In tale prospettiva importante è sottolineare come gli indicatori in grado di esprimere la fisiologia di svolgimento del processo di creazione di valore, sono numerosi, e fanno riferimento ai singoli momenti caratterizzanti tale processo, ed alle diverse categorie di soggetti interagenti con l'impresa. Siffatti indicatori devono rappresentare la complessità dei risultati d'impresa, andandone a determinare la dimensione economico- finanziaria, la dimensione operativa, e la dimensione qualitativo-strategica. In particolar modo, è di notevole importanza soffermarsi sull'individuazione dell'esistenza di un vantaggio competitivo, e di eguale rilevante è la possibilità di mantenerlo. Più nello specifico, gli indicatori devono misurare il valore e costo della produzione, la

[21] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 29 e ss.

redditività delle vendite, il potenziamento della struttura operativa, l'accrescimento del capitale economico. Lo stesso concetto di reddito appare, comunque, come l'indicatore-chiave dei comportamenti d'impresa, in quanto è un fenomeno complesso che esplica una molteplicità di funzioni[22]. In particolare, il reddito garantisce il bilanciamento dei passi successivi del processo di creazione di valore nell'impresa; esso conforma gli interessi convergenti nell'azienda, divenendo una sorta di bene comune; deve, infine, assicurare la durabilità dell'impresa nel medio-lungo termine[23].

1.7. Le differenti misurazioni del valore all'interno dell'azienda e il percorso di evoluzione che ha caratterizzato le metodologie: la rilevanza della nozione di valore

Attualmente si sono create per le imprese delle condizioni particolari di competizione, determinate in prima istanza dal compimento del processo di globalizzazione, in particolar modo di natura finanziaria, che, per la facilità di movimento dei capitali, la crescita dell'azionariato di massa, l'apertura di nuovi mercati, la facilità d'investimento, rende l'impresa accessibile da ogni angolo del mondo. Le imprese hanno perso la loro collocazione nazionale, e, non trovando una valutazione continua nel mercato dei capitali domestico, sono continuamente sotto pressione, non potendo più permettersi di

[22] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012

[23] AGNOLI N., ZAMBONI M., Le linee guida CNDCEC e SIDREA per la valutazione delle aziende in, crisi, Il commercialista veneto, Marzo 2017, p. 7 e ss

generare gap di valore, e devono tendere alla massimizzazione e alla ricerca di spazi di valore non sfruttati[24].

Le logiche di governo dell'impresa si devono perciò orientare alla creazione di valore, abbandonando le conduzioni del passato focalizzate sulla crescita, o sul conservatorismo. L'elemento centrale della valutazione delle aziende è rappresentato dalla stima della futura capacità di generare un flusso reddituale o finanziario idoneo a remunerare adeguatamente i soci, possiamo dire che i metodi finanziari e reddituali sono i più consoni a rappresentare l'equa remunerazione attesa dei soci.

I metodi patrimoniali saranno orientati ad una valutazione analitica dell'attivo e del passivo che caratterizzano il capitale. Tali metodi partendo dal patrimonio netto contabile e procedendo con una rettifica dei valori dello stato patrimoniale attivo e passivo determinano il valore di una società, ciò equivale a considerare solo il passato dell'azienda, ipotizzando dunque una capacità di generare reddito futuro nulla. Come avviene per tutte quante le valutazioni basate su dati storici occorre dire che un processo di valutazione del genere ha dei limiti che coincidono proprio nell'individuazione di un valore storico del capitale, che non rispecchia le capacità dell'impresa di generare flussi. Per tali motivi questo metodo è largamente adottato per le società il cui valore dipende in particolar modo dai cespiti dell'attivo che le

[24] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 82 e ss.

compongono: società immobiliari e holding pure. Difficoltà dal punto di vista pratico sorgono dalla considerazione che non tutte le attività e passività delle aziende sono riconducibili alle voci contabili dello stato patrimoniale. Una valutazione realizzata attraverso metodi reddituali consiste invece nel prevedere i redditi che una determinata azienda sarà in grado di generare in futuro con una previsione limitata nel corso degli anni completata con il valore residuo che il complesso aziendale potrà avere al termine del periodo stesso, ovvero si può ipotizzare che la durata sia particolarmente lunga e in tal caso non ha senso interrogarsi sul valore residuo[25].

Questa breve premessa per dire come gli approcci a misurare il valore di una determinata azienda siano decisamente molto diversi e orientati a perseguire differenti modalità. Prendere in considerazione dei dati che possiamo riferire al tempo futuro porta, a sua volta, un rischio legato all'incertezza degli stessi e al fatto che si tratta praticamente di valori potenziali basate su previsioni che possono allontanarsi dalla realtà in modo consistente. Questo impone di andare a formulare delle ipotesi che devono essere sempre prese in un'ottica di contesti realistici che diano anche una idea sulla realizzabilità o meno di una determinata condizione. Lo stesso valore dell'azione dovrebbe essere considerato anche in funzione della strategia aziendale e quindi ad ipotesi riguardo redditi attesi agganciati a nuovi ricavi. Flussi di reddito derivanti anche da migliore strutturazione aziendale, ristrutturazione produttiva

[25] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 156 e ss.

oppure nuovi accordi commerciali o processi di aggregazione esterni legati ad operazioni di M&A, o ancora di ristrutturazione finanziaria[26] . Chiaramente tutte opzioni che richiedono a monte una valutazione di realizzabilità complessiva che obbliga l'impresa ad una valutazione effettiva in termini di forza economica per sostenere gli stessi progetti. In tale prospettiva lo stesso concetto di valore assume una valenza decisamente molto particolare e coincidente anche con una visione orientata a misurare il capitale, concetto questo di spinosa importanza nella finanza in riferimento soprattutto al problema della comparazione nel tempo delle grandezze economiche.

Il passo conclusivo per rendere operativo il concetto di valore è stato l'introduzione della nozione di "tasso d'interesse", definibile come il prezzo d'uso del capitale preso a prestito, determinato in base a condizioni di preferenze temporali, di liquidità, inflazione e rischio di solvibilità del debitore. La finanza, in conclusione, conferisce operatività al concetto di valore, dandogli un senso pratico, e coniugando, al contempo, le nozioni di costo (costo del capitale), utilità (domanda di capitale) e rarità (disponibilità di capitali). Del resto per una impresa quotata il prezzo è invece espresso dai corsi azionari, ossia dall'incontro tra la domanda e l'offerta dei titoli sul mercato di Borsa. Esso esprime dunque una valutazione del mercato della rarità del bene-impresa. Il valore indicato, tuttavia, incorpora nel breve

[26] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 29 e ss.

periodo anche fatti contingenti del tutto estranei alla sfera dell'impresa, quali l'inefficienza dei mercati finanziari, la forte emotività degli stessi, la possibilità d'incontro tra domanda e offerta. Si ritiene perciò necessario richiamarsi al valore espresso in un arco di tempo significativo, qualora si voglia determinare il valore di mercato di un'impresa[27].

1.8. I limiti dell'attività valutativa

Il processo valutativo a prescindere dal metodo utilizzato prende spesso la forma di una applicazione di formule in grado di pervenire a numeri certi da tenere in considerazione come valori assoluti e veritieri. Le formule del resto rispondono al tentativo di schematizzare delle riflessioni teoriche che hanno proprio bisogno di relazioni per condurre a risultati apprezzabili, anche questi, passibili di potenziale discussione. Il valore deve essere, infatti, considerato come un valore oggettivo e dimostrabile, dunque scevro da valutazioni di carattere soggettivo. In realtà, la valutazione di un'azienda non può ridursi, a causa delle caratteristiche intrinseche del fenomeno osservato, ad una mera "misurazione" di tipo lineare. Tale valore, infatti, è frutto di un processo valutativo più complesso che deve essere adeguatamente verificato perché alla base può contenere limitazioni e incertezze concettuali. Oggi infatti, in tema di processo valutativo d'impresa è sempre più diffusa l'idea che, l'applicazione delle semplici formule sia insufficiente. I principali limiti riscontrabili nelle formule riguardano

[27] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 129 e ss.

prevalentemente la scarsa dimostrabilità e l'incompletezza. Queste sono considerate le principali ragioni per cui con il passare del tempo nell'ambito della valutazione d'impresa ricercatori e studiosi, a seguito di nuove osservazioni e scoperte, si sono resi conto che il paradigma valutativo tradizionale si è deteriorato ed è diventato obsoleto. Per condurre una buona valutazione non bisogna solamente limitarsi ai dati storici ma bisogna avere una comprensione del modello di business e delle strategie competitive aziendali, in termini di prodotto, prezzo, mercati di sbocco e clientela per la successiva elaborazione delle previsioni[28]. Si tratta, in via preliminare, di capire il prodotto, le strategie produttive e di marketing, il know-how, il livello di competitività nel mercato di riferimento, i vantaggi competitivi dell'azienda e la loro durata, il contesto politico e normativo. E' chiaro che quindi, nello svolgimento del proprio incarico, il valutatore deve operare nel rispetto di regole e principi di generale accettazione[29]. In Italia, al crescente moltiplicarsi del numero di richieste di stima del capitale economico è corrisposta l'esigenza del perito di essere assistito, nell'espletamento dell'incarico, da principi e regole capaci di realizzare valutazioni in grado di esprimere valori assoluti, dimostrabili, razionali ed affidabili.

Il 29 novembre 2011 viene costituito l'Organismo Italiano di Valutazione (O.I.V.), che si propone quale standard setter nazionale in materia di

[28] DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014, p. 130 e ss.

[29] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 16 e ss.

valutazione e persegue diversi scopi quali, ad esempio, la partecipazione al processo di formazione dei principi di valutazione internazionale, la costituzione di riferimenti per gli stakeholders (in particolare per i valutatori, per gli utilizzatori delle valutazioni, per le autorità di vigilanza e per il legislatore), la predisposizione di un corpus di principi di valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali e l'elaborazione di correlate note tecniche, guide applicative e best practice. Un ulteriore problema legato alle valutazioni aziendali è sicuramente quello in merito alle fonti dell'attività valutativa. Cardine fondamentale ai fini della valutazione, e della sua attendibilità, è la scelta della documentazione utilizzata per il riscontro di tutti i dati e di tutti gli elementi che entrano in gioco nel processo valutativo. Tale ricerca risulta perciò assai delicata, costituendo le fondamenta del risultato operativo finale. Per soddisfare tali esigenze qualitative, l'impiego dell'informativa raccolta deve sottostare ad alcune condizioni, prime fra tutte: la buona qualità dei dati ovvero la loro ragionevole attendibilità e significatività; inoltre nei casi in cui si impieghino rilevazioni empiriche la comparabilità, ossia una collocazione similare negli aspetti rilevanti dell'impresa. I dati di bilancio della maggior parte delle imprese non quotate o di piccole dimensioni sconta, soprattutto nel nostro Paese, problemi mai risolti di chiarezza e trasparenza informativa anche a causa di mai sanati contatti e sovrapposizioni tra normativa tributaria e civilistica[30]. Da qui la presa d'atto che l'attività di valutazione oltre a non

[30] PAOLUCCI G., La valutazione d'azienda. Fondamenti concettuali e prassi applicativa,

essere univoca nelle sue caratteristiche, nelle sue finalità, e nelle metodologie; è un compito tutt'altro che facile e dai risultati incerti. Ed, in effetti, nell'ambito lavorativo dell'analista si può senz'altro asserire che la parola chiave per garantire una corretta evoluzione contestuale sia la seguente: trasparenza[31]. Essa deve essere intesa in senso sicuramente bi-univoco nelle relazioni concernenti l'analista. Considerando, infatti, che l'intera opera di valutazione si basa in larga misura sulle informazioni societarie, è indubbio che, per elaborare una ricerca affidabile, sia necessario utilizzare relazioni relative all'azienda oggetto di studio il più possibile chiare, complete e comprensibili, a cominciare dal documento cardine a base della valutazione, ossia il bilancio societario.

Franco Angeli, Milano, 2012, p. 14 e ss.

[31] DAMODARAN, A.Valutazione delle aziende. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore, 2014, p. 130 e ss.

CAPITOLO SECONDO

Le diverse metodologie di valutazione

2.1. I metodi finanziari basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa

Abbiamo visto nel corso del presente elaborato come la valutazione del valore prodotto all'interno dell'azienda risulta essere una problematica che l'analista deve affrontare. Occorre sottolineare che in passato per la valutazione d'azienda i principi e i metodi utilizzati erano caratterizzati da approcci e regole che si possono definire empiriche. Sono gli anni Ottanta a far registrare un cambiamento e una inversione di tendenza che ha indotto il pensiero valutativo ad elaborare modelli di stima sempre più sofisticati e quanto più possibile, ancorati a criteri di riferimento comunemente accolti e oggettivamente individuati[32].

La stima del capitale economico di un'azienda è un'operazione complicata e diversa dalla semplice analisi del bilancio, in quanto quest'ultimo non è, spesse volte, strumento sufficiente per determinare tale valore. La valutazione può essere compiuta in relazione a diverse finalità:

1) valutazione indipendente: può essere obbligatoria per legge o richiesta dai proprietari per avere una misura del valore da attribuire alla propria azienda oppure un monitoraggio della performance d'impresa;

[32] ABRAMS J.B., Quantitative Businsess Valuation, McGraw Hill, Boston, 2001, p. 93 e ss.

2) valutazione per transazioni: è effettuata preliminarmente ad operazioni di cessione, fusione, acquisizione, costituzione di joint-venture, quotazione in borsa;

3) valutazione del rapporto di cambio: è proposta per determinare il rapporto di cambio in relazione ad operazioni di fusioni, cessioni, scissioni;

4) fairness opinion: giudizio di congruità sul valore o sul prezzo stabilito nell'ambito di operazioni sul capitale.

5) valutazione prudenziale di liquidazione: è funzionale alla definizione del rischio di credito di obbligazione di nuova emissione.

6) valutazione per IPO (initial public offerings): riflette le speranze di reddito che l'impresa offre ai sottoscrittori, tenendo conto dell'impossibilità di questi di influire sulle decisioni aziendali[33].

La determinazione del valore finale della valutazione assumerà diverse configurazioni, a seconda dello scopo specifico che si intende raggiungere con la stessa attività di valutazione[34].

Se lo scopo perseguito è quello della determinazione del reddito periodico di esercizio, ciò che scaturirà dalla valutazione sarà il capitale di funzionamento o di gestione; se invece si vuole realizzare una valutazione allo scopo di liquidare l'azienda si otterrà un valore configurabile come capitale di liquidazione. Ma anche all'interno di uno stesso scopo si potrà pervenire a valori diversi, in considerazione della posizione soggettiva di colui che

[33] CASSANDRO P. E. Sulle comparazioni aziendali, in RIREA, n. 1/2, 1986.

[34] AA.VV., Financial management and performance, Egea, Milano, 2001, p. 963 e ss.

effettua la stima; così, ad esempio, in un'operazione di vendita d'azienda si avrà la valutazione dell'acquirente diversa da quella del venditore in relazione all'importanza che ciascuno di essi assegna agli elementi fondamentali dell'integrazione (economie di scala e di scopo, sinergie, possibilità di acquisire quote di mercato, sfruttamento di tecnologie). Un'azienda può essere definita, per le finalità che qui interessano, come un "universitas rerum", ovvero un complesso omogeneo e organizzato comprendente beni mobili, immobili e immateriali (come l'avviamento, i marchi d'impresa e diritti d'autore), rapporti di lavoro, contratti in essere (come appalti, forniture, locazioni, leasing) debiti, crediti, ecc.

Ma addirittura, anche all'interno di una stessa posizione soggettiva, si avranno diverse valutazioni che variano secondo lo scopo specifico perseguito da ciascun individuo. Ad esempio, si avrà la valutazione dell'acquirente *imprenditore* che acquista l'azienda per diventarne soggetto economico e detenerne perciò il controllo, quella dell'acquirente *investitore* che acquista l'azienda per realizzare un investimento di capitali e infine quella dell'acquirente *speculatore* che l'acquista con lo scopo di rivenderla successivamente ad un prezzo maggiorato, lucrando dunque sulla differenza. Una posizione ancora diversa è infine quella rivestita dal perito indipendente, chiamato a pronunciarsi sul valore da attribuire ad un'azienda per le sue elevate competenze professionali ed esperienza[35].

[35] DAMORADAN A., The dark side of valuation, Prentice Hall-Financial Times, New York, 2001, p. 789 e ss.

Ciò che si vuole determinare con l'attività di valutazione è essenzialmente il valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'azienda, comprensivo di tutte le sue articolazioni di beni, persone, tecnologie, organizzazione, contratti.

Il valore attribuibile al capitale economico può essere determinato seguendo due diversi orientamenti, che porteranno a considerazioni differenti:

- un filone di tipo *finanziario* considera tale grandezza come risultante dall'attualizzazione al tempo "n" dei flussi futuri di cassa attesi, sommati al valore attuale dell'azienda determinato secondo il suo valore di alienazione o liquidazione;
- un filone di tipo *aziendale* considera tale grandezza funzione dell'attualizzazione del reddito economico normalizzato più la consistenza patrimoniale dell'azienda[36].

Il valore del capitale economico dell'azienda è certamente valore da tenere distinto rispetto al capitale di bilancio e al prezzo.

Il capitale di bilancio è, infatti, una grandezza di derivazione contabile e perciò frutto di considerazioni oggettive e obiettive che emergono dall'analisi dei documenti di bilancio. L'analisi relativa ai dati di bilancio, però, non consente di inglobare al suo interno quelle osservazioni di carattere finanziario non rilevate in contabilità ma che invece influenzano

[36] BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J., La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo nella performance, Franco Angeli,Milano, 1999

enormemente la determinazione del valore prospettico (andamento del mercato, congiunture economiche, avviamento).

Il prezzo è invece un valore che riassume una valutazione prospettica ma di tipo esogeno. Questo significa che non sempre il concetto di prezzo e quello di valore coincidono perché nella determinazione del primo assumono un ruolo decisivo alcuni fattori che rientrano nelle condizioni di negoziazione. Tra queste si ricordano le asimmetrie informative che possono sussistere tra le parti contraenti nonché il differente potere contrattuale che una delle parti può esercitare sull'altra.

Infine affinché la creazione di valore (o la distruzione) emerga nella determinazione del prezzo è necessario che vi sia la capacità dell'azienda di diffondere questo valore ed efficacia nelle comunicazioni strategico reddituali.

Volendo comunque fornire delle precisazioni metodologiche occorre sottolineare come la letteratura[37] chiarisce che non esiste un metodo di valutazione che sia sempre preferibile agli altri, gli stessi hanno al loro interno delle criticità importanti; la scelta di un metodo rispetto a un altro dipende dalle circostanze e dai dati disponibili. Spesso poi si effettuano valutazioni con più di un metodo per suffragare i risultati ottenuti o delimitarne il margine di incertezza.

[37] DAMORADAN A., The dark side of valuation, Prentice Hall-Financial Times, New York, 2001, p. 789 e ss.

2.1.1. Il calcolo dei flussi di cassa

L'approccio finanziario alla valutazione dell'impresa si basa prevalentemente sullo studio dei flussi di cassa e più precisamente attraverso l'attualizzazione di tali flussi. Si tratta di una tecnica equivalente a quella relativa alla valutazione delle iniziative di investimento. La valutazione di un'impresa può essere realizzata attraverso l'uso di modelli basati sull'*assets side* (FCFO) o sull'*equity side* (FCFE), oppure sull'approccio dell'APV. Nell'approccio asset side si determina il valore del capitale operativo e poi si giunge al valore economico del capitale netto. Nella sua variante più diffusa il capitale operativo viene diviso in un periodo a previsione esplicita ed un periodo a previsione illimitata, rappresentato dal valore terminale dell'azienda.

Nella prassi professionale internazionale viene di regola adottato l'approccio basato sui flussi disponibili per l'impresa (FCFO). L'approccio *equity side* è in genere utilizzato per problemi di valutazione di titoli azionari e di partecipazioni minoritarie[38]. Qualsiasi approccio finanziario "vede" l'impresa come un qualsiasi bene e applica ad essa i medesimi principi sviluppati per la valutazione delle iniziative di investimento.

In quest'ottica dunque il metodo finanziario fa coincidere il valore d'azienda con il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, secondo una formula generale del tipo seguente :

[38] GALBIATI P., La struttura finanziaria delle imprese - modelli teorici e scelte operative - EGEA, 1999, p. 58 e ss.

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

Dove:

W = Valore del capitale

Ft = Flusso di cassa del periodo t

k = Tasso di attualizzazione dei flussi di cassa

T = Durata dell'azienda

La caratteristica principale del metodo finanziario consiste nel fatto che esso rispetta i principi della teoria del valore accogliendo nel calcolo i soli flussi di cassa prelevabili e valorizzandoli il relazione alla loro distribuzione nel tempo. I metodi finanziari possono essere suddivisi in tre principali famiglie:

- metodi finanziari analitici
- metodi finanziari sintetici
- metodi finanziari con *terminal value*

I metodi finanziari analitici si caratterizzano per il fatto che la previsione dei flussi di cassa avviene analiticamente anno per anno, sino al termine della durata dell'azienda.

2.1.2 La determinazione del tasso

I metodi finanziari sintetici, invece, nascono allo scopo di snellire il processo di previsione analitica su archi temporali molto lunghi e si qualificano come "sintetici" proprio perché si fondano sulla costanza di alcuni parametri, almeno per certi orizzonti temporali[39]. In particolare i metodi di valutazione sintetici maggiormente diffusi utilizzano:

- valori medio-normali di flusso di cassa atteso perpetuamente;

oppure

- previsioni di flussi variabili secondo costanti, come per esempio accade nei modelli in cui si ipotizza che il flusso di cassa da scontare cresca perpetuamente in ragione di un tasso costante "g"[40].

Data la bassa attendibilità attribuita a previsioni di flusso di cassa oltre il medio termine, più di frequente in pratica si utilizzano metodi ibridi analitico-sintetici (metodi finanziari analitici con *terminal value*) nei quali il problema della previsione dei flussi viene risolto con soluzioni di compromesso tali per cui si procede, per il futuro più prossimo ad una stima analitica dei flussi annuali e per il restante periodo di vita aziendale ad una stima sintetica.

Le due varianti della formula possono essere espresse nei seguenti termini, a seconda che la valutazione sia espressa in termini di *assets o equity side:*

[39] ARLORIO, BONELLI, BOCCHINO,- ''Analisi di bilancio''. Milano, Giuffrè, 1989, P. 101 e ss.

[40] ABRAMS J.B., Quantitative Businsess Valuation, McGraw Hill, Boston, 2001, p. 93 e ss.

Assets side

$$W_{assets} = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO}{(1+WACC)^t}$$

Equity side

$$W_{equity} \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE}{(1+K_e)^t}$$

Dove:

W assets = Valore del capitale operativo (*assets value*)

W equity = Valore del patrimonio netto (*equity value*)

FCFEt = Flusso netto di cassa per gli azionisti in ciascun periodo t-iesimo

FCFOt = Flusso di cassa operativo in ciascun periodo t-iesimo

Ke = Costo del capitale di rischio:

Ke(U) in assenza di debiti finanziari netti

Ke*(L) in presenza di debiti finanziari netti

WACC = Costo medio ponderato di capitale

T = Durata del periodo di previsione

Il metodo finanziario analitico si applica nelle valutazioni con orizzonte temporale definito, sotto l'ipotesi della prevedibilità del flusso di cassa anno per anno[41]. Il procedimento di valutazione è del tutto simile a quello relativo al calcolo del valore attuale lordo di una iniziativa di investimento. In genere il metodo analitico viene utilizzato in presenza di condizioni di fatto che limitano la vita dell'impresa: per esempio nel caso di attività svolte in concessione, se le concessioni stesse non verranno presumibilmente rinnovate o estese nel tempo. L'andamento dei flussi risulta in genere

[41] FERRERO, DEZZANI, "Manuale delle analisi di bilancio: indici e flussi". Milano, Giuffrè, 1979, p. 74 e ss.

influenzato dal fatto che l'operatività dell'impresa verrà interrotta. In particolare è possibile che gli investimenti o altri tipi di spese vengano progressivamente limitati e che il rapporto di indebitamento muti significativamente nel periodo. Sotto l'ipotesi *steady state* la valutazione finanziaria sintetica può essere realizzata con le due formule sopra illustrate. Esse altro non sono che una attualizzazione di flussi di cassa medio-normali attesi. Nel calcolo del valore dell'attività operativa il tasso di sconto rappresenta il rendimento richiesto da chi finanzia l'impresa, costituito sia dagli azionisti che dai creditori.

2.1.2 Le diverse tipologie di flussi di cassa e la loro rilevanza ai fini della valutazione

Il cash flow può variare da un punto di vista che possiamo definire formale a seconda del contesto all'interno del quale viene misurato e al metodo stesso di determinazione. Per flussi di cassa si fa riferimento ai flussi monetari, per i quali si privilegia l'effettivo incasso/pagamento rispetto a quello economico-contabile. Il cash flow operativo lordo ad esempio è da considerare una partizione del cash flow di periodo calcolabile nelle ipotesi in cui tutti gli acquisti e le produzioni generassero rimanenze di materie e prodotti. Il cash flow operativo lordo è un valore indicativo dell'ammontare delle risorse che possono essere generare dalla gestione corrente senza tenere conto dei flussi connessi agli investimenti nel magazzino e alla dinamica dei crediti e dei debiti commerciali derivanti dalle politiche di stoccaggio e di regolamento

attivo e passivo dell'impresa. Importante è una ulteriore determinazione del cash flow ovvero quella netta che comprende anche eventuali variazioni di magazzino e se viene abbandonato il principio che vede il flusso di cassa dipendente dai pagamenti in contanti si può calcolare il flusso di cassa relativo ad un determinato esercizio. Quindi il semplice cash flow operativo diventa un cash flow di esercizio nel momento in cui viene ad essere abbandonata l'ipotesi di variazione di crediti e debiti di natura commerciale o di regolamento di acquisti e vendite. Ogni incremento di crediti commerciali va ad incidere negativamente sul cash flow cosi come un incremento dei debiti commerciali va a ridurre quelli negativi. Il cash flow operativo netto integrato con i flussi derivanti dalla variazione dei debiti e dei crediti commerciali va a configurare il cash flow di esercizio che indica quanta parte del cash flow operativo viene destinato al finanziamento di tutti gli altri impieghi dopo aver effettuato investimenti in magazzino e chiaramente sostenuto crediti e debiti commerciali. Eventuali valutazioni e calcolo dei flussi di cassa deve andare a tenere conto di quale tipologia di flusso reddituale considerare ai fini di una potenziale valutazione. Quella più inclusiva è sicuramente una valutazione sul cash flow di periodo che viene calcolato andando a prendere in considerazione il cash flow di periodo e detraendo le variazioni del capitale circolante rappresentato da variazione di crediti e debiti a breve e dalle variazioni delle rimanenze esclusi investimenti in attività fisse o i rimborsi dei finanziamenti.

I flussi di cassa sono rappresentati con maggior frequenza da:

- capex

+ margine operativo lordo

-imposte pro-forma

+/- variazione CCN

Figura: Calcolo Flusso di cassa gestione operativa

CALCOLO FCFO
+ RICAVI - COSTI -CANNIBALIZZAZIONE
= **MARGINE INDUSTRIALE LORDO** - COSTI GENERALI - R&S - COSTI/OPPORTUNITà
= **MOL (EBITDA)** - Q.TA AMM.TO
= **EBIT** - IMPOSTE (tax rate* ebit)
= **NOPAT** + AMM.TO - DELTA CCN - CAPEX
= **FCFO**

2.2. I metodi reddituali e gli approcci basati sui flussi di risultato e sulla loro normalizzazione

La rassegna offerta dimostra come per alcuni metodi di valutazione prescinde dalla sua capacità di generare dei flussi. I metodi reddituali si basano proprio su questi flussi e sulla determinazione del capitale netto economico con l'attualizzazione dei redditi che una determinata azienda si attende negli anni futuri.

I metodi reddituali, quindi, determinano il valore odierno di un'azienda attualizzando i flussi economici, in altre parole i risultati reddituali futuri

attesi, ottenuti contrapponendo costi e ricavi d'esercizio. Il processo di sconto avviene ad un tasso *"i"* di capitalizzazione/attualizzazione[42] che esprime il costo-opportunità del capitale.

Il reddito futuro può essere considerato una espressione, dei flussi attesi analiticamente ogni anno o di un flusso di reddito medio a seconda dell'equazione che di volta in volta viene utilizzata. Possono essere anche utilizzati, per esprimere questo valore, mediante una fascia di redditi. Si ottengono diversi risultati considerando degli scenari più o meno favorevoli. E' logico che parlando di flussi, proprio il reddito deve subire un processo di normalizzazione depurato dalle componenti straordinarie, ma anche di quelle che si riferiscono direttamente alla gestione caratteristica dell'impresa. Bisogna poi procedere ad una rettifica delle componenti che in bilancio sono sottoposte a delle regole contabili in quanto non sono espressive di valori effettivi. Da qui la presa d'atto che proprio i criteri di calcolo sono variabili a seconda di diversi fattori:

[42] Il tasso di capitalizzazione esprime quel divisore che, applicato ad un flusso medio annuo atteso ed incerto, dà come risultato il suo valore attuale (o valore equivalente certo). Il tasso di attualizzazione (o di sconto), invece, permette di ottenere il valore odierno di una serie di flussi attesi ed incerti. Pertanto, il tasso di capitalizzazione esprime un saggio di attualizzazione a lungo termine. Per convenzione, si utilizza uno stesso tasso, ottenibile sommando il saggio di rendimento di titoli privi di rischio (normalmente si assume il tasso di titoli di Stato a lungo termine) ad un premio per il rischio aggiuntivo che il mercato attribuisce all'investimento oggetto della valutazione. Un modo alternativo, per calcolare tale tasso, consiste nel considerarlo pari al costo medio del denaro per l'acquirente: in tal caso, però, viene meno il collegamento con la rischiosità dell'azienda. Cfr. PEDRIALI F., "Principali metodi di valutazione aziendale nel contesto dell'evoluzione finanziaria", Franco Angeli, Milano, 2001, p. 57 e ss.

1. Modalità di definizione e stima dei flussi storici (valori del passato);
2. Lunghezza dell'arco temporale scelto per la valutazione;
3. Modalità di espressione dei redditi attesi;
4. Modalità di realizzazione delle proiezioni nel futuro dei flussi attuali e del passato;
5. Modalità di determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi differiti nel tempo.

Il primo punto riguarda l'identificazione della forma di flusso economico più idonea per una corretta valutazione. Sembra opportuno utilizzare il risultato economico che appare nel bilancio d'esercizio. Tale valore deve, però, essere opportunamente modificato essendo spesso una misura incompleta e distorta della *performance* economica di un'impresa. Esistono quindi diverse metodologie tra le quali il metodo della proiezione dei risultati storici ovvero la stima del reddito d'azienda partendo dai risultati ottenuti nei bilanci passati che vengono poi rettificati per tenere conto delle prospettive future. Devono poi verificarsi diverse condizioni affinché si possa utilizzare questo approccio e cioè che vi siano fattori individuabili le cui variazioni condizionano i risultati prospettici e che possa essere stimato in modo attendibile il modo in cui questi fattori influenzano il flusso futuro. Al metodo della proiezione dei dati storici si affianca poi il metodo dei risultati programmati che si fonda sulla valutazione dei documenti previsionali prodotti dall'azienda ed in particolare budget e piani pluriennali. Esiste poi l'ulteriore metodo della crescita attesa che si basa sulle capacità di sviluppo

dell'azienda. Per sviluppo si intende l'aumento delle dimensioni o del volume di attività, fattori che possono essere strettamente correlati con l'aumento della redditività. Non sono poi da considerarsi operazioni straordinarie come ad esempio acquisizioni.

Le formule che vengono utilizzate all'interno dei procedimenti di valutazione attraverso i metodi reddituali sono le seguenti:

Metodi analitici con arco temporale limitato:

$$W_e = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

dove:

We= valore dell'*equity*, cioè del capitale proprio;

Rt = reddito atteso in ciascun periodo t-esimo;

i = tasso di attualizzazione dei redditi attesi;

n= durata del periodo di previsione.

Tale formula è adatta alle situazioni in cui è possibile prevedere analiticamente i flussi attesi in un periodo definito.

***Metodi analitici con arco temporale limitato e valore a regime**:*

$$W_e = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+i)^t} + \frac{R}{i}(1+i)^{-n}$$

I simboli usati sono i medesimi della formula precedente. La sola variazione riguarda R/i che designa il valore a regime (o terminal value). Si tratta di un valore ottenuto, capitalizzando al tasso *"i"* il reddito medio-normale, avvalendosi della formula che esprime il valore attuale di una rendita perpetua[43]. In questo caso, il valore attuale cade nel periodo $t = n$ per cui si rende necessario scontarlo per ulteriori n periodi. Il valore a regime permette di tener conto della capacità di profitto dell'impresa oltre il periodo di previsione analitica, allorché non è possibile (o è sconsigliabile per motivi di attendibilità) elaborare dati analitici per tutti i periodi futuri ed individuare una durata definita per l'impresa.

Metodi sintetici con arco temporale illimitato:

$$W_e = \frac{R}{i}$$

dove:

R è il reddito medio-normale atteso perpetuamente;

i è il tasso di capitalizzazione del reddito medio-normale.

[43] CARAMIELLO C.,DI LAZZARO F., FIORI G., Indici di Bilancio, Strumenti per l'analisi della gestione aziendale, Giuffrè editore 2003. p. 21 e ss.

Tale formula si basa sull'ipotesi che la durata dell'impresa non sia definibile e che essa sia in grado di mantenere in perpetuo una capacità di profitto pari al reddito medio-normale (*ipotesi di stazionarietà o steady state*).

I metodi reddituali appaiono tuttora molto utili per valutare le aziende che hanno raggiunto una condizione di *"steady-state"*, in altre parole una situazione di equilibrio economico ormai stabile e duraturo. In questa circostanza, infatti, il processo di normalizzazione dei redditi e la stabilizzazione del capitale impiegato diventano pienamente razionali[44]. Ciò può essere sostenuto anche allorché si vuole valutare un'impresa fortemente ciclica. Essa presenta, per definizione, redditi molto variabili, ma tendenti a compensarsi nel tempo. Pertanto, appare auspicabile il ricorso a flussi medi-normalizzati, potenzialmente in grado di individuare la linea di tendenza stabile che è sottostante la suddetta volatilità, alla stregua di un'operazione di interpolazione lineare[45].

2.3. I metodi misti e l'uso dell'EVA

I metodi misti rientrano nella categoria dei criteri tradizionali. Essi combinano la stima patrimoniale del capitale con quella reddituale. Il metodo misto cerca di integrare quelle che sono le falle che originano

[44] ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, nuova edizione 2005.

[45] GALBIATI P., La struttura finanziaria delle imprese - modelli teorici e scelte operative - EGEA, 1999, p. 58 e ss.

dall'applicazione del metodo patrimoniale rispetto a quello reddituale che non considera però l'effettiva consistenza patrimoniale. Il metodo misto si articola in tre differenti tipologie di valutazione al suo interno. Una prima prevede il calcolo del valore medio, un secondo la stima del goodwill, un terzo che prevede il calcolo dell'Eva. Originari della cultura economico-aziendale europea (anche se un metodo affine, l'*Excess Earning Model,* fu presentato negli Usa già nel 1920), questi criteri per alcuni decenni sono sembrati la soluzione ideale al problema valutativo, abbinando l'obiettività e la dimostrabilità dell'approccio patrimoniale alla razionalità propria dei procedimenti reddituali[46].

Con il tempo, tuttavia, essi hanno progressivamente perduto credito, trascinati negativamente dalla decadenza accusata dalle stime patrimoniali, anche se, di recente, un certo interesse intorno ad essi sembra essersi risvegliato in coincidenza con il fervore di studi sviluppatosi sul tema dell'apprezzamento dei beni immateriali[47].

Il metodo del valore medio prevede che nella determinazione del valore dell'azienda concorrano con la stessa importanza sia la composizione patrimoniale che la capacità di produrre reddito[48]. Il valore dell'azienda viene stimato attraverso il calcolo della media aritmetica tra il valore della

[46] ABRAMS J.B., Quantitative Businsess Valuation, McGraw Hill, Boston, 2001, p. 93 e ss.

[47] ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, nuova edizione 2005, p. 101 e ss.

[48] WAYNE L EINSTON, Simulation modeling using @Risk, duxubury Thomson Learning, 2001, p. 945 e ss.

stessa calcolato con metodo patrimoniale e metodo reddituale. Tale metodo consente di giungere alla determinazione di un valore unico in breve tempo ma non sempre è indicativo del valore effettivo dell'azienda. Il modello con stima del goodwill determina il valore dell'azienda in funzione proprio dell'avviamento. L'avviamento viene calcolato come valore attuale del reddito differenziali che l'azienda è in grado di produrre rispetto ad altre aziende dello stesso settore. Occorre sottolineare che i procedimenti misti hanno conosciuto diverse variazioni del loro contenuto teorico-concettuale. In ogni modo, la loro formulazione originaria ed elementare si fonda sull'evidenziazione di un valore di *Avviamento* (o *Goodwill*) ottenuto, in via indiretta, dalla differenza tra il risultato della stima reddituale del capitale (Wr) e il valore del capitale netto rettificato (K), dato da una stima patrimoniale. Se si effettua la valutazione reddituale servendosi della formula della rendita perpetua (per cui Wr = R / i), il *Goodwill (G)* è dato dall.espressione seguente :

$$G = \frac{R}{i} - K$$

Le aziende redditizie avranno, pertanto, un *Goodwill* positivo (essendo R / i > K); quelle con una redditività inferiore al normale o addirittura in perdita avranno un avviamento negativo, definito anche *Badwill.*

A questi due metodi si affianca poi il metodo basato sull'Eva che nasce come una misura della performance aziendale all'interno delle teorie di creazione del valore. Il concetto di base è che una impresa produce valore quando

riesce a superare la remunerazione delle fonti. Non è sufficiente che una azienda produca reddito ma affinché non venga distrutto valore questo deve essere superiore al costo del capitale. A rilevare come parametro di misura è sicuramente un reddito operativo normale al netto delle imposte ovvero il NOPAT. Non vengono presi in considerazioni gli interessi passivi in quanto il rendimento del debito è compreso all'interno del costo del capitale[49]. L'Eva rappresenta, quindi, un sovra reddito in una visuale riferita agli asset dell'azienda stessa e quindi deve essere considerato come il reddito minimo al quale l'azienda deve giungere per accrescere il valore .

EVA= NOPAT – (Wacc x CI)

I valori di NOPAT (reddito dopo le imposte) e CI (capitale investito) sono valori di derivazione contabile, quindi ottenibili sulla base dei dati di bilancio. Tuttavia, il riferimento alla contabilità se, da un lato, rende agevole il calcolo di queste grandezze, dall'altro, potrebbe causare distorsioni. Si pensi, ad esempio, alle spese di ricerca e sviluppo sostenute da un'impresa. Queste spesso vengono spesate a conto economico o perché il sistema dei principi di redazione del bilancio non ne consente la capitalizzazione o per ridurre il carico fiscale. Così facendo, però, di fatto si sottostima sia il reale ammontare del capitale investito nella gestione, sia il flusso di reddito da questo prodotto[50].

[49] STEHPHEN H. PENMANN, Financial Statementand security valuation, mc Graw-hill, Boston, 2001, p. 963 e ss.

[50] ABRAMS J.B., Quantitative Businsess Valuation, McGraw Hill, Boston, 2001, p. 93 e ss.

Il valore del WACC che abbiamo preso in considerazione è desumibile da due componenti: costo del capitale di debito e costo del capitale di rischio. Il costo del capitale di debito dipende, chiaramente, dal tasso di sconto in vigore all'interno del mercato finanziario. Il costo del capitale di rischio è invece frutto di una valutazione molto più complicata e decisamente collegata al premio per il rischio sopportato e quindi alle peculiari caratteristiche del settore all'interno del quale l'azienda opera. Ogni settore è "caratterizzato da proprie condizioni operative che possono accentuare o ridurre la sua rischiosità rispetto alla media del mercato. Oltre a ciò, ogni azienda presenta una propria struttura finanziaria che può concorrere ad amplificare il rischio operativo. Il rendimento eccedente viene quindi corretto moltiplicandolo per un coefficiente, il coefficiente Beta. Il Beta esprime la maggior o minor variabilità del rendimento del capitale investito nell'azienda (o nelle aziende di un dato settore) rispetto al rendimento medio offerto dal mercato azionario. Insomma, il Beta ci dice se l'azienda (o le aziende di un settore) presenta un grado di rischio superiore o inferiore rispetto alla media di mercato[51]. In concreto il Beta viene calcolato impiegando tecniche statistiche di regressione applicate a serie storiche di tassi di rendimento"[52]. La formula del Wacc può essere cosi sintetizzata:

[51] O'BRIEN S.F., YOUNG J.W., Eva and Value Based Management, mC gRAW-hILL, nEW yORK, 2001, P. 129 E SS.

[52] SETTI S., La creazione del valore: il metodo EVA, Mister FISCO, 2009, P. 3 E SS.

$$WACC = \frac{E}{V} \times R_e + \frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c)$$

Dove

Re= costo/rendimento capitale di rischio

Rd= costo capitale di debito

E= valore del capitale netto

D= valore del debito

V= E+D

Tc= Tax rate

Si può direttamente notare come l'Eva è direttamente influenzato dal capitale investito e dal Wacc. Si celano quindi all'interno di tale tipologia di calcolo innumerevoli insidie. I ritorni per gli investimenti effettuati sono lontani nel tempo, penalizzando i periodi vicino ai quali vengono effettuati. Il management tende quindi a rinviare gli investimenti, evitando di deprimere l'Eva.

Il valore di un' impresa (*Wm*), ottenuto con il metodo misto, ossia come somma tra il valore del patrimonio e quello dell'avviamento, sarà compreso in un intervallo che ha come estremo superiore il valore della stessa impresa dato dal metodo reddituale puro e come limite inferiore il *valore di liquidazione* realizzabile in caso di alienazione, anche separata, dei vari cespiti che costituiscono il capitale netto[53].

[53] Si noti, tuttavia, che il capitale netto di liquidazione (L K) può non essere il limite minimo del valore di un'azienda. Nel caso, infatti, questa abbia una situazione attuale e prospettica

2.4. I moltiplicatori di mercato

Il metodo dei multipli, nella determinazione del valore di una determinata azienda si fonda sul confronto con società o transazioni comparabili, dunque si fonda su osservazioni dedotte dal mercato. Vengono quindi determinati dei coefficienti comparabili con i quali giungere al valore dell'azienda. Un multiplo può essere definito come un indicatore sintetico e va considerato in relazione alla stessa grandezza economica dell'azienda da valutare. Rispetto ai metodi che abbiamo sviluppato in precedenza il metodo dei multipli è molto semplice e ha permesso una massima diffusione soprattutto all'interno delle banche di investimento. Non sono pochi i limiti del metodo in esame in quanto difficilmente le società che vengono ritenute comparabili sono effettivamente tali[54]. Gli stessi multipli sono poi basati su prezzi che possono dipendere dall'andamento del mercato o dal potere contrattuale delle parti, riducendo la loro capacità di esprimere il valore dell'azienda.

Il metodo dei multipli di Borsa consente, quindi, di valutare il capitale di un'azienda attraverso dei rapporti (i multipli, appunto) tra i prezzi dei titoli di società comparabili, desunti dalle quotazioni di Borsa, ed alcune grandezze economiche dell'azienda. I multipli (o moltiplicatori) così ottenuti devono, poi, essere moltiplicati con la stessa variabile economica dell'azienda

---

molto negativa e non possa, per svariate ragioni, essere sciolta nel breve periodo, allora le perdite attese possono far scendere W al di sotto di kL. Cfr. DAMODARAN ASWATH, FERRI F., "Valutazione delle aziende", Apogeo, Milano, 2002, p. 23 e ss.

[54] ABRAMS J.B., Quantitative Businsess Valuation, McGraw Hill, Boston, 2001, p. 93 e ss.

che s'intende valutare, in modo da ricavare il valore cercato. Quest'ultimo è riconducibile alla categoria dei prezzi probabili i quali non consistono in valutazioni razionali e dimostrabili, bensì in stime dedotte da osservazioni di mercato.

Il metodo dei multipli affida, pertanto, al mercato la determinazione di valori di difficile previsione, sul presupposto che "il prezzo di mercato" sia la migliore approssimazione del valore dell'impresa[55]. In altre parole che la Borsa sia in grado di esprimere una valutazione oggettiva ed adeguata delle società ivi quotate, tramite l'incontro della domanda e dell'offerta di una pluralità di operatori. Se è vero quest'assunto, il valore di una società, quotata o meno su un mercato regolamentato, non può differire significativamente da quello espresso dal mercato per aziende di dimensioni simili, operanti nello stesso settore di attività e nei medesimi mercati geografici[56]. Il criterio di valutazione in esame richiede che siano verificate due principali ipotesi:

- *Deve esserci uguaglianza nei saggi di crescita attesi degli utili e dei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischiosità;*
- *Il valore dell'impresa deve variare in proporzione diretta alle variazioni della variabile economica scelta nella costruzione del multiplo.*

Qualora tali assunzioni siano soddisfatte, il metodo dei multipli consente di

[55] COLOMBI F, Il baricentro Finanziario, Cedam, Padova, 2004, p. 25 e ss.

[56] ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., La valutazione delle aziende, Giappichelli, Torino, nuova edizione 2005.

evitare la stima soggettiva delle prospettive di crescita e del rischio, che devono essere effettuate nei metodi finanziari. Tali parametri sono assunti direttamente dal mercato, attraverso i moltiplicatori. In realtà, il problema della soggettività delle stime è soltanto eluso, poiché la selezione di un campione di società omogenee e confrontabili implica pur sempre un giudizio arbitrario. Inoltre, esistono molti problemi nell'individuare un gruppo di aziende simili.

I multipli possono essere impiegati nella valutazione di qualsiasi tipo di società, ovviamente scegliendo un rapporto che sia adatto al settore di appartenenza della società stessa che si vuole valutare.

Si tratta, infatti, di un metodo semplice ed immediato, soprattutto allorché esistono molte aziende comparabili quotate nei mercati e questi, in media, ne stabiliscono prezzi corretti.

Tuttavia, esso presenta anche alcuni *difetti*. Innanzi tutto è un criterio facilmente manipolabile in quanto richiede la formazione di un campione di aziende simili e, poiché non ne esistono di perfettamente identiche in termini di rischio e di crescita, tale scelta risulta inevitabilmente soggettiva. Pertanto, un analista può sempre ricercare quel gruppo di aziende che conferma i suoi pregiudizi sul valore di un'impresa.

Un altro limite è connesso alla possibilità che la valutazione espressa dal mercato non sia congrua: tale errore si ripercuoterà anche sulle stime fatte con i multipli.

I multipli di più frequente utilizzazione nelle valutazioni aziendali condotte

seguendo l'approccio di mercato sono:

• Il rapporto Prezzo/Utili (*Price/Earnings Ratio – P/E);*

• Il rapporto *Enterprise Value/Ebit – EV/Ebit;*

• Il rapporto *Enterprise Value/Sales – EV/Sales;*

• Il rapporto Prezzo/Patrimonio netto (*Price/Book Value – P/Bv).*

Oltre a questi multipli principali, se ne possono citare altri che ne rappresentano delle varianti molto diffuse nella pratica: i rapporti *Price/Cash Earnings – P/CE, Enterprise Value/EBITDA, P/FCFE, Enterprise Value/FCFO,* ecc..

Alcuni dei moltiplicatori appena riportati hanno al numeratore il prezzo, il quale esprime il valore di mercato del solo capitale azionario[57] (*equity*), mentre altri si basano sull'*Enterprise Value*, cioè sul valore totale dell'impresa (valore di mercato dell'equity + valore di mercato del debito)[58]. Con i multipli del primo tipo si giunge direttamente al valore del capitale proprio di un'impresa, mentre con quelli che presentano l'*Enterprise Value* al numeratore si perviene al valore dell'intero capitale operativo dell'impresa stessa dal quale, sottraendo il valore di mercato dei debiti finanziari, si può ricavare il valore (di mercato) dell'equity.

Tutti i multipli possono essere ottenuti in *due modi principali*:

• Usando i fondamentali aziendali: si tratta di variabili economico finanziarie dell'azienda in corso di valutazione. Quelle basilari sono le stesse

[57] GUATRI L., BINI M., I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2002
[58] COLOMBI F, Il baricentro Finanziario, Cedam, Padova, 2004, p. 25 e ss.

che sono necessarie per l'applicazione delle formule appartenenti ai metodi finanziari: il tasso di crescita *g* di utili e flussi di cassa, il saggio di distribuzione degli utili *(payout ratio)*, il rischio.

E', pertanto, una modalità di impiego dei multipli equivalente all'uso dei modelli di *Discounted Cash Flows,* dal momento che richiede lo stesso tipo di informazioni e che porta agli stessi risultati. Il suo maggior pregio consiste nell'evidenziare la relazione tra i multipli e le caratteristiche dell'azienda, consentendo all'analista di vedere come tali multipli mutino al variare di queste caratteristiche.

• Uso di dati comparabili, desunti dall'osservazione di aziende simili (*metodo delle società comparabili*): tale metodo si basa sulla costruzione di un campione di società omogenee e sulla determinazione del multiplo medio all'interno del gruppo osservato.

Un evidente problema presentato da quest'approccio è rappresentato dall'identificazione di aziende che siano veramente simili e confrontabili. Ciò richiede che si sia preliminarmente provveduto a stabilire che cosa si intende per "aziende simili". Teoricamente l'analista dovrebbe controllare tutte le variabili che influenzano il multiplo. In pratica, tale controllo può andare dal più semplice (servendosi di medie di settore) al più sofisticato (costruendo modelli di regressione multipla che comprendano tutte le variabili rilevanti).

2.4.1. Il rapporto Prezzo/Utili

Coloro i quali vogliono investire in titoli devono elaborare una strategia all'interno della quale collocare una valutazione di questo multiplo che da una idea sullo stato di salute dell'azienda andando a valutare il prezzo di mercato dei titoli dell'azione relazionato ad ogni unità di utile prodotto. L'azienda è quindi collocabile in una ottica di mercato in modo positivo se gli investitori saranno attratti dal comprare ogni unità di utile. Più il valore è alto più il valore percepito e di mercato dell'azienda è maggiore per cui la stessa avrà un apprezzamento maggiore sul mercato pur dovendo rispettare delle importanti regole che considerano gli utili attesi in base all'ultimo trend fatto registrare dall'azienda e depurare gli utili da componenti straordinarie e finanziarie nonché fiscali. Per il denominatore del multiplo è possibile calcolare l'utile medio di diversi esercizi o anche un utile normalizzato al fine di limitare le eccezioni.

Il mercato, a livello di tendenza generale, non è sempre in grado di assegnare alle azioni e quindi ai titoli che l'impresa colloca sul mercato il P/E che merita e quindi la valutazione, cosi come avviene per la generalità delle metodologie di valutazione elencate nel presidente capitolo, non può essere oggettiva e di conseguenza influenzare meccanicamente gli investitori nell'acquistare le azioni. In generale l'utilizzo di questo multiplo di mercato più che fornire una valutazione dell'azienda e dare un giudizio sullo stato di salute della stessa, sulla capacità di generare valore è utile per ottimizzare delle scelte di investimento che – come sappiamo – non sempre, anzi raramente, vengono prese con riferimento all'attività dell'azienda o destinate

a supportare l'azienda nel lungo periodo. Sono degli indicatori più vicini alle necessità degli speculatori.

2.4.2. Il rapporto Prezzo/Book Value

Il rapporto book value mette in relazione il prezzo di mercato di un titolo con il suo valore contabile. Il rapporto in questione spinge una riflessione all'interno della dinamica aziendale vera e propria in quanto richiama l'attenzione sul patrimonio netto che si ottiene sottraendo l'attivo al passivo dello stato patrimoniale. Il prezzo di mercato, il numeratore dell'indice che stiamo prendendo in considerazione, è più alto del valore contabile perché è frutto di valutazioni che esulano dalla singola azienda e dalla sua situazione contingente. In alcuni casi e durante i periodi di recessione una azienda può poi succedere che l'impresa valga meno del suo valore libro e questo porta coloro i quali vogliono investire a comprare le azioni in quanto il costo risulta essere più basso. Attraverso questo multiplo si possono fare delle valutazioni anche con aziende in perdita ed è in alcuni casi ancora più attendibile di altri multipli anche volendo fare un confronto con gli indici di bilancio calcolati, come sappiamo, solamente sui dati contabili visto che lo stesso multiplo prospetta la situazione interna dell'azienda all'esterno, nel mercato rendendola più coerente. Ad esempio avere un P/BV alto e un ROE basso o addirittura negativo evidenzia che si sta sottovalutando, per cui è ragionevole aspettarsi un ribasso.

2.4.3. Il multiplo Enterprise Value/Ebit

E' un indicatore in grado di formulare un giudizio diretto su come il mercato valuta il cash flow di una determinata impresa. Questo rapporto non si limita ad una analisi dell'utile dell'azienda in quanto va ad inglobare la politica di ammortamento adottata dalla società che spesso vanno ad incidere sull'utile. Molte imprese utilizzano, a tal proposito, politiche di ammortamento anticipato per fare ridurre l'utile. Il flusso di cassa rappresenta la liquidità generata dalla società nel corso di un determinato periodo e si ottiene aggiungendo all'utile netto della società gli ammortamenti e quanto accantonato. Inoltre il flusso di cassa è un parametro importante monitorato anche dalle agenzie di rating per verificare la capacità di una società di sopravvivere in caso di congiunture sfavorevoli. La convenienza di un titolo cresce al decrescere di un determinato rapporto P/Cf.

2.5. I modelli basati sulla determinazione del costo del capitale

2.5.1. CAPM

Il metodo reddituale, ma in generale per tutti quanti i metodi di valutazione prevedono molto frequentemente delle attualizzazioni di flussi futuri, eccezione fatta per il calcolo di indicatori magati legati alla dinamica contabile dell'impresa. Cruciale all'interno del metodo reddituale è, quindi, la determinazione del tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi. Il tasso

deve essere coerente con l'entità dei flussi. Il reddito è infatti ciò che remunera gli azionisti sotto forma di dividendi o di maggiore equity e per questo motivo deve coincidere con il costo opportunità del capitale di rischio. [59] Per questo motivo si prende come riferimento il CAPM che è utilizzato per poter mettere in relazione il rendimento di un titolo con la sua rischiosità che viene poi misurata attraverso il valore del coefficiente beta. Il modello CAPM ci permette di trovare il rendimento atteso di un titolo *n* come la somma tra il tasso *risk-free* e un premio di rischio che esprima il rischio non diversificabile. Il premio dipenderà molto da un coefficiente beta che misura la reattività del rendimento di un titolo ai movimenti del mercato. Tanto maggiore è il coefficiente beta, tanto maggiore sarà il rendimento atteso dell'attività *n*, poichè possiede un maggior grado di rischio non diversificabile. Qui di seguito la formula del CAPM:

$$r_i = rf + \beta i * (r_m - r_f)$$

Laddove

r_i = tasso di ritorno atteso su una azione

r_f = tasso di un investimento a zero rischio

r_m = tasso del rendimento del mercato

β= Beta è una misura della volatilità dell'azione, questo coefficiente misura il livello di rischio sistematico del capitale di una società rispetto al mercato.

[59] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 185 e s.

2.5.2. Le determinanti del Beta

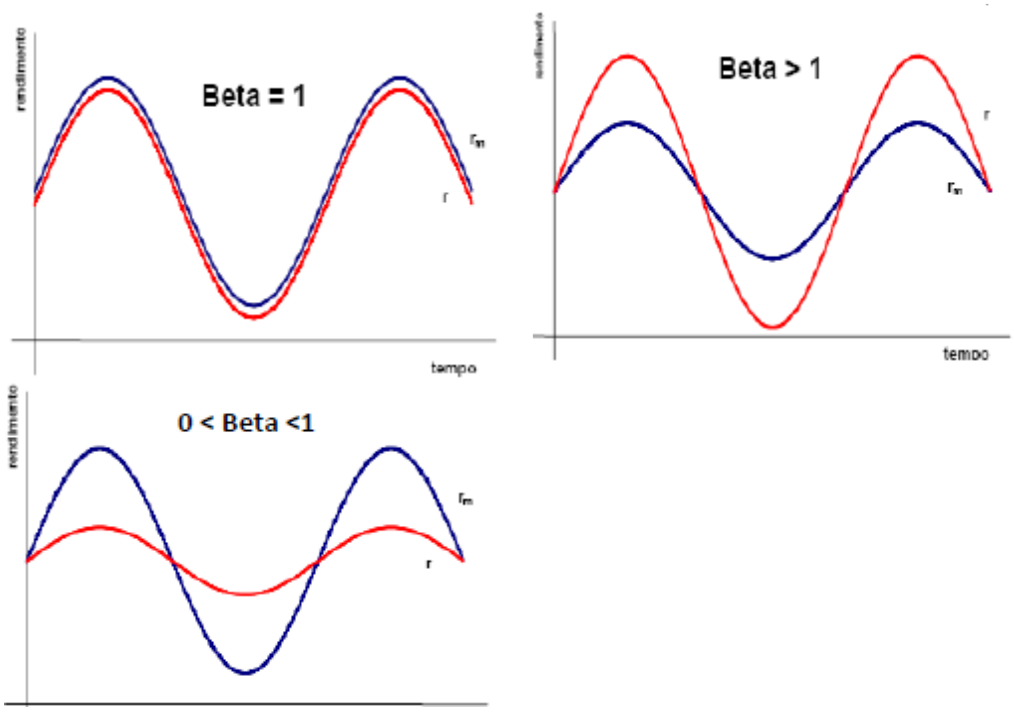
Il punto focale del CAPM è il coefficiente beta, esso misura la rischiosità della singola azienda; in altri termini esprime la quantità del rischio che l'investitore sopporta investendo in una determinato titolo. Il CAPM stabilisce la relazione tra rendimento, titolo e la sua rischiosità che viene determinata proprio attraverso un unico fattore di rischio che è, appunto, il beta. Il modello stabilisce che il premio per il rischio azionario vada moltiplicato per il beta di ogni specifica società, per misurare in tal modo i rischi non diversificabili. I rischi non diversificabili sono quelli relativi all'andamento della società stessa.

Se beta > 1 si è in presenza di un alto rischio per il titolo considerato. Il rischio relativo a tale titolo eccede il rischio medio dei titoli del mercato. Per questa ragione vengono spesso adottati degli aggiustamenti del coefficiente beta, stimato attraverso dei modelli di regressione dei dati storici. [60]

Da un punto di vista analitico il beta è statisticamente determinato come rapporto tra la covarianza tra i rendimenti del titolo (rj) e quelli del mercato (rm) e la varianza dei rendimenti di mercato. Da un punto di vista strettamente empirico si può affermare che il Beta è una misura di quanto si discostano i rendimenti di una azione rispetto ai rendimenti del mercato azionario nel suo complesso.

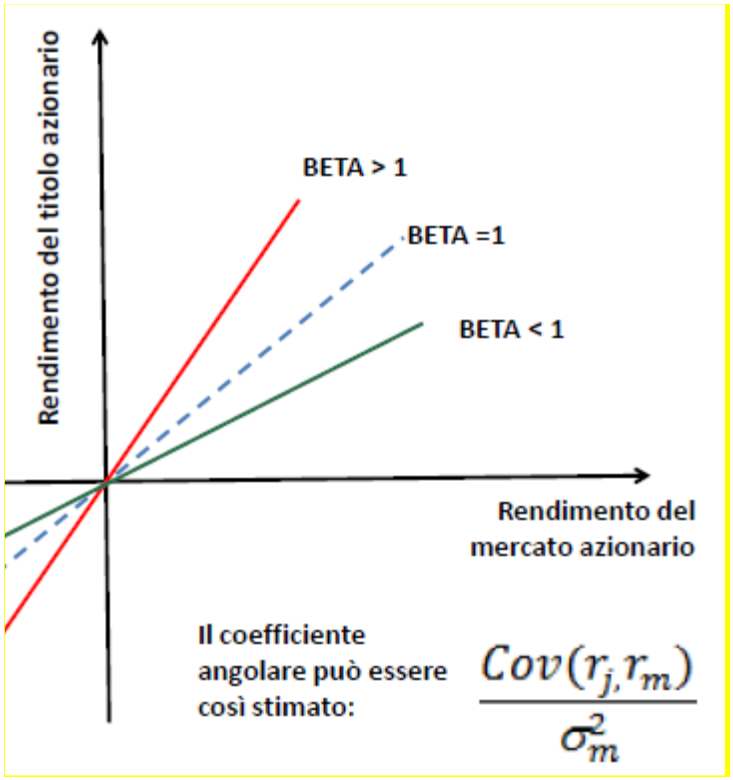
[60] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 185 e s.

Grafico Variazioni e oscillazioni del beta. Nostra elaborazione



Da un punto di vista matematico il Beta è il coefficiente angolare di una retta interpolante che descrive la relazione esistente tra i due rendimenti. Il coefficiente di determinate Rquadro= 1. Minore è Rquadro più grande sarà la distanza dei punti sul piano della retta e meno il Beta può essere preso in considerazione come rappresentativo del rischio.

Grafico del Beta ed inclinazione retta interpolare. Nostra elaborazione



Da qui l'assunzione del Beta come misura del rischio di una attività seguendo come raffronto il mercato azionario nel suo complesso. Un titolo azionario come beta 1.5 si ritiene che subirà delle variazioni di prezzo in misura pari a una volta e mezzo il mercato. Ci si attende che l'excess return sul titolo subisca delle variazioni pari ad una volta e mezzo il premio di mercato ($R_m - R_f$). Nella logica CAPM il Beta rappresenta il rischio sistematico o di mercato che non è gestibile o diversificabile in nessun modo. Il Beta non misura una volatilità dei prezzi ma la variabilità in quanto anche a valori di beta molto bassi possono corrispondere dei livelli di volatilità molto elevati. Il coefficiente angolare indicato nel grafico sopra è rappresentativo dell'analisi di regressione che spesso viene utilizzata per andare a calcolare il beta. Il beta è dato dal rapporto quindi tra una

covarianza, in questo caso dei rendimenti storici dell'azione, con i rendimenti storici di un portafoglio di mercato e la varianza dei rendimenti storici del portafoglio di mercato. Il Beta misura quindi due tipologie di rischio, quello di impresa e quello di business con la possibilità di andare poi a scindere le due valutazioni e optare per una o per l'altra. Il beta levered può essere calcolato con la seguente formula:

ßL = ßu x (1 + (1-t) x (D/E))

Questa relazione può essere scissa ulteriormente in quanto il beta levered contiene al suo interno indicazione dei rendimenti storici delle azioni. Il Beta stimato diventa Beta unlevered quando la stessa relazione viene depurati della componente di rischio finanziario.

ßu = ßl / [(1 + (1-t) x (D/E))

2.5.3. Il WACC

Il costo medio ponderato del capitale di un titolo, di un progetto di investimento o di una impresa è uno strumento impiegato per la valutazione di strategie di acquisto o vendita di asset o anche dell'avvio di eventuali progetti di investimento. Viene indicato molto spesso con la sigla WACC ed è pensato per consentire ad una determinata impresa o investitore di stabilire il costo del capitale, analizzando tutte le componenti e quindi permette di discriminare tra un rendimento atteso accettabile o non consono agli obiettivi di sviluppo. Il WACC è un elemento integrale e parte del metodo di

valutazione Discounted Cash Flow, uno dei più impiegati per la valutazione di un valore dell'impresa.

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital) è dato dalla media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'impresa ovvero capitale proprio (E) e capitale di debito (D).

In formula il Wacc :

$$Wacc = K_e \cdot E/(D+E) + K_d \, D/(D+E)$$

K_e è da considerare il costo dei mezzi propri di finanziamento, K_d il costo del capitale di debito, D è l'indebitamento totale ed E il capitale proprio. Occorre stabilire ai fini del calcolo del Wacc che spesso il costo del capitale non può essere determinato in modo oggettivo con un processo analitico ma è funzione diretta dei rendimenti attesi degli investitori come frutto di specifica proiezione di valore nel tempo. I rendimenti attesi non vanno confusi con i rendimenti effettivi laddove le attese non si traducono in valori effettivi. Ne consegue che nella stima del costo del capitale non bisogna far ricorso a valori storici ma a valori di mercato. Ciò ovviamente vale sia per la stima dell'equity che per la stima del debito nonché per la stima dei rispettivi costi. La relazione presentata può essere cambiata tenendo conto del fattore (1-tc) da moltiplicare per il debito diviso il valore totale in modo da includere l'effetto del vantaggio fiscale. Il Wacc non è da considerare né un costo né un potenziale rendimento minimo da porre come riferimento, ma è la media

ponderata di un costo e di un rendimento minimo. [61]

Il primo addendo di questo rapporto si riferisce al costo del capitale proprio che si ottiene e si valuta alla stregua di un costo opportunità non rilevato contabilmente.

$K_e = ß * [E(R_m) – R_f] + R_f$

$E(R_m)$ è il rendimento atteso del titolo/investimento sul mercato azionario, Rf il tasso privo di rischio, ß il coefficiente che misura la redditività del rendimento di un titolo o di un investimento ai movimenti del mercato.

Il secondo addendo del WACC è il costo dell'indebitamento con un costo del debito che viene considerato al netto dell'aliquota fiscale e quindi al netto degli effetti della deducibilità fiscale degli interessi passivi.

3.1. I principi del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)

Il presente capitolo riporta uno studio dedicato alla ricerca di rimedi che correggano le debolezze rivelate dalle tradizionali "formule" di valutazione. Queste carenze nascono dalle incertezze e dalle difficoltà che caratterizzano l'ambiente, i mercati e le strategie e gli strumenti di gestione aziendale, oggi sempre più in rapida evoluzione. L'insieme di questi elementi mette a rischio la validità del tradizionale paradigma valutativo, che diverrebbe obsoleto. Lo studio al quale si fa riferimento è "Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle

[61] POZZOLI S., Valutazione d'azienda, a cura di Pozzoli Stefano, Ipsoa, 2018, p. 185 e s.

formule al processo valutativo" di Guatri. [62]

Per affermare che le formule di valutazione andranno contestualizzate in un ampio quadro di informazioni e di conoscenze, in parte non quantitative che si collegano e completano a vicenda, non si parla di valutazioni bensì di processo valutativo. Da qui nasce l'idea del "Giudizio Integrato di Valutazione" (GIV), una strada da seguire per ottenere risultati più affidabili, e comprovabili, rispetto ad una mera applicazione delle "formule".

Alla base del GIV vi sono tre componenti o "pilastri" di diversa natura e di diverso contenuto:

- Le formule relative alle misure di valore tipiche, sono le misure di capitale economico W, valore potenziale *W'* e valore di acquisto Wa;
- i prezzi probabili, sono le misure ricavate dall'applicazione dei moltiplicatori di mercato P;
- un'estesa Base Informativa, a contenuto sia quantitativo sia descrittivo/qualitativo.

Questi "pilastri" non sono concepiti come stadi indipendenti del processo valutativo e non seguono una graduatoria di importanza. La varietà che li caratterizza implica che le informazioni apportate da ciascuno di essi al "Giudizio Integrato di Valutazione" siano scarsamente correlate tra loro, in

[62] Cfr. Guatri L., Il giudizio Integrato di Valutazione, in "La Valutazione delle aziende", n. 16/2001

modo da non incorrere in duplicazioni e costi superflui.

Il filo logico della proposta metodologica del GIV si può ritrovare nell'affermazione secondo cui è fondamentale portare a conclusione e rendere concreto il processo valutativo. Per raggiungere questo obiettivo si sostituisce ad uno schema semplice, e quindi carente e spesso inattendibile, uno schema maggiormente complesso ma adeguatamente articolato.

Nella prima parte del capitolo vengono presentate le caratteristiche fondamentali del processo valutativo, come viene solitamente inteso e cioè come un procedimento basato sull'utilizzo di una o più formule, tra quelle precedentemente analizzate. Viene quindi illustrato come gli esperti di valutazioni aziendali della scuola italiana considerino insoddisfacente l'approccio classico alle problematiche valutative. Alla base di questa convinzione vi sono diversi motivi che si possono ritrovare, da una parte, nei mutamenti avuti negli ultimi anni nell'ambiente circostante le imprese e, dall'altra, nelle carenze proprie del processo valutativo, tradizionalmente inteso.

Successivamente, nel capitolo, viene dato spazio ai possibili rimedi proposti per superare e colmare le mancanze sopracitate. Tutto ciò ci porterà ad analizzare il GIV ed i corrispondenti concetti ispiratori.

3.2. Il tradizionale paradigma valutativo

La valutazione del capitale di un'impresa è, secondo una visione classica che si è mantenuta nel tempo, la ricerca di una misura mediante una "formula"

che dovrebbe racchiudere, connettendoli, i fondamentali fenomeni determinanti il valore.

Nella consuetudine, per pervenire ad un simile obiettivo, spesso si adoperano diversi metodi valutativi: fra questi uno si qualifica come metodo-base e uno (o più) come metodi di controllo, e quindi di verifica o di pura integrità d'informazione.

Il più delle volte, i metodi-base danno valutazioni analitiche, differenziandosi, relativamente a ciascun contesto, in valutazioni di capitale economico (*W*) o valutazioni di capitale potenziale (W') . I prezzi probabili vanno a costituire i metodi di controllo, ricorrendo principalmente a moltiplicatori di società e transazioni comparabili.

Spesso, nella prassi valutativa, si verifica che il controllo sia volto a trovare una conferma dei risultati conseguiti attraverso le formule e, in assenza di questa, ci si limita per lo più a esaminare nuovamente il metodo principale.

3.3. Le debolezze del processo valutativo tradizionale

Spesso, correntemente, la ricerca del valore di un'impresa si riassume in un valore quantitativo, che viene considerato come assoluto e certo; questo risultato è invece frutto di una elaborazione che va controllata e comprovata, perché può includere imprecisioni e limitazioni teoriche, molteplicità di formule, insufficienza informativa, ipotesi semplificatrici della realtà, assunzioni su propria discrezione, complessità nel tentativo di confutare e divulgare.

E' possibile fornire un elenco delle ragioni alla base di suddetta discordanza:

1) *Confusione tra valori e prezzi.* [63]

Non sempre risulta evidente la differenziazione tra "giudizi di valore" (o, "valori") e"prezzi" del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. I "prezzi" sono espressi dal mercato; i "valori" sono individuati attraverso molteplici principi e scelte di metodo che si traducono in formule nelle quali si ritrovano le "Leve" determinanti del valore (con diverse imprescindibili incompletezze), tradotte in grandezze selezionate persino sulla base della propria discrezione. I "valori" finiscono quindi per includere valutazioni soggettive. Questo è reso inevitabilmente chiaro dalla raffigurazione dei "prezzi" quali grandezze determinate, oltre che dai "valori" intrinseci (*W*, *W*), da fenomeni attinenti al mercato dei capitali e dalle suddette "Leve del prezzo" (adeguatezza della informazione da parte delle aziende interessate, la loro credibilità, attenzione al mercato, ecc.).

2) Molteplicità di formule valutative.

Si osserva una varietà di formule valutative da cui consegue una pluralità di schemi teorici e condotte applicative. La misura del valore è fortemente condizionata dalla delineazione dei principi, dei criteri e dei metodi da applicare. Vi sono sia formule che guadagnano credito, sia molte che lo

[63] Cfr. Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000, pp. 19 e ss.

perdono; vi è differenza anche tra i vari Paesi di applicazione e tra le diverse classi di operatori che le utilizzano; anche il fine della valutazione può contribuire nella scelta.

3)Le formule non "catturano" tutte le Leve del valore.

Al di là della scelta della formula, bisogna tener conto che alcuni fattori determinanti del valore non vengano classificati. Questo può accadere qualora non si dispone un set informativo completo alla loro "cattura", perché non si è in grado di misurarli, o perché è troppo gravoso prendere in considerazione ogni Leva.

4)La crescente importanza dei flussi attesi nel lungo termine.

Gli output delle valutazioni sono influenzati da pronostici in parte discrezionali. Questo si verifica prevalentemente nei modelli utilizzati di frequente, ovvero basati sulle stime dei flussi attesi a lungo termine e attualizzati. Invece l'attendibilità di tali flussi diminuisce man mano che essi si spostano in avanti nel tempo, in diversi settori il peso dei flussi di lungo periodo si pone tra il 75% e il 90% del valore complessivo dell'impresa.

5)Carenza delle basi informative.

I metodi valutativi sovente si fondano su condizioni informative insufficienti. Queste mancanze riguardano le più disparate aree come il contesto macroeconomico e di mercato, l'excursus dei esiti realizzati, la posizione, le forze e le debolezze della società, ecc. Una consistente Base Informativa è

invece di primaria importanza per sostanziare di affidabilità il processo valutativo.

6)Inesistenza o inaffidabilità di un piano aziendale a medio/lungo termine.

L'incrementale apporto dei flussi attesi a lungo termine aumenta l'importanza di un piano strategico formalizzato, generato razionalmente sulla base di informazioni appropriate. Avere un piano aziendale ben costruito non basta; è infatti necessario che esso presenti anche l'indicazione dei dettagli "implementativi".

7)Sinergie e potenziali latenti.

Per determinare il valore di un'azienda, in alcuni casi, è necessario andare oltre, per considerare anche l'opzione che essa vada a costituire parte di altre aziende o sotto la gestione di terzi. Al ricorrere di tali condizioni le misure soggettive delle "sinergie" che potrebbero essere conseguite e le misure dei "potenziali latenti" divengono elementi fondamentali per formulare la valutazione finale.

8)Difficoltà di dimostrazione e di comunicazione.

Per evitare problemi di confutazione e di divulgazione dei risultati valutativi raggiunti è necessario chiarire le modalità con cui le stime sono state sviluppate; la diffusione di queste informazioni deve verificarsi nella maniera più lineare, trasparente e completa possibile: è utile ogni volta trovare un equilibrio tra queste richieste contrapposte.

3.4. Il superamento del tradizionale paradigma valutativo

Negli ultimi tempi è stato possibile notare un cambiamento di rotta in tema di valutazione del capitale di un'impresa. Le opinioni a riguardo stanno mutando e, alcuni esempi di seguito riportati, dimostreranno come alcuni fenomeni non possono essere più esaminati attraverso gli algoritmi delle formule valutative tradizionali.

Per ottenere ciò è necessario allontanarsi dalle stringenti formule finanziarie per interpretare il valore in termini più adatti, e cioè attraverso un'attenta analisi di capacità, mercati e strategie aziendali; senza una padronanza reale ed approfondita dell'azienda e del contesto in cui è inserita, è impossibile definire in maniera adeguata e attendibile il suo valore.

Si consideri all'inefficienza dei sistemi contabili e dei dati finanziari, che sorreggono gli odierni modelli valutativi, a spiegare i beni immateriali e il loro andamento nel tempo, mentre questi assets crescono di importanza nel determinare l'evoluzione della società, le loro prospettive di valore a lungo termine ed i prezzi in base ai quali le imprese sono negoziate (quest'ultima circostanza è quella che nella maggior parte dei casi mette in evidenza il fenomeno). In un'economia fondata su informazione tecnologia e servizi, gli investimenti si trasferiscono progressivamente dalle immobilizzazioni tecniche ai beni immateriali, che sono principalmente risorse di conoscenza e

di fiducia. [64]

Le aziende sono spronate ad individuare sempre maggiori quote di mercato, vantaggi competitivi tramite M&A: gli elementi strategici e di sinergia hanno forte effetto sui prezzi delle azioni. Sempre di nota è perciò la misura delle sinergie, non inclusa nelle canoniche formule valutative, allo stesso modo della individuazione di potenziali "latenti" nelle aziende su cui è posto il focus ai fini di acquisizioni o fusioni. La stima del valore, indipendentemente dal fine che potrebbe essere perseguito da terzi, varia e non è più il solo elemento degno di nota: si inseriscono, ora, il valore ed il prezzo di acquisizione dell'impresa.

Partendo da questi presupposti vi è la facoltà di analizzare fenomeni differenti. Nei mercati finanziari mondiali è stato possibile osservare, nell'ultimo periodo, una crescita di investimenti privati e pubblici verso le azioni, da cui è scaturita una crescita determinante del moltiplicatore P/E, che ha trasformato il peso del dividendo rispetto al "capital gain".

In più, il rapido progresso di nuove tecnologie e servizi, ha portato ad attese di considerevoli progressi in settori non ben delineati, con un relativo aumento esponenziale dei prezzi: si tratta di una sottile scommessa sul lunghissimo termine, sulla quale non è ad oggi fattibile elaborare attendibili previsioni valutative.

---

[64] Cfr.ThurowL.C., Il futuro del capitalismo,Mondadori,1997,p.75.

In materia di valutazione d'impresa, la scuola italiana ha guadagnato notorietà posizionandosi fra le più interessanti del contesto internazionale: è divenuta infatti sostenitrice di questa incredibile svolta nella formulazione di nuove strade da intraprendere grazie alla consapevolezza che non vi siano iter standard da seguire.[65]

3.5. La ricerca di rimedi e soluzioni

Abbiamo quindi analizzato le debolezze del processo valutativo che ci porteranno a formulare, ora, i probabili rimedi formulati. Varie alternative sono assai conosciute, giacché concernenti tecniche adottate da anni; altre, specialmente la copertura dei "vuoti" informativi, costituiscono nuove vie individuate dalla ricerca.

Soluzioni attuabili sono determinabili mediante l'uso dei prezzi probabili, nel ricorso ad una molteplicità di formule valutative e di opinioni di valore per fini di acquisizione, nella copertura dei "vuoti" informativi. Alle misure di valore in senso proprio si possono aggiungere delle misure (P) - "prezzi probabili" - cioè basati sui moltiplicatori di società e di transazioni confrontabili. A tale proposito viene messa in discussione la visione vincolante che individua nei multipli solo conferme ai risultati espressi dalle formule e, nei prezzi probabili, un'alternativa semplificatrice per la stima del valore delle aziende. L'utilizzo dei multipli è da interpretare, al contrario, in

[65]Cfr. Massari M. La valutazione d'azienda: l'evoluzione della dottrina. In "La valutazione delle aziende".

senso aggiuntivo alle formule: grazie a ciò l'uso di moltiplicatori e conseguenti prezzi probabili diviene un concreto arricchimento di conoscenze, in un contesto contraddistinto da mercati attivi e trasparenti. Si può chiaramente considerare un metodo per discostarsi dalla valutazione strettamente "stand alone".[66]

Ugualmente la pluralità delle formule costituisce un considerevole valore aggiunto del giudizio valutativo. La differenziazione dei metodi precedentemente analizzati avviene principalmente sulla base degli elementi che seguono:

- per la capacità di catturare un numero più o meno cospicuo numero di fattori determinanti del valore (le "Leve del valore"), riassumendoli in un'espressione matematica ("razionalità della formula");
- per la capacità di applicare la formula efficacemente, ossia in modo oggettivo e non condizionato da decisioni arbitrarie;
- per la capacità di essere neutrali.

In questo contesto, degna di nota è la contrapposizione tra valori di capitale economico (W) e valori potenziali (W'); sono da sottolineare inoltre le modalità con cui i flussi attesi vengono stabiliti (flussi di cassa o flussi reddituali). La conclusione è l'assenza di una formula che risponda ad ogni

[66]Cfr. Guatri L., Bini M., L'uso dei multipli ai fini della formulazione dei giudizi di valore, in "La valutazione delle aziende", n. 18/2000.

.

fabbisogno conoscitivo: limitandoci ad alcuni campi di applicazione che necessitano di formule dimostrabili, le nozioni di "capitale economico" e "capitale potenziale" consentono di pervenire ad un preciso giudizio di valore. Entrambe, complessivamente consentono di ottemperare il bisogno di razionalità/dimostrabilità/obiettività necessario ad un efficiente e attendibile procedimento valutativo, contenendo le scarsità ed i rischi che seguono all'utilizzo di una singola formula. Oltre ai valori (*W, W'*) e ai prezzi comparabili (P), l'"Opinione di valore per fini di acquisizione" o "Valore di acquisizione" (*WA*) è uno strumento che ha acquistato rilievo presso investitori interessati ad acquisizioni finalizzate a "creazione di valore". Non è una mera formula valutativa, ma una valutazione soggettiva che qualsiasi operatore coinvolto nell'acquisto può pronunciare su una determinata società, guardando non solo a formule valutative "stand alone" e ai prezzi comparabili, nonché quanto può singolarmente ricavare dall'acquisizione. Questo ci porta all'analisi di una molteplicità di eventi: dalle "sinergie" attuabili dal soggetto stesso, ai "potenziali latenti" ed in aggiunta nuove opportunità future. Il fulcro, al fine di porre rimedio le ormai note debolezze del processo valutativo tradizionale, concernente la copertura dei "vuoti" informativi che contraddistinguono ogni formula.

4.6 Ricerca di rimedi e soluzioni: i «vuoti» informativi

Per analizzare il metodo di copertura dei "vuoti" informativi, è necessario

capire le ragioni che li fanno sorgere.[67] Una giustificazione iniziale si può ricercare nella grande quantità e complessità delle "Leve del valore". Le Leve rilevate nella parte della Base informativa rappresentata dall'Analisi Strategica, a livello di aree d'affari e a livello corporate, sono circa 70 e sono suddivise in 3 gruppi:

- Leve collegate alle "condizioni dell'ambiente esterno";
- Leve collegate alle "competenze di base";
- Leve collegate alle "competenze distintive".

Ognuna di queste macro-aree è poi distinto in più sezioni. Seguono le Leve Centrali (corporate) anch'esse organizzabili nelle sottostanti categorie:

- finanza;
- fiscalità;
- relazioni pubbliche;
- top management;
- comunicazione esterna;
- capacità strategica.

Ogni categoria è composta a sua volta da più Leve. La fondatezza di ciascuna formula valutativa è connessa alla sua capacità di considerare i

[67] Cfr. Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000, pp. 24 e ss.

fattori chiave del valore e di farli emergere negli esiti. Considerato l'alto numero delle Leve, qui brevemente catalogate, è da escludere che vi siano delle formule capaci di coglierle tutte o quasi. I metodi più sofisticati, basati sull'attualizzazione dei flussi attesi, potrebbero svolgere questo lavoro ma bisogna considerare che dipende dal singolo caso quali Leve siano veramente incluse e quali no. Possiamo quindi constatare che non vi è formula capace di far figurare tutte le Leve.

Altra difficoltà da superare consiste nell'impossibilità di trasporre l'esito delle indagini svolte sulle Leve in giudizi di tipo quantitativo. Se non quantificabili, gli atteggiamenti futuri delle Leve non possono essere inclusi nei flussi e nei rischi attesi. In questi casi l'unica opzione è quella di affidarsi ad una considerazione soggettiva e quindi non dimostrabile, che escluderebbe perciò l'utilizzo di formule.

Oltre a quelli informativi, che abbiamo precedentemente trattato, sono caratteristici di alcune formule anche altri "vuoti" che causano quindi l'esclusione di dettagli fondamentali: un esempio tipico può essere quello dell'Informazione patrimoniale, relativo sia a beni materiali che i immateriali; un ulteriore esempio può essere quello concernente le Informazioni necessarie alle "Opinioni di valore per fini di acquisizione".

Per colmare questi "vuoti" informativi si rende necessario affiancare una terza soluzione rispetto a quelle precedentemente esposte (uso dei moltiplicatori, pluralità di formule valutative). Esso consta nel preparare e

programmare una gamma di informazioni integrative che vanno a confluire nella Base Informativa.

Possiamo quindi affermare che la Base Informativa è il complesso di informazioni opportune a sopperire alla discrezionalità e indimostrabilità connesse ai giudizi espressi in termini qualitativi/descrittivi; essa quindi apporta ulteriori informazioni utili al giudizio valutativo e non comprese, per i motivi precedentemente citati, nelle formule.

3.7. Il Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)

È quindi possibile riprendere il discorso affrontato all'inizio del presente capitolo secondo cui il giudizio valutativo si basa su tre "pilastri", quali:

1) la "Formula", la cui espressione si ricava mediante vari principi, criteri, metodi, va ad individuare una misura del valore. Essa si riflette nel valore del capitale economico (*W*) e del capitale potenziale (*W'*), ambedue considerate introduttrici di basilari conoscenze, in particolare se vengono valutate nelle loro relazioni; per di più, in vista delle "Opinioni di valore per le acquisizioni", la formula si rispecchia nel valore di acquisizione (*WA*).

2) I Prezzi probabili (*P*), risultanti dai moltiplicatori di società o transazioni confrontabili;

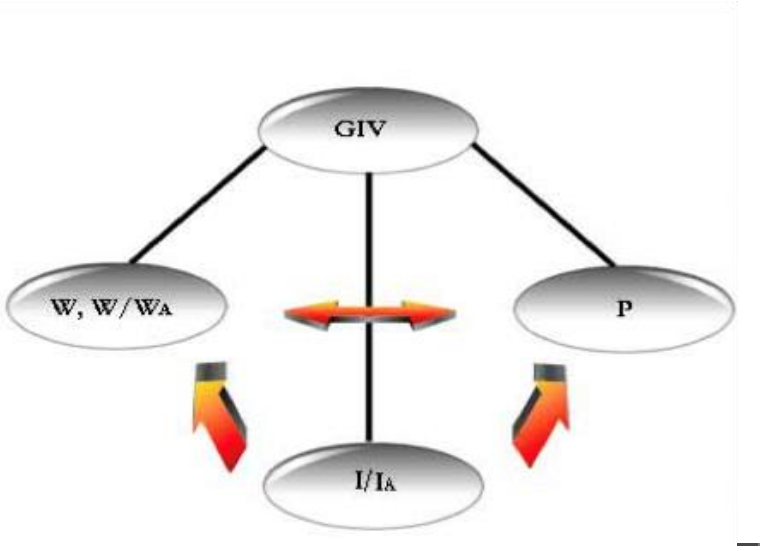
3) la Base informativa, che può essere così suddivisa:

• Base informativa generale (*I*), destinata a eliminare i vuoti conseguenti alle misure (W,*W'*, *P*);

• Base informativa per le acquisizioni (*IA*), indirizzata a supportare le "Opinioni di valore per le acquisizioni" (*Wa);*

Il seguente modello grafico schematizza l'essenza del processo valutativo:

Il Giudizio Integrato di Valutazione[68]



Il GIV è composto, perciò, da tre fattori di vario tipo:

- le misure di "valore", espresse attraverso un risultato numerico (W, W'); ad esse si unisce, nelle opinioni per fini di acquisizioni, la variante (*Wa)*;
- le misure dedotte dall'applicazione dei moltiplicatori di mercato (*P*), ancora una volta si dispone, in linea di massima di fasce di prezzi probabili;
- la Base informativa (*I*/*IA*), sia descrittiva sia quantitativa, con le

[68] Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione, p.39

informazioni generate dall'Analisi strategica, nell'ambito del GIV, detiene un doppio ruolo: uno di supporto alle formule valutative (*W*, *W'*) e alla scelta dei prezzi comparabili (*P*) e un'altra diretta, come "pilastro" del GIV. Questa duplicità di funzioni è rappresentata dalla figura riportata.

Nel grafico è inoltre evidente come i tre "pilastri" non siano considerati fasi autonome del processo valutativo, né facciano parte di una gerarchia che ne determini la rilevanza. Sicuramente la Base Informativa funge da sostegno, con le proprie informazioni, ai due "pilastri" che esprimono "misure" del valore, entrambi i "pilastri" si basano sul supporto conoscitivo dell'altro. Il "pilastro" dei multipli necessita dell'aiuto delle formule, perché le differenze nei multipli devono essere dimostrabili sulla base di queste. D'altronde anche l'analisi dei multipli può collaborare al rafforzamento dei risultati delle formule, dando interessanti specificazioni sulle decisioni relative ad alcuni parametri-chiave della valutazione (come nel caso del costo del capitale o l'orizzonte di previsione, ecc.).

Un'altra condizione importante, che dà valore alla pluralità dei "pilastri", è che le informazioni che ciascun "pilastro" apporta al GIV siano scarsamente correlate: solo in questo caso il processo di valutazione si arricchisce e si potenzia evitando complicazioni.

Sussiste la questione di riassumere il giudizio valutativo, di composizione molto complessa e non enunciabile attraverso un unico valore. A riguardo, si

nota che anche qualora i giudizi valutativi sono costituiti da una singola formula, molte volte presentano però una fascia di valori, nella quale è generalmente compiuta una scelta basata sulla propria discrezione. Tuttavia essendo questa fascia caratterizzata da vuoti informativi non soddisfa pienamente la performance reale. Tenuto conto di ciò, è opportuno che la fascia mostri la realtà nella sua completezza, anche attraverso più fasce di grandezze così da arrivare alla comprensione delle informazioni e dei fattori di giudizio che non è possibile cogliere attraverso l'utilizzo delle formule. Ovviamente l'introduzione di tali criticità avvenuta al fine di fornire un risultato più attendibile, deve contribuire concretamente al suo raggiungimento, rendendolo attendibile, più plausibile e comprovabile.

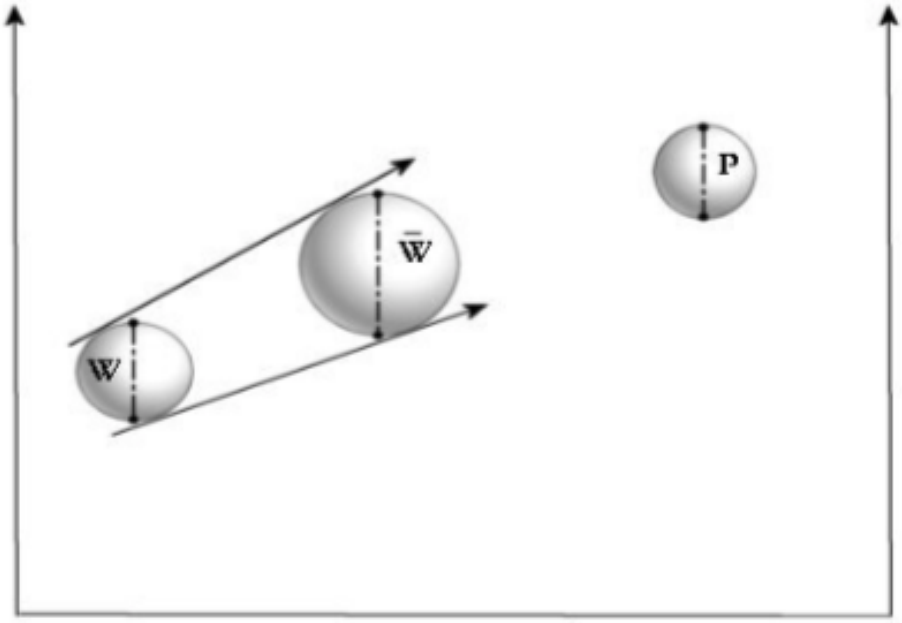
Stando al parere dei suoi promotori[69], il GIV è finalizzato alla creazione di legami tra le differenti misure (W , W' , P) e la Base Informativa, in modo da ricavare, dalle loro connessioni e dagli andamenti espressi, elementi utili per la formulazione di giudizi fondati. Le figure sotto riportate chiariscono queste nozioni. Esse riportano tre fasce di valori (W, W') e di prezzi comparabili (P), in cui la grandezza delle fasce è data dal diametro di un cerchio: tipicamente la fascia è più piccola per W e più grande per *Wprobabile*, mentre è di qualsiasi estensione per P .

[69] Cfr. Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000, pp. 41 e ss.

La posizione relativa di *W* rispetto a *W'* (che considera le attese a lungo termine) e la posizione relativa di *P* rispetto a *W* ed a *W'* sono degne di nota per un giudizio di valore, essendo rappresentative di tendenze in atto (o auspicate) dagli analisti e dal mercato. Il primo dei due grafici è rivelativo di positivi sviluppi attesi del valore del capitale economico, il secondo grafico illustra il caso contrario. In questo contesto, nei giudizi "stand alone" e pertanto per scopi generali, la Base Informativa generale (*I*) è lo strumento che permette scelte di valore più coscienti e maggiormente documentate. Ad esempio la Base interviene nelle decisione finale di *W* e di *W'* (nell'ambito delle relative fasce indicate dalle formule) e nel valutare la dimensione ed il vero e proprio significato evidenziato dal legame tendenziale tra *W* e *W'* e tra le precedenti grandezze e *P*.

La Base Informativa generale è importante anche nella definizione del giudizio conclusivo di valutazione. Qui è necessario esaminare la possibilità che la Base Informativa giunga, talora, a risultati quantitativi non compresi nella fascia di valori calcolati attraverso le formule. Come già detto questa eventualità non si può escludere in quanto le formule non riescono a catturare sempre tutte le Leve e le informazioni fondamentali.

Relazioni tra W, W', P calcolate allo stesso momento: attese positive.



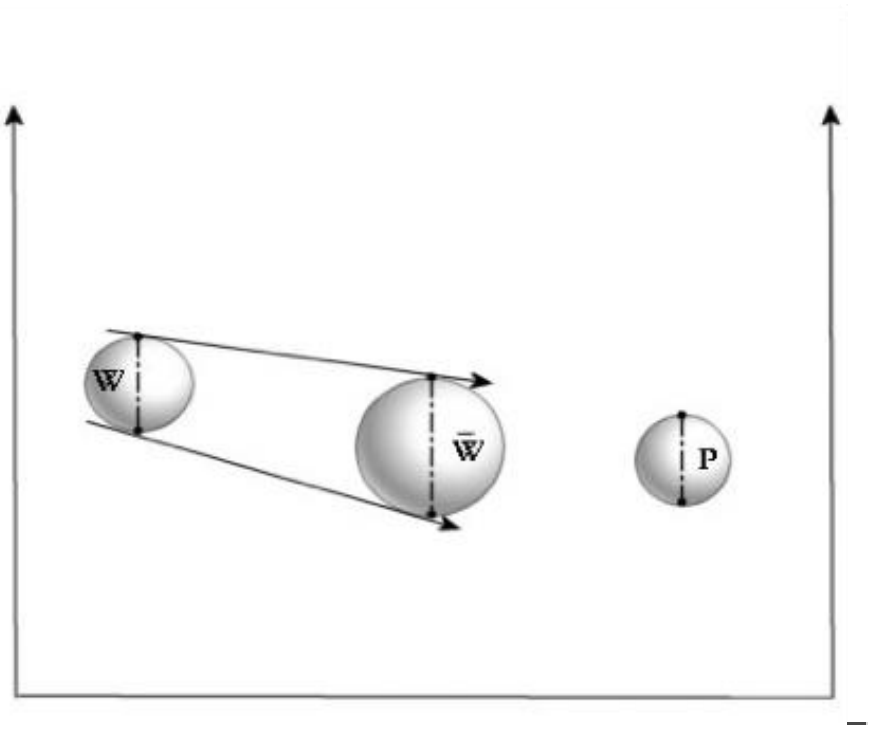
Legenda:

W = indicatore di forti incrementi attesi di W

P = che sconta già tali attese

Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione.

Relazioni tra W, W', P calcolate allo stesso momento: attese negative.



Legenda:

W = indicatore di attese negative per W

P = che sconta solo in parte tali attese

Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione.

La Base Informativa per le acquisizioni (*IA*) può assumere un ruolo ugualmente importante, maggiormente in considerazione dei fatti successivi presentatisi. In una simile situazione è certo che l'inserimento possa portare a conclusioni quantitative finali non rientranti nella fascia di valori individuati dalle formule.

In queste situazioni si avvalora l'utilità della connessione del giudizio

quantitativo finale a cui si è arrivati (*Wa*) assieme alle altre classi di misure. Esprimendo un giudizio *Wa*, relativo ad un'offerta d'acquisto, bisogna ragionare sulle divergenze che sussistono tra i valori espressi dalle formule e dai moltiplicatori di mercato e il giudizio stesso. Nello specifico è necessario domandarsi se queste diversità rispetto alle fasce di valori (*W* e *W'*) ed ai prezzi (*P*) sono chiarite dalle informazioni fruibili e dalle stime elaborate sulla base delle "sinergie" ottenibili e sui "potenziali latenti" ricavabili.

3.8. La Base Informativa

Dopo una prima analisi del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV) e dei suoi pilastri, è utile scendere nel dettaglio per comprendere la funzione di una componente fondamentale, la Base Informativa generale.

Svolge due funzioni: una di supporto e una diretta. La prima è di supporto alle formule valutative e alla scelta dei prezzi comparabili. In questo contesto risulta essere fondamentale nella pianificazione della previsione dei flussi attesi ("previsione efficiente"), attraverso il ricorso ai Piani formalizzati, esaltando così il rapporto strategia-pianificazione; è anche indispensabile nelle stime dei rischi che ai flussi sono associabili, da cui la possibilità di scelte motivate dei tassi.

È ugualmente importante nell'applicazione dei moltiplicatori, in modo particolare nell'individuazione del campione di società comparabili e di previsione dei comportamenti futuri delle quantità contabili o extra-contabili rapportate ai prezzi.

La seconda funzione è quella diretta, come uno dei tre "pilastri" del GIV. Qui la Base Informativa generale si inserisce nel giudizio finale di valore, permettendo uno studio critico e approfondito di "formule" e di "prezzi probabili" che permettono di raggiungere conclusioni ragionate, che possono anche riflettere elementi qualitativo/descrittivi che non entrano a comporre le "misure". In alcuni casi, soprattutto nell'ipotesi in cui non si abbia un'organizzazione relativa alle informazioni strategiche, volta a trasformarle in previsione efficiente, la funzione diretta diventa prevalente. Così, la Base informativa per le acquisizioni ha il compito di esprimere "Opinioni di valore per le acquisizioni" in riferimento ad aziende candidate ad essere acquisite o incorporate. Questi concetti, rappresentati dall'idea del "valore d'acquisizione" (*Wa*), richiedono la possibilità di impiego di una serie di informazioni espresse dagli eventuali interessati all'acquisizione e relativi ai potenziali "latenti" o "dormienti" dell'azienda, alle "sinergie" che possono derivare dal controllo o dall'incorporazione di essa, alla riduzione del rischio specifico che concerne i flussi attesi dall'unione delle due aziende, all'eventuale sfruttamento di altre potenzialità.

Sempre tenendo in considerazione il GIV, ora è possibile analizzare alcune caratteristiche fondamentali della Base informativa per le acquisizioni.

Il contenuto della Base Informativa generale può essere schematizzato come nella figura di seguito.

Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione.

Come si può notare, risulta essere fondamentale l'Analisi Strategica, comprendente il Quadro macro-economico, il Quadro di settore e l'Analisi delle risorse e delle competenze (sia a livello corporate che a livello di aree d'affari). Tutte le informazioni che vi sono all'interno dell'Analisi Strategica devono essere sviluppate per far sì che siano utili ai fini delle valutazioni d'azienda.

Una buona soluzione è quella che comprende una componente d'informalità e di soggettività, che deve però essere ben utilizzata dall'esperto che necessiterà quindi di intuito e capacità tecniche. Siccome appare necessario un modello interpretativo e di analisi, quello preferibile si basa sui concetti di "Leve del valore" e di "Leve del prezzo".

Sarà compito dell'analisi-elaborazione finale quello di individuare, in primo luogo, le principali Leve del valore, stabilendone posizione attuale, tendenze,

possibilità di essere migliorate.

Lo schema presentato di seguito mostra come le Leve possono essere classificate nelle "Condizioni dell'ambiente esterno", nelle "Competenze di base" e nelle "Competenze distintive" a livello delle singole aree d'affari; ad esse vengono aggiunte le "Leve centrali". La spiegazione delle Leve comprese in ogni categoria è da utilizzare come un elenco di argomenti rilevanti sui quali può essere utile indagare e raccogliere informazioni. La molteplicità dei temi che ne scaturiscono e che andrebbero approfonditi offre un'idea della complessità della materia; nella pratica gli esperti possono scegliere, tra gli altri, gli elementi considerati maggiormente rilevanti e utili ai fini del complesso lavoro d'analisi.

Il contenuto della base informativa generale

Classi di Leve	*Conclusioni dell'Analisi*	
Leve del valore	*Quantitative*	*Descrittive*
1. *Attrattività del settore* (Struttura, Ciclo di vita, Nuovi entranti, Innovazione, Prodotti sostitutivi, Poteri acquirenti e fornitori, Politica industriale, Contesto macro)	•	•
2. *Competenze "di base"*		
- Acquisti	•	•
- Produzione	•	•
- Distribuzione fisica	•	•
- Organizzazione commerciale	•	•
- Marketing	•	•
3. *Competenze "distintive"*		
- Innovazione	•	•
- Risorse umane		•
- Risorse immateriali (BI)	•	•
- Tecnologia informatica	•	•
4. *Leve centrali*		
- Finanza	•	•
- Fiscalità (Tax planning)	•	•
- Relazioni pubbliche		•
- Top management		•
- Capacità strategica		•
- Comunicazione esterna		•
Leve del prezzo		
- Comunicazione finanziaria		•
- Cura del mercato		•

Lo schema presentato riporta anche le probabili conclusioni (qualitative o descrittive) dell'Analisi delle Leve. Oltre alle Leve del valore, l'esame si orienta anche alle Leve del prezzo. Quando valore e prezzo di una società coesistono, situazione comune per quanto riguarda le società quotate, non è scontato che coincidano. Questo si verifica per l'azione congiunta di taluni eventi esterni, per l'impresa solitamente non controllabili, e di una serie di Leve operative invece controllabili: le Leve del prezzo. Tra di esse, a rivestire un importante ruolo è la comunicazione finanziaria, che ha il fine di dare solide basi alla Leva definita "Credibilità strategica e reddituale".

L'idea che sia essenziale far sì che azionisti, stakeholders e comunità finanziaria valutino positivamente le linee strategiche dell'impresa e i suoi programmi, con la conseguente capacità di difendere o meglio ancora migliorare a lungo termine i propri risultati, non è un concetto nuovo. In questo rientra la capacità dell'impresa di rendere chiare, comprensibili e trasparenti le strategie adottate. In questo senso l'efficace comunicazione delle strategie diviene una fondamentale Leva operativa.

Quadro storico dei risultati e delle loro componenti

Dati e risultati contabili

- Utili netti *
- MOL, EBIT, EBITDA, … *
- ROE, ROI, … *
- Vendite (per categorie) *
- Margini netti % sul giro d'affari (per aree/prodotti) *
- Margini lordi % sul giro d'affari (per aree/prodotti) *

Dati e risultati economici

- REI **
- EVA
- Investimenti annuali in intangibles ** :
  - Ricerca tecnologica: costi e risultati
  - Marketing: costi e risultati

Dati e risultati finanziari

- Flussi di cassa *
- Dividendi *
- Interessi passivi *
- Dinamica del capitale circolante
- Dinamica del capitale fisso
- Leverage (D/C) *
- Ratios finanziari e patrimoniali *

---

* = informazioni indispensabili per ogni ricerca sul valore d'impresa

** = informazioni talvolta necessarie

Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione.

Il Quadro dei risultati storici è composto da 3 diverse categorie di informazioni particolarmente interessanti per il nostro studio:

- dati e risultati contabili;

- dati e risultati economici;
- dati e risultati finanziari.

I dati e risultati contabili del passato, sono il punto di partenza di qualsivoglia analisi storica volta a costituire le basi della proiezione. Il reddito netto è per definizione il riferimento base e il "conto economico analitico", che rappresenta per grandi classi ricavi e costi. Anche qui l'analisi storica dei risultati deve essere particolarmente approfondita e capace di scovare valori "sommersi" che la contabilità e i bilanci, solitamente, non sanno riportare.

La suddetta spiegazione si riferisce all'evoluzione che ha portato dai semplici risultati contabili alle moderne misure di performance, ottenute, ad esempio, attraverso lo stadio della normalizzazione e lo stadio dell'integrazione.

Con normalizzazione intendiamo il processo che accompagna alla rimozione degli effetti distorsivi delle politiche di bilancio e di alcuni vincoli giuridico-formali che ostacolano una misurazione efficace dei risultati effettivi; essa comprende anche la redistribuzione nel tempo o l'esclusione di componenti straordinari o "estranei alla gestione".

Invece, lo stadio dell'integrazione, punto di partenza per ottenere risultati economici, è una ricerca di strumenti atti ad esprimere quantitativamente, in aggiunta ai valori contabili normalizzati, le variazioni dello stock di beni immateriali e le variazioni delle plusvalenze o minusvalenze inespresse nei conti. Questo porta, ad esempio, al Risultato Economico Integrato (REI) o ad

altri indicatori di analogo significato.

Sovente si aggiunge lo stadio della depurazione del risultato di periodo dal costo di tutti i capitali investiti. Nella Base Informativa entra anche un'accurata Informazione patrimoniale. [70] I metodi patrimoniali, come anticipato, non possono essere considerati come criteri razionali validi, da soli, per la valutazione delle imprese; nonostante ciò, però, non si può tralasciare l'informazione patrimoniale quando si presenta una relazione di stima.

Essa rappresenta un'informazione utile sia quando è espressa in termini contabili (che si conclude col "capitale netto", C), sia quando è espressa in termini di valori correnti (che si conclude nel "capitale netto rettificato", K), sia, laddove è possibile, tenendo conto dello stock di beni immateriali (K'). L'informazione patrimoniale contiene al suo interno delle indicazioni molto utili e, in alcuni casi, fondamentali ed indispensabili (come accade nell'ambito delle "garanzie societarie").

Essa costituisce un supporto per l'applicazione dei criteri valutativi fondati sui flussi attesi e sui prezzi probabili; grazie all'informazione patrimoniale si rendono possibili osservazioni riguardanti, ad esempio, la misura dell'avviamento, considerato come differenza tra il valore dell'impresa ed il capitale netto investito; lo stock di intangibles e la sua dinamica nel tempo; la

[70]C Cfr. Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000, pp. 52 e ss.

base del processo di normalizzazione dei flussi di reddito prospettici; la determinazione del grado di Leverage, necessario per la scelta dei tassi di attualizzazione dei flussi.

Ancora, essa supporta l'interpretazione della dinamica del valore dell'impresa: nei giudizi storici sulla dinamica del valore interessa talvolta distinguere le variazioni di alcune componenti tipiche, cui risale il divario tra "valore contabile" e il "valore" o il "prezzo comparabile". Importante è spesso la possibilità di distinguere tra dinamica delle plus/minusvalenze sui beni materiali (ΔP); dinamica dello stock di beni immateriali (ΔBI); dinamica dell'avviamento (ΔA); variazione del grado di appetibilità dell'azienda, legato a processi di concentrazione o a eventuali sinergie ottenibili (ΔS).

Infine la Base Informativa può esprimere, in alcuni casi, ulteriori dati utili in specifici ambiti o in specifiche situazioni. Esempi più rilevanti risultano essere: [71]

• gli *Indicatori empirici e i moltiplicatori empirici*. Gli indicatori empirici sono uno strumento di formazione del prezzo dedotto dallo studio del mercato, fondato su di un parere comune diffuso in un particolare settore o in altri affini, che indica il valore di un'azienda in caso di vendita o acquisto. I moltiplicatori empirici coincidono alla categoria dei multipli per i quali non è pensabile trovare una relazione di causalità tra prezzo e quantità aziendale

[71]C Cfr. Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione. Dalle formule al processo valutativo, Università Bocconi Editore- EGEA, Milano, 2000, pp. 52 e ss.

di riferimento.

Secondo il parere degli esperti, l'impiego di queste informazioni integrative avrebbe senso qualora le formule tradizionali siano inapplicabili, come nell'ipotesi di valutazione di una società della New Economy, per cui si usano indicazioni quali il "valore del cliente" e "l'importo delle vendite annuali".

• I *valori di liquidazione*. Essi rappresentano il limite inferiore di qualunque stima d'azienda e sono costruiti sull'ipotesi che l'attività chiuda e si proceda al realizzo dei beni e al soddisfacimento delle passività.

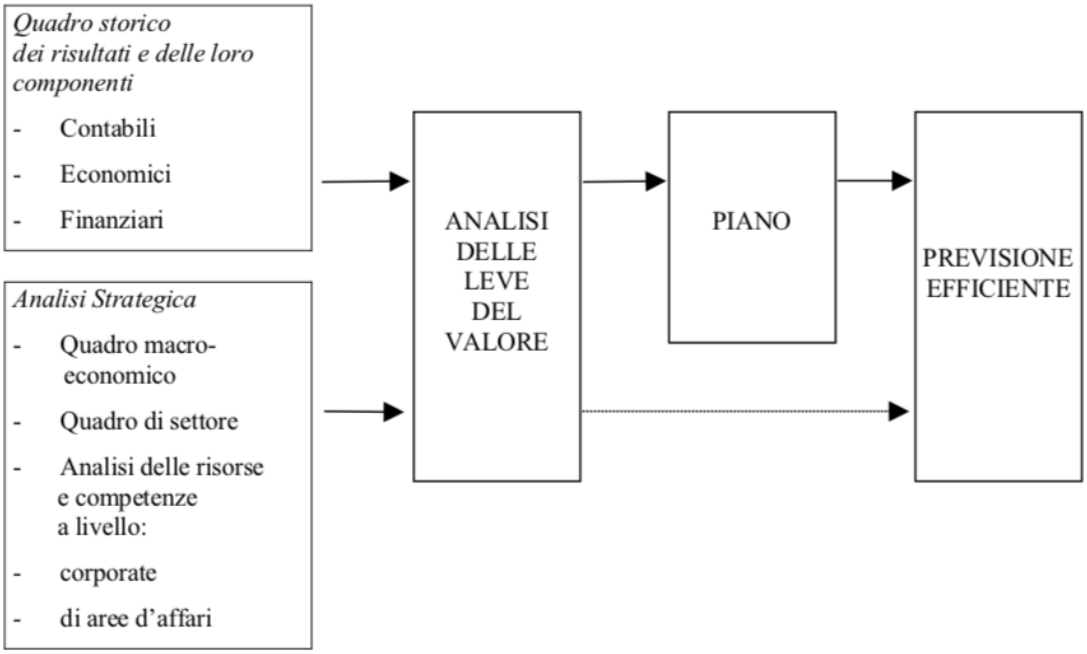
I beni immateriali ottengono sempre più un peso maggiore nell'economia delle imprese, e questo richiede un rimedio efficace, ricercabile in un'adeguata Base Informativa.

Nel contesto qui esaminato, sarà sufficiente esprimere i dati e gli elementi disponibili per un'affidabile valutazione del fenomeno; o, qualora non dovesse essere possibile, per fornire un giudizio qualitativo, indicando il senso di variazione dello stock di beni immateriali e la sua importanza. È di fondamentale importanza non tralasciare mai questo fenomeno, ipotesi in cui si creerebbe un "vuoto" nei valori risultanti dall'applicazione delle formule; ugualmente sarà per i prezzi equiparabili dedotti da moltiplicatori riguardanti performance reddituali, nette o lorde, e di cassa.

Diverse Leve sono soggette, attraverso la Base Informativa, a mostrare i propri influssi anche sui tassi di attualizzazione e di capitalizzazione

adoperati nelle varie formule valutative.[72] È chiaro che una valutazione sulla rischiosità di un'impresa e sulle sue potenzialità di crescita - da cui si giunge al fattore "g", il tasso di crescita atteso, importante correttivo del tasso di attualizzazione a breve termine - abbia bisogno di forti basi di riferimento. Per questo sono indispensabili informazioni su risorse, competenze, sull'organizzazione, sulle strategie, sui mezzi, di cui l'impresa dispone, oltre che sulla supponibile evoluzione del contesto in cui essa si trova.

La previsione efficiente



La previsione efficiente si fonda sull'utilizzo della Base Informativa, e, nello

[72]Cfr. Guatri L., Il giudizio Integrato di Valutazione, in "La Valutazione delle aziende", n. 16/2001.

specifico, dell'Analisi Strategica, per analizzare le Leve del valore e pervenire una pianificazione formalizzata: di seguito, da essa è possibile ricavare delle previsioni comprovate sui flussi attesi.

Come supporto alle formule, assume grandissima importanza il rapporto tra strategia e pianificazione: per il valutatore, la disponibilità di un piano strategico formalizzato, costruito sull'idonee informazioni, con criteri razionali, ha un ruolo determinante. Esso, in più, deve essere concluso con la valutazione degli aspetti implementativi della strategia.

In alcuni casi il piano strategico può risultare assente o di dubbia credibilità, quindi inadeguato ad essere utilizzato. In una situazione del genere la scelta obbligata è il ripiego sulla cosiddetta funzione diretta della Base Informativa, quale pilastro del GIV. Senza un piano che comprenda le informazioni strategiche e le trasponga in previsioni efficienti, la funzione diretta diventa predominante. In assenza di questo piano, l'impiego della Base Informativa per incidere sulla previsione dei flussi di risultato futuri è piuttosto limitata. Vale per il Quadro storico dei risultati, ma molto limitatamente per l'Analisi strategica: in queste circostanze più che di una previsione efficiente si tratta di ragionate proiezioni nel futuro dei risultati storici.

Il giudizio di valore non può essere ricavato pienamente né dalle formule, per quanto precise esse siano, né da confronti riferiti a mercati azionari e negoziazioni di controllo di società simili. In più va considerato anche che molti degli elementi racchiusi nella Base Informativa sono di natura

qualitativa/descrittiva.

La Base Informativa, nella funzione diretta serve alla predisposizione, organizzazione, interpretazione, rappresentazione di una serie di informazioni volte a colmare, laddove possibile, le carenze e i vuoti di conoscenza causati dalle formule valutative e dai prezzi comparabili. L'obiettivo che intende raggiungere può essere così definito:

- informare sulle Leve del valore che, anche se significative, non sono incluse del tutto all'interno delle formule valutative;
- ridurre la discrezionalità e l'indimostrabilità connessa alle Leve considerate solo in via descrittiva/qualitativa;
- aggiungere al giudizio valutativo le informazioni utili non comprese nelle formule. Un esempio può essere l'informazione patrimoniale o, in caso di liquidazione, alcuni indicatori empirici o i valori-limite.

La funzione diretta viene sviluppata attraverso l'Analisi strategica e il Quadro storico dei risultati. Anche l'Informazione patrimoniale, considerato quanto esposto, riveste un ruolo non secondario. Quando non rientra nelle formule, infatti, è spesso un'informazione utile aggiuntiva che rende più attendibile il giudizio di valore. Per di più, è considerata informazione necessaria nel caso delle cosiddette "garanzie societarie" e informazione molto rilevante, con riguardo al valore dei beni intangibili.

Concludendo, la funzione diretta è perfezionata dagli indicatori empirici e

dai valori di liquidazione.

L'importanza delle informazioni contenute nella Base Informativa farebbe propendere per una risposta affermativa; ma il rischio associato a tale asserzione è rilevante. La discrezionalità delle scelte desunte dalla Base Informativa in funzione diretta non permetterebbe, infatti, la dimostrazione tecnica delle soluzioni valutative. Mentre le fasce espresse dalle formule indicano i limiti estremi di un giudizio dimostrabile, se non proprio obiettivo, al di fuori di esso è impossibile sintetizzare e trasformare in grandezze dimostrabili l'insieme delle altre informazioni.

Diverso è ammettere che il risultato offerto dalle formule può essere carente, da cui la necessità di fasce più o meno ampie di risultati, altro è minimizzare il significato delle formule, fino ad ammettere che il risultato finale del GIV possa disattenderle.

3.9. La Base Informativa per le acquisizioni

La categoria di informazioni costituita dalla Base Informativa per le acquisizioni (*IA*) ha il compito di esprimere "Opinioni di valore per le acquisizioni" quando si parla di aziende che hanno la possibilità di essere acquisite, incorporate o in altro modo controllate. Suddette opinioni, descritte dall'idea del "valore d'acquisizione" (*WA*), hanno bisogno di una serie di informazioni reperibili dagli eventuali soggetti che sono interessati all'acquisizione. Esse riguardano:

- I potenziali "latenti" o "dormienti" deducibili dallo studio

dell'azienda candidata;

- Le "sinergie" che possono scaturire dal controllo o dall'incorporazione;
- La riduzione del rischio specifico sui flussi attesi dall'unione delle due aziende in questione;
- Le "opzioni differenziali" che sono altre potenzialità che potranno essere sviluppate nel futuro e quindi difficilmente stimabili.

Si passa ad un'analisi più dettagliata queste informazioni.

Partiamo dai potenziali "latenti" (che vanno scoperti) e quelli "dormienti" (che si vedono) che riguardano i progressi possibili nei flussi attesi dell'azienda candidata all'acquisto attraverso le operazioni post-acquisizione. Vanno quindi individuate tutte le Leve del valore sulle quali sono possibili questi interventi volti al miglioramento che il management dell'azienda candidata non è riuscito ad ottenere.

Passiamo ora all'analisi delle "sinergie". I vantaggi sinergici sono fondamentali per stabilire se un certo prezzo di acquisto sia conveniente, o sia necessario fissare un limite alla propria offerta. Il riconoscimento e la quantificazione delle sinergie sono azioni caratterizzate da incertezze, essendo legate al futuro a medio/lungo termine, ed essendo, l' azienda candidata all'acquisto, relativamente conosciuta: questi elementi rendono le

acquisizioni denominate strategiche dei cattivi affari. [73] E' quindi indispensabile una corretta ed approfondita comprensione e conoscenza dell'impresa-target. Le sinergie devono così essere prima individuate e poi analizzate, in modo da stimare in termini di differenziale di flussi attesi che esse genereranno, nella maniera più possibile precisa. Per quanto riguarda la stima, l'Integrazione Informativa per le acquisizioni condurre verso i vantaggi attesi dalle sinergie: nella loro dimensione, nella loro disposizione temporale, nel grado di incertezza che li caratterizza.

Vanno anche analizzate le metodologie adottabili per ridurre il rischio specifico relativo ai flussi attesi post-acquisizione rispetto ai rischi specifici delle due correnti di flussi in precedenza facenti capo alle aziende separate. Parliamo, in questo caso, di "differenziale di rischio" che si riferisce ai vantaggi da autoassicurazione (causati dal fatto che, che con l'aumento dimensionale, si attivano diversi eventi statistici indipendenti, con variazioni che in senso opposto si compensano [74]) e i vantaggi da stabilizzazione (che scaturiscono invece dai possibili effetti di diversificazione delle attività svolte, che dovrebbero generare una minore variabilità). Frequentemente si individuano tre fattori principali cui ricondurre tale differenziale: la ridotta variabilità dei ricavi, le leva operativa, la leva finanziaria.

---

[73]Cfr. Zanetti L., La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischio e prezzo, EGEA, Milano.

[74]Cfr. Zanetti L., La valutazione delle acquisizioni: sinergie, rischio e prezzo, EGEA, Milano.

Ultimo elemento da approfondire riguarda le opzioni differenziali. Il valore d'acquisto, oltre ad alcune opzioni immediate (ad esempio lo sfruttamento dei potenziali dell'impresa e delle sinergie), comprende anche altre opzioni, di incerta realizzazione, poiché lontane nel tempo e non ancora ben definite, mostrando, nonostante tutto, un'importanza davvero rilevante.

È quindi conveniente e utile tenerne conto nella Base Informativa, perlomeno a livello qualitativo/intuitivo.

Il contenuto della Base Informativa per le acquisizioni

- Potenziali "latenti" o solo "dormienti"
- Valore delle "sinergie"
- Attenuazione del rischio (Δ rischio)
- Opzioni differenziali

Fonte: Guatri L., Il Giudizio Integrato di Valutazione.

Le "Opinioni sul valore per l'acquisizione" sono una dimostrazione di come la Base Informativa può oltrepassare, o perfino di capovolgere, i risultati espressi dalle formule. Ciò è evidente in quanto essa utilizza elementi soggettivi di stima e adopera informazioni lontane dall'azienda "stand alone", perché connesse a capacità e caratteristiche di aziende esterne, cioè quelle interessate all'acquisizione.

Una sintesi del quadro mostrato ci è data dal "modello di stratificazione del

valore" proposto da Massari[75] che si può trasporre nell'equazione:

$$W_A = W_{\text{standalone}} + W_S + W_{\Delta\text{rischio}} + W_O$$

con

Wstand alone = valore di base ("stand alone") dell'azienda-target;

WS = valore delle sinergie estraibili, intese come complesso di sinergie vere e proprie, potenziali "latenti" e potenziali "dormienti";

$W\Delta$ rischio = valore dei differenziali di rischio;

WO = valore delle opzioni differenziali.

3.10. Conclusioni nell'ambito del GIV

Il presente capitolo esamina la Base Informativa (sia in generale che finalizzata alle acquisizioni) analizzandone contenuto e funzioni da essa svolte nel contesto del GIV. A causa della vastità e della molteplicità delle informazioni che racchiude, essa è di difficile definizione per i soggetti che si trovano a dover effettuare una valutazione.

Nonostante la sua complessità resta comunque un "pilastro" fondamentale del processo valutativo, capace di condizionare direttamente e indirettamente (con l'aiuto dato a formule ed multipli) l'attendibilità e la dimostrabilità del giudizio valutativo finale.

Così, per quanto essa sia complessa e richieda notevole dispendio di energie, apporta un miglioramento non indifferente al raggiungimento delle stime

[75]Cfr. Massari M., Finanza aziendale. Valutazione, McGraw-Hill Italia

finali, che ne escono notevolmente migliorate in termini di precisione e affidabilità.

Nel giudizio complessivo di valore, l'insieme delle informazioni integrative, contenute nella Base Informativa, permette di sopperire alle carenze provocate dagli altri due "pilastri" (formule valutative e i moltiplicatori di mercato).

Tramite elementi sia quantitativi e qualitativi è possibile integrare le tradizionali misure del valore (W,W' ,P) con importanti indicazioni, formulate attraverso l'approfondito studio dell'azienda in questione e del contesto in cui opera. Lo studio comprende le capacità, le competenze, le strategie dell'impresa e tutto ciò che sarà in grado di condizionare i risultati futuri (come la dotazione di beni intangibili). L'analisi continua anche attraverso un esame dei mercati in cui l'impresa opera, la loro struttura concorrenziale, e il quadro macro-economico.

Tutto ciò avvalora la tesi secondo cui le altre soluzioni proposte, come alternative al processo valutativo tradizionale e alle sue debolezze, risultino inefficienti. L'uso complementare di misure di valore in senso proprio, delle misure (P) dei prezzi probabili in una nuova ottica, implica un sostegno reciproco: ciascuno di tali due "pilastri" infatti, si avvantaggia dell'apporto dell'altro. Il "pilastro" dei multipli necessita del sostegno delle formule, in quanto esse devono appunto spiegare le differenze nei multipli. Anche l'analisi dei multipli dà il suo apporto al perfezionamento dei risultati delle

formule, con importanti indicazioni sulle scelte relative ad alcuni parametri-chiave della valutazione, anch'essa impegnata a limitare le carenze informative.

Soddisfare tutte le esigenze conoscitive non è possibile attraverso una sola formula. Esclusi determinati ambiti, le nozioni principali di capitale economico e capitale potenziale contribuiscono ad una migliorata illustrazione del giudizio di valore, riuscendo nell'intendo di limitare le carenze dovute all'utilizzo di un'unica forma e a soddisfare le esigenze di razionalità, dimostrabilità e obiettività richieste per un affidabile processo valutativo.

Possiamo considerare necessari tutti questi suddetti interventi, ma rimangono comunque insufficienti se non attraverso l'affiancamento dell'apporto fornito dalla Base Informativa. La qualità del giudizio finale sul valore ha ampi margini di miglioramento, ma questo solo attraverso un profondo esame della situazione in questione e di solide basi di riferimento.

CAPITOLO QUARTO

La valutazione d'azienda Moncler

4.1. La valutazione di un'azienda tessile specializzata in abbigliamento: il caso Moncler.

Uno degli aspetti sfavorevoli, come anticipato negli antistanti capitoli, dell'applicazione dei criteri di valutazione tradizionali è quello dei beni e delle risorse immateriali, ossia del set di elementi che la contabilità non evidenzia, ma su cui si pone la capacità dell'impresa di generare valore per mezzo di un vantaggio competitivo. La dotazione di intangibles, costituendo un'effettiva competenza dell'impresa di creare un vantaggio competitivo, riveste una funzione sempre più sostanziale nella determinazione dei prezzi delle aziende, trascurando che sia di difficile misurazione oggettiva, per via di una inadeguata individuazione nei risultati contabili. Questa contrapposizione in alcuni settori presenta dimensioni considerevoli. Un esempio è quello delle aziende operative nel settore dei beni di lusso.

Valutare un'impresa nel settore luxury goods, significa in primo luogo attribuire un valore al patrimonio immateriale; il 77% del valore di mercato complessivo delle imprese a larga capitalizzazione (più di 800 milioni di euro), nel settore europeo del lusso, è rappresentato da intangibles; anche nelle imprese a media e piccola capitalizzazione (meno di 800 milioni di

euro), la quota attribuita agli intangibles resta prevalente e pari al 59,7%.[76]

4.2. Il mercato del lusso e la sua analisi globale

Il mercato in cui opera Moncler è quello del lusso, i cui prodotti (Luxury goods) sono concepiti affinché possano attribuire uno status di prestigio ai soggetti che riescono a goderne, si differenziano per l'alta qualità, il prezzo cospicuo, il carattere estremamente singolare e il coinvolgimento che segue all'atto di acquisto e di possesso del bene.

Si definiscono Personal Luxury[77] i beni che concernono "il possesso", e sono frequentemente percepibili dagli altri e vengono consumati in prima persona. Tali ad esempio sono il settore dell'abbigliamento, degli accessori e della cosmetica (che secondo un ulteriore classificazione andrebbero sotto il nome di soft luxury) o ancora dei gioielli, degli orologi (hard luxury) .[78]

Detto ramo del mercato è pari al 17% del fatturato totale, differentemente dal caso dell'Experiential luxury, accezione utilizzata per individuare principalmente i servizi di lusso che inducono un piacere immediato, non visibili agli altri e che il loro consumo non avvenga individualmente. Suddetto ramo copre una vasta fetta di mercato ossia il 58% del fatturato

---

[76] Cfr. Della Bella C., Presentazione della metodologia di valutazione della dotazione di intangible nel settore del lusso, convegno "Finanza e value drivers nel settore dei beni di lusso", Università Bocconi, 21/10/2001.

[77] Konigs A., Schiereck D., "Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry", 27 European Business School, Department of Finance, N°7

[78] Nel comparto del lusso si è soliti suddividere il settore in prodotti di "soft luxury", vale a dire pelletteria, abbigliamento e accessori in seta, e "hard luxury", che comprende la gioielleria e l'orologeria.

complessivo. Un ruolo residuale è ricoperto dal Luxury Investment goods comprendente particolari beni di lusso classificati come tradizionali (macchine, yachts etc.), pur aggiudicandosi una posizione rilevante nella composizione del fatturato (25% del totale nel 2013) [79].

Il mercato del lusso rimane fra i settori che non hanno rilevato eccessive perdite nelle vendite dal 2008 in conseguenza della crisi economico-finanziaria (crisi decollata dal mercato immobiliare e sviluppatasi in America nel 2007 [80] con conseguente impatto globale).

Successivamente al verificarsi di un periodo di rallentamento, e subito dopo rafforzato da una crescita in varie aree geografiche, il mercato globale del lusso sale del 5% nel 2017, mirando a raggiungere globalmente l'1,2 mila miliardi di Euro. Il focus è sempre rivolto alle "esperienze di lusso" che continuano a consolidarsi, così come il core market dei beni personali che ha conseguito il record di 262 miliardi di Euro, merito principalmente di un ritorno degli acquisti cinesi sia all'estero che in Cina, i quali dominano di gran lunga l'andamento complessivo.

L'Europa prosegue nel suo rilancio, crescendo del 6% a tassi di cambio correnti e raggiungendo 87 miliardi di Euro di vendite al dettaglio e riguadagnando il ruolo di protagonista per le vendite di lusso. Gli acquirenti

[79] Rapporto Boston Consulting Group, 1 maggio 2013, www.luxurydaily.com

[80] CARLO VALUTA "*La crescita del settore del lusso*", articolo pubblicato sul sito www.piazzaffari.info il 19 novembre 2013

cinesi sono in misura maggiore specializzati in tale sezione e hanno consentito di incrementare le vendite in Cina del 15%, ottenendo così un'ampiezza di mercato di 20 miliardi di Euro. Il resto dell'Asia (ad eccezione della Cina continentale e il Giappone) presenta nettamente una crescita del 6%, non da meno è il mercato Americano (sia Nord che Sud America) il quale arriva a concludere l'anno in positivo, maturando del 2% e con un'ampiezza di mercato equivalente a 84 miliardi di Euro. In altre aree, la crescita è rimasta stabile all'1%, con un Medio Oriente frenato dall'incertezza economica. Viene osservata un aumento del canale Retail dell'8% ed un intenso operato dei negozi multimarca. Osserviamo una diminuzione dei numeri dei department store su scala globale.

Un'eccezione dell'evoluzione del ruolo del negozio è costituita dal canale online, il quale presenta uno slancio del 24% e di cui la meta del mercato è rappresentato da quello americano, questo non comporta che i negozi non siano più protagonisti, ma soltanto che vi sia l'urgenza di un "restauro". Il fattore prioritario d'incremento del mercato si mantiene il cambiamento generazionale che ha comportato l'85% dell'espansione del 2017. Le previsioni di Bain & Company illustrano un determinante innalzamento che proseguirà ad un tasso di crescita annuo costante quantificato dal 4% al 5% per i prossimi 3 anni, con il mercato dei personal luxury goods che raggiungerà i 295-305 miliardi di euro entro il 2020. [81]

[81] www.rtt.it/2018/12/14/mercato-lusso-2025-previsioni-bain-company

I TITOLI DEL LUSSO IN EUROPA

AZIENDA	BORSA	PREZZO 31 dicembre '17	Δ % 2017	CAPITALIZZ. (Mln €)	EV / EBITDA
AEFFE	Milano	2,25	89,1	236	8,61
KERING	Parigi	391,08	84,6	51.003	19,55
PIQUADRO	Milano	1,81	58,8	99	12,62
MONCLER	Milano	26,08	56,5	6.410	16,97
PUMA	Francoforte	363,00	45,8	3.680	19,10
LVMH	Parigi	245,40	37,6	121.832	13,76
RICHEMONT (CHF)	Zurigo	88,30	34,1	42.390	15,26
BRUNELLO CUCINELLI	Milano	27,01	32,3	1.870	23,01
GEOX	Milano	2,89	29,6	740	10,99
STEFANEL	Milano	0,18	28,6	15	N/M
SWATCH (CHF)	Zurigo	397,40	28,4	17.842	16,12
HUGO BOSS	Francoforte	72,20	27,2	4,900	9,46
BURBERRY (£)	Londra	1792,00	22,3	7.802	12,26
CALEFFI	Milano	1,49	19,2	22	16,90
OVS	Milano	5,55	17,1	1.330	9,98
HERMES	Parigi	446,25	14,2	46.760	21,85
ADIDAS	Francoforte	167,15	11,7	34.574	15,85
DAMIANI	Milano	1,08	11,3	78	N/M
LUXOTTICA	Milano	51,15	0,6	24.260	12,73
TED BAKER (£)	Londra	2711,00	0,0	1.507	16,51
TOD'S	Milano	60,90	-0,0	2.000	10,73
NEXT (£)	Londra	4525,00	-1,3	8.168	8,48
SALVATORE FERRAGAMO	Milano	22,15	-2,0	3.750	13,22
MULBERRY (£)	Londra	1055,00	-3,8	677	37,83
SMCP*	Parigi	19,25	-8,3	1.344	n/m
INDITEX	Madrid	29,05	-8,7	89.800	16,63
GERRY WEBER	Francoforte	9,50	-15,2	422	9,03
PANDORA (DKK)	Copenaghen	675,50	-19,0	8.454	N/M
H&M (SEK)	Stoccolma	169,30	-30,0	27.102	8,30
SAFILO	Milano	4,77	-40,6	325	27,47
				MEDIA	16

Nel contesto Europeo, al fine di determinare il valore di Moncler con il metodo dei mutipli sono state selezionate come comparabili le seguenti imprese:

• **Brunello Cucinelli S.p.A**, [82] casa di moda italiana fondata dall'omonimo imprenditore, rinomata per la fabbricazione di maglieria di prima qualità in cashmere, instaurata e cresciuta nel borgo medioevale di Solomeo. L'azienda è attualmente tra le più note società internazionali operanti nel settore del

[82] www.brunellocucinelli.com/it/home.html

lusso, avendo concepito collezioni uomo e donna di total look, e avendo le sue radici in una gamma di boutique di proprietà situate nelle principali aree geografiche. Nel 2017 ha osservato ricavi per 503,5 milioni di euro con un incremento del 10,6% rispetto al 2016. I ricavi sono distribuiti per il 16,8% in Italia, il 30% in Europa, il 35,6% nel Nord America, l'8,5% nella Grande Cina, oltre il 9% nel resto del mondo. Le vendite sono conseguite per il 53,7% con il canale retail. Gli stores sono in totale 124. L'EBITDA è di 87,4 milioni, pari al 17,3% dei ricavi. L'utile netto di 42 milioni.

• **Tod's S.p.A.** [83] è un'azienda specializzata nella produzione di calzature, abbigliamento e accessori di lusso con i marchi Tod's, Hogan, Fay e Roger Vivier. È fondata agli inizi del Novecento da Filippo Della Valle, un calzolaio che cuce suole e tomaie nell'ambiente di casa. Per Tod's un 2016 in calo (fatturato di 1 miliardo, utile di 86,3 milioni). Nel 2017 i ricavi sono scesi a 963,3 milioni (calo del 4,1%), l'EBITDA (in calo) è a 160,5 milioni di euro pari l 16,7% delle vendite, l'utile consolidato di gruppo è di 69,4 milioni (pari al 7,2% delle vendite). Un importo pari a 1,64 milioni di euro è andato in progetti di solidarietà.

• **Prada S.p.A**[84] Originariamente nota come Fratelli Prada, la casa di moda fu avviata nel 1913 dai fratelli Mario Prada e Martino, i quali aprirono un negozio di cuoio, borse, accessori da viaggio e di lusso nella Galleria Vittorio

[83] www.todsgroup.com/it/group/history

[84] www.prada.com/us/en.html

Emanuele II a Milano. La boutique si affermò in poco tempo fra l'alta borghesia e aristocrazia europea, divenendo nel 1919 fornitore ufficiale della Real Casa di Savoia. Nel 2011 Il Gruppo Prada si quota sui mercati finanziari, collocandosi nella borsa di Hong Kong e cedendo il 20% delle azioni, con una dote di circa 2,14 miliardi di dollari. Nel 2010 amplia ulteriormente il suo portafoglio di marchi con l'acquisizione della Car Shoes di Alberto Moretti.

• **Kering SA**[85] fondato nel 1963 come Pinault-Printemps-Redoute e noto dal 2005 al 2013 come PPR è un gruppo internazionale di beni di lusso con sede a Parigi e controllato dalla famiglia Pinault. Possiede marchi di lusso quali Gucci, Saint Laurent, Balenciaga, Alexander McQueen, Bottega Veneta, Boucheron, Brioni, Pomellato. Nel 2017 Kering registra un bilancio soddisfacente con ricavi per 15,5 miliardi di euro con un aumento del 27% dovuto ancora una volta alle vendite di Gucci (6,2 miliardi di fatturato pari a +46%) e di Yves Saint Laurent (+25%).All'inizio del 2018 decide di cominciare a disinvestire dal settore Sport & Lifestyle per focalizzarsi su quello del lusso. Il primo tra i vari rovvedimenti concerne Puma, controllata per oltre l'86%: le sue azioni sono cedute ai soci di Kering sotto forma di dividendo "in natura" nella proporzione di una azione Puma ogni 12 azioni Kering. L'operazione è stata portata a termine nel maggio 2018 con la conclusione che a Kering spetta il 15,7% dell'azienda di scarpe sportive mentre il singolo maggiore azionista risulta con il 29% la famiglia Pinault che, attraverso Artémis, ha il

[85] http://www.kering.com/en/group

controllo di Kering con il 40,9%. Nel 2018, dopo il disinvestimento da Puma, Kering procede alla cessione anche di Volcom.

• **Burberry S.p.A**. [86] è una casa di moda di lusso britannica che produce vestiti, accessori e cosmetici. La sua peculiarità è costituita dal motivo a tartan onnipresente sui suoi prodotti e ormai affermatosi come simbolo più riconosciuto e imitato. Il nome iniziale del marchio era esattamente "Burberry's" ,mutato dal 2000 in "Burberry of London". Tale scelta venne attuata per volontà della casa produttrice ormai conosciuta in tutto il mondo, per differenziare i capi provenienti dalle sedi di Londra da quelli prodotti in altri sedi. Entrambi i marchi dimostrano comunque autenticità. Nel luglio 2017 Marco Gobbetti è il nuovo CEO dell'azienda con l'arduo incarico di condurla in una fascia più alta di mercato mentre Christopher Bailey da 17 anni in azienda ne rimane il direttore creativo. Dal 12 marzo 2018 nuovo direttore creativo è il designer italiano Riccardo Tisci che lascia dopo 12 anni la maison francese Givenchy. Nel maggio 2018 acquisisce in Toscana, a Scandicci, la pelletteria CF&P di Carmen Paroni. Farà scalpore la notizia che l'azienda, per pura difesa del marchio, abbia mandato al macero prodotti invenduti per un ammontare di 30 milioni di euro. Sempre nel luglio 2018 cambio alla presidenza dell'azienda: lascia dopo 12 anni sir John Peace, al suo posto è nominato Gerry Murphy, presidente di Tate&Lyle e del ramo europeo di Blackstone.

[86] it.burberry.com/la-nostra-storia

• **LVMH**[87] è una società europea con sede a Parigi, in Francia. È proprietaria di numerose aziende di alta moda, come Bulgari, DKNY, Fendi, Givenchy, Kenzo, Loro Piana e Louis Vuitton, di orologi, come TAG Heuer, di alcolici come la Moët & Chandon, di cosmetici come Sephora e di editoria come Les Échos e Le Parisien. L'azionista unico è Bernard Arnault che la controlla sia direttamente (5%) che indirettamente tramite la Christian Dior SE (42%). Oltre a 2% del buy-back, il restante è quotato in borsa.

• **Salvatore Ferragamo S.p.A.** [88] è una casa di moda Italiana fondata nel 1927 da Salvatore Ferragamo. La società è quotata nell'indice FTSE MIB della Borsa di Milano. La presenza del marchio è nel 2016 affermata in più di 90 paesi mediante una rete di oltre 680 negozi monomarca a gestione diretta: 103 nel Nord America, 170 in Europa, 268 nell'Asia Pacifico, 79 in Giappone, 63 in America Latina. Il canale retail incide per quasi il 64% sui ricavi, il canale wholesale per il 35%. Nel 2017 i punti vendita monomarca sono diventati 685, il 36,5% dei ricavi proviene dall'Asia Pacifico, il 25,2% dall'Europa, il 24% dal Nord America, l'8,6% dal Giappone, il 5,6% dal Centro e Sud America.

4.3. Moncler S.p.a: cenni storici e performance

[87] it.louisvuitton.com/ita-it/la-maison/una-storia-leggendaria

[88] www.ferragamo.com/museo/it/ita/scopri/fondatore

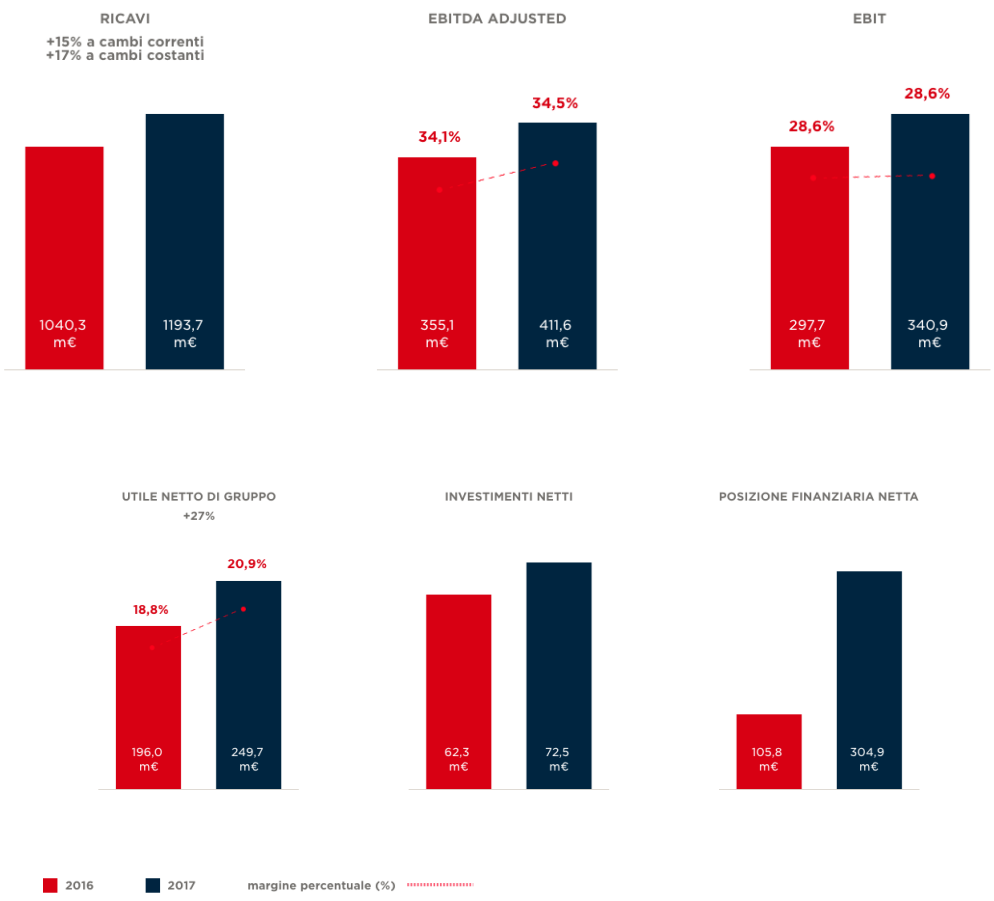
La Moncler[89] è un'azienda tessile qualificata in abbigliamento invernale, quotata nell'indice FTSE MIB della Borsa di Milano. È stata fondata nel 1952 da Renè Ramillon, artigiano di attrezzature da montagna francese, a Monestier de Clermont. Il culmine del piumino venne raggiunto negli anni '80 quando avvenne il passaggio da giacca da sci a capo metropolitano e qualificandosi così come un accessorio di moda, principalmente per merito della linea disegnata dalla stilista Chantal Thomass. Sebbene il decennio precedente sia stato caratterizzato dal successo, all'inizio degli anni '90 la Moncler soffrì della concorrenza dei paesi asiatici, cadendo così in una forte crisi che la condusse all'amministrazione controllata (redressement judiciaire) nel 1992.

Nel 1992 Moncler diventa un marchio italiano, mediante l'acquisizione di Pepper Industries, per poi successivamente esser ceduta a Finpart. Nel 2003 il marchio fu acquistato dall'imprenditore Remo Ruffini, attuale presidente e direttore creativo dell'azienda. La gestione stilistica gli era stata già affidata dal 2000, a cui si deve la destagionalizzazione dei prodotti Moncler, precedentemente pensati soltanto per la stagione invernale.

Nel 2008 il gruppo Carlyle ottiene una quota aziendale pari al 48%, lasciando in possesso di Ruffini il 38%. Nel 2011 come primo azionista si afferma il fondo francese Eurazeo (45%); Ruffini resta il secondo azionista

[89]www.monclergroup.com/wp-content/uploads/2016/07/Relazione-Finanziaria-Annuale-2017

diminuendo la quota dal 38% al 32%, mentre il gruppo Carlyle limita la sua quota dal 48% al 17,8%. Per Moncler il 2017 si è chiuso con risultati superiori alle attese della comunità finanziaria, confermando l'affidabilità del Gruppo e la validità delle sue strategia. Il fatturato ha sfiorato un miliardo e duecento milioni di euro (+17% a cambi costanti), la profittabilità operativa (EBITDA) si è conseguentemente irrobustita ed è stata pari al 34,5% del fatturato, l'utile netto è cresciuto del 27% ed ha ottenuto oltre 300 milioni di euro di cassa netta.



E' stato possibile osservare un incremento della qualità della gamma di

clienti wholesale a livello globale e un forte aumento della presenza di Moncler sul canale digitale in tutto il mondo. L'elemento fondamentale di ogni scelta strategica di Moncler è sempre stato il cliente, arrivando a rafforzarsi nel 2016 con l'avvio di un rilevante progetto di Retail Excellence. La presenza nei più importanti multibrand store e department store del lusso e la selettiva localizzazione dei negozi retail nelle più prestigiose vie commerciali e località resort, assieme ad uno store concept distintivo e sempre coerente con le politiche di Moncler, seppure in continua evoluzione, sono chiare espressioni dei valori e della filosofia del Brand. Moncler adotta una politica di controllo diretto sulle regioni dove è presente con management e strutture organizzative locali le quali operano in elevato coordinamento con la Capogruppo. La Società agisce attraverso una struttura centrale e cinque strutture regionali (Region): Europa, Asia Pacifico, Giappone, Americhe e Corea, basandosi ampiamente sull'importanza di rafforzare la propria presenza in suddette aree e promuovendo l'assunzione di management e personale locale capaci di delineare le dinamiche di ogni specifico mercato. Lo scopo di Moncler è favorire uno sviluppo sostenibile e responsabile nel segmento dei beni di lusso su scala planetaria, in armonia e coerentemente all'unicità del proprio heritage. Moncler attua un modello di business integrato e flessibile, diretto a monitorare e determinare gli stadi di produzione a maggior valore aggiunto e ponendo il focus di ogni azione sulla ricerca di una qualità sempre più elevata.

4.4. Applicazione dei metodi di valutazione

4.4.1. Valutazione Relativa

Mediante la valutazione relativa, si rileva un'attività in base alla modalità con cui sono prezzate sul mercato le società che presentano simili caratteristiche, e quindi si vuole addivenire ad un giudizio, osservando quanto il mercato è disposto a pagare per attività assimilabili. Individuare delle aziende concorrenti significa delineare la loro analogia e omogeneità in termini di prodotti, mercati e processi produttivi.

Un soggetto che intende investire in un'attività reale prova a stimare il valore osservando i prezzi di mercato quotati delle società competitor. Le tre fasi principali da compiere nella valutazione relativa sono:

1. individuare attività comparabili che abbiano un prezzo di mercato;

2. rapportare i prezzi di mercato a una variabile comune al fine di pervenire ad una comparazione di prezzi standardizzati;

3. procedere alle rettifiche considerando le differenze tra le varie attività.

Nella stima sono state considerate come comparabili le aziende descritte nel precedente paragrafo, riportando i valori medi massimi e minimi dei relativi multipli :

Prezzi delle azioni e multipli del settore luxury								
Codice	Nome	Prezzo dell'azione (euro)	Capitalizzazione di mercato (miliardi di euro/000)	Enterprise value (miliardi dieuro)	P/E	Price/Book value	Enterprise Value/Ricavi	Enterprise value/EBIT DA
BC.MI	Brunello Cucinelli s.p.a	29,75	2.020.000.000,00	2.080.000.000,00	35,12	7,8	3,94	22,56
TOD.MI	Tod's	42,12	1.390.000.000,00	1.520.000.000,00	19,91	1,3	1,55	10,24
PRP.F	Prada S.p.a	3,1	7.960.000.000,00	8.890.000.000,00	33,33	2,86	2,97	16,05
KER.MI	Kering SA	383,7	48.300.000.000,00	52.170.000.000,00	14,56	5,26	3,1	12,63
BB2.F	Burberry	20,5	8.270.000.000,00	7.670.000.000,00	19,62	4,89	2,16	10,31
LVMH.MI	Lvmh	252,9	127.020.000.000,00	139.740.000.000,00	21,22	4,24	3,13	12,82
SFER.MI	Salvatore Ferragamo S.p.A.	20,8	3.390.000.000,00	3.400.000.000,000	33,8	4,66	2,5	14,72
				Media Peers	25,37	4,43	2,76	14,19
				Massimo	35,12	7,80	3,94	22,56
				Minimo	14,56	1,30	1,55	10,24

Fonti :
it.finance.yahoo.com
Relazione Finanziaria Annuale Moncler 2017

DATI DI MONCLER	MONC.MI
EPS	1,05
EBITDA	408220000,00
LIQUIDITA'	394144000,00
DEBITI	891920000,00
AZIONI IN CIRCOLAZIONE	251720000,00
VALORE CONTABLE PER AZIONE	3,46
RICAVI	1193704000,00
LIQUIDITA'	394144000,00
REDDITO NETTO	249688000,0
BOOK VALUE	870951200

Considerando contestualmente i valori di Moncler presenti nella precedente tabella si ottiene un range di prezzo ricompreso tra 11,1€ e 25,2€; con ciò consegue che la valutazione tramite imprese comparabili presenta dei limiti collegati al settore di appartenenza, per cui sebbene ogni aziende considerata sia operante nel settore luxury, si rilevano differenze a causa di profili di rischio di crescita e flussi di cassa non analoghi. Non risulta agevole

individuare aziende somiglianti per un confronto accurato. Spesso il mercato Europeo è limitato nel numero e nella varietà delle aziende presenti, vige la necessità di ampliamento della ricerca verso un maggior numero di società, con la relativa riduzione della omogeneità.

E' presente un alto grado di soggettività nella scelta sia dei parametri da utilizzare per la comparazione che nel rilevamento delle aziende confrontabili, limite anteriormente evidenziato nella descrizione dei metodi.

Prezzo			
P/E	PRICE/ BOOK VALUE	EV/RICAVI	EV/EBITDA
25,2	15,3	11,1	21,0

PREZZO MIN	11,1
PREZZO MAX	25,2

4.4.2. Metodo DIVIDEND DISCOUNT MODEL

Gli investitori acquistando le azioni quotate solitamente si aspettano di conseguire due tipi di flussi di cassa: i dividendi durante il periodo di detenzione e un prezzo atteso al termine del periodo. Dato che il prezzo atteso è determinato di per sé dai dividendi futuri, il valore di un'azione può essere individuato come il valore attuale dei dividendi in perpetuo. Gli input essenziali sono: dividendi attesi, costo dell'equity, tasso di crescita di breve e lungo periodo. L'assunzione che il tasso di crescita dei dividendi debba essere costante nel tempo è di difficile realizzazione, principalmente considerando la volatilità degli utili. Il modello consente che vi siano due fasi

di crescita: una iniziale in cui il tasso di crescita non è quello di stabilità e una fase successiva in cui invece l'impresa si trova in fase di stabilità con un conseguente tasso di crescita che ci si attende rimanga inalterato perpetuamente ed inferiore al tasso di breve periodo, condizione che comporta la scelta del tasso settoriale come riferimento nel lungo periodo. Il modello del DDM, basandosi unicamente sui dividendi, non costituisce un metodo valutativo pertinente per il caso aziendale sottoposto ad analisi, poiché in seguito alle decisioni strategiche della azienda, emerge una condizione stringente rappresentata da quella di ritenzione di liquidità e poca distribuzione degli utili agli azionisti. Dunque con tale modello in primo luogo gli azionisti rinunciano a queste somme liquide arrivando a sottovalutare le imprese con un consistente e crescente ammontare di cassa in bilancio. Infatti il prezzo di valutazione è pari a 20,9835€, il quale risulta inferiore rispetto a quello di mercato attuale.

I dati assunti alla base di questo modello sono: tasso di crescita di breve periodo del 13,41% stimato dal settore apparel di Damodaran ed un Beta levered pari a 0,91 come tasso di sensibilità nel settore di riferimento preso sempre da Damodaran; il tasso risk-free del 4% prendendo come riferimento i bund tedeschi a 10 anni; i dividendi da i dati della pagina web di Yahoo Finance; il Total Equity Risk Premium Italia dalle statistiche presenti su Damodaran. Il tasso di lungo periodo per calcolare il TV è stato preso dalla relazione finanziaria annuale al 31/12/2017 ed è del 9,5%.

Cost of Equity	10,6157%	
tasso risk-free (rf)	4,00%	
Dividend 2017	0,18	
total equity risk-premium italy daomdaran	7,27%	
Growth next 5y	13,41%	damodaran settore apparel
beta	0,91	settore apparel damodaran
Current stock price	$ 29,54	

fonte: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Dividend Discount Method							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Year	0	1	2	3	4	5	6
Dividend	0,18	0,204138	0,231513	0,2626	0,297768	0,337699	0,369779965
L-term Growth	9,50%						crescita settore
TV						33,14331	
DIV+TV		0,204138	0,231513	0,2626	0,297768	33,48101	
P5		0,184547	0,189209	0,194	0,198889	20,21691	
Prezzo		20,983542					

4.4.3. Metodo FCFF

Prima di effettuare l'analisi con il metodo FCFF occorre indicare ulteriori assunzioni: la crescita dei ricavi pari al 15% e i costi del venduto del 9,5%, dati presi dallo studio dell'andamento storico dell'azienda.

Nel corso del 2017 il Gruppo ha proseguito negli investimenti in attività di marketing e pubblicità al fine di divulgare e potenziare la conoscenza ed il prestigio del marchio Moncler. Il peso delle spese di pubblicità sul fatturato è

pari al 6,7% nel 2017, in linea con l'anno precedente, mentre in valore assoluto le spese di pubblicità passano da Euro 68,1 milioni nel 2016 ad Euro 79,4 milioni nel 2017, con una variazione assoluta pari ad Euro 11,3 milioni con una crescita del 16,5% stimata anche nei prossimi 5 anni. Si prospetta che la crescita delle spese di vendita sia del 16,9%.

Si ipotizza che le spese generali e amministrative siano il 9,1% dei ricavi ogni anno e per i costi del personale si osserva un iter analogo con una percentuale del 11,69%.

Gli investimenti del 2017 ammontano a 72500000 euro, ascrivibili agli incrementi della rete di punti vendita diretti e per l'ampliamento dei maggiori negozi(relocations/expansion).

Nella relazione annuale 2017 di Moncler viene valutato che il tempo utile per gli ammortamenti in fabbricati si stimi essere di 25 anni. Mentre per quanto riguarda la tassazione IRAP del 3,9% questa rimarrà costante gli ultimi anni; mentre l'IRES che nel 2017 è 27,5% cala a 24%.

		2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Revenues growth rate	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
	COGS %	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
	Crescita spese di pubblicità	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
	crescita spese di vendita		16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
	tasso di crescita dei salari reali						
	% costi amm/ricavi	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%	9,10%
	% costi personali /ricavi	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%	11,69%
	capex nel 2017	72500					
	numero quote ammortamenti	25					
	ammortamento nuovo investimento	2900					
	ammortamenti vecchi investimenti	47200					
	ammortamenti previsti per i prx 5 anni	50100					
percentuale	8%						
ccn		89655	109820,768	126293,8832	145237,9657	167023,661	192077,21
delta ccn			20165,768	16473,1152	18944,08248	21785,6949	25053,5491
	IRAP rate	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
	IRES rate	27,5%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
	tax rate 25,6%						
	debito al 2017	81510					
	rate		-8151	-8151	-8151	-8151	-8151

Per eseguire il calcolo del Wacc, è stato preso di riferimento il costo del debito ante-imposta dell'8% con media del settore a seguito di consultazione del sito Damodaran mentre per il calcolo del costo del capitale proprio è stato utilizzato il valore individuato già in precedenza nel metodo del DDM.

Input	
Rf	4,0%
Beta unleverade	0, 81
D/E	0,10
total equity risk premium	7,3%
Tax Rate	27,5%
costo del debito before tax rate	8,000%
costo del debito dopo la tax rate	5,800%
wacc	10,192%
costo del capitale proprio	10,616%

Il metodo dei FCFF tiene conto sia i flussi di cassa pagati agli azionisti e sia quelli corrisposti ai creditori. L'elemento chiave è rappresentato dal tasso di attualizzazione utilizzato, che è il costo medio ponderato del capitale: WACC (ipotizzata una politica di indebitamento constante nel periodo considerato).

La deducibilità degli interessi non è inclusa nel calcolo dei flussi di cassa, bensì inserita successivamente nel WACC, scontandolo direttamente nella stima del costo del capitale di debito. Il beneficio di utilizzare l'approccio della valutazione del valore complessivo dell'impresa consta dei flussi di cassa relativi al debito che non devono essere considerati esplicitamente, nella misura in cui il FCFF è un flusso di cassa al lordo del debito, mentre questi devono essere tenuti in conto nella stima dei FCFE poiché è atteso un cambiamento significativo della leva nel tempo; ciò consiste in un risparmio notevole dal momento che l'esame di nuove emissioni e rimborsi di debito diventa piuttosto controverso procedendo nel futuro. Con tale metodo si riscontra un prezzo pari a 30,49 € in linea con il prezzo di mercato.

Profit & Loss Moncler s.p.a (EUR'000)		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
		Actual	*Actual*	*Forecast*	*Forecast*	*Forecast*	*Forecast*	*Forecast*
Ricavi		1040311	1193704	1372759,6	1578673,54	1815474,571	2087795,757	2400965,12
Costo del venduto		252303	276186	302423,67	331153,9187	362613,5409	397061,8273	434782,7009
costo del personale (componente costo del venduto)		116223	139522	160450,3	184517,845	212195,5218	244024,85	280628,5775
(Margine lordo)		**788008**	**917518**	**1070335,93**	**1247519,621**	**1452861,03**	**1690733,929**	**1966182,419**
EBITDA margin (%)		*75,7%*	*76,9%*	*78,0%*	*79,0%*	*80,0%*	*81,0%*	*81,9%*
spese pubblicità	3	68143,00	79393,00	92492,85	107754,16	125533,60	146246,65	170377,34
Spese di vendita	4	312353,00	365103,00	426761,39	498832,62	583075,19	681544,60	796643,47
spese generali amministrative	5	94093,00	108660	124921,12	143659,29	165208,19	189989,41	218487,83
EBITDA		313419,00	364362,00	426160,57	497273,55	579044,05	672953,27	780673,78
(Depreciation)		41635	47273	50100	50100	50100	50100	50100
EBIT		**271784,00**	**317089,00**	**376060,57**	**447173,55**	**528944,05**	**622853,27**	**730573,78**
EBIT margin (%)		*26,1%*	*26,6%*	*27,4%*	*28,3%*	*29,1%*	*29,8%*	*30,4%*
Imposte sul reddito		-96767	-85927	-19422,10916	-22908,87735	-26918,29336	-31524,17405	-36810,20843
(IRAP)				-20923,92396	-24635,96438	-28904,44345	-33808,24664	-39436,89191
(IRES)				1501,814808	1727,087029	1986,150084	2284,072596	2626,683486
Net Income		**-96767,00**	**-85927,00**	**356638,46**	**424264,67**	**502025,76**	**591329,10**	**693763,57**
ammortamenti		41635,00	47273,00	50100,00	50100,00	50100,00	50100,00	50100,00
capex			-72500,00					
delta ccn			-18472,00	-20165,77	-16473,12	-18944,08	-21785,69	-25053,55
FCFF		-55132,00	-129626,00	386572,69	457891,56	533181,68	619643,40	718810,02
TV							8774992,46	
Financial Debt		75835	81510	73359	65208	57057	48906	40755
Flusso di cassa totale			-129626,00	386572,69	457891,56	533181,68	9394635,86	
wacc		10,19%						
tasso di crescita di lungo termine		2%	fonte: slide sui metodi di valutazione, evidenze empiriche					
Valore azienda			7.368.958,45 €					
posizione finanziari netta			-304952	(negativa poiché da bilancio il debito è minore della liquidità)				
valore capitale proprio			7.673.910,45 €					
numero azini			251720,00					
prezzo			30,49 €					

4.5. L'importanza degli *intangibles* nella determinazione del valore aziendale

In seguito all'esame eseguito sul metodo di stima del valore rappresentato dal Giudizio Integrato di Valutazione, si procede con l'analisi dei punti critici inerenti alla valutazione degli intangibles.

Le società per intervenire sui mercati si avvalgono di beni di natura tangibile

ed intangibile. [90] I beni di natura tangibile rappresentano il patrimonio fisico, consentono sia l'espletamento dell'attività economica sia la costruzione e la acquisizione degli strumenti indispensabili allo svolgimento dell'attività produttiva. Le risorse immateriali contrariamente soddisfano una differente categoria di esigenza aziendale. [91] Queste consentono di assumere un vantaggio competitivo durevole e stabile sul mercato, essendo il loro approvvigionamento difficoltoso. Si caratterizzano per non avere una dimensione fisica strettamente avvertibile ma, forniscono ad ogni modo un contenuto patrimoniale. [92] L'importanza dei beni intangibili si è sviluppata nelle ultime decadi, frutto del cambiamento dall'impresa industriale a quella post-industriale; comportando la crescita del significato della partecipazione degli asset immateriali ai processi di creazione di valore. Il transito dal modello industriale a quello post- industriale ha determinato un processo evolutivo che si è caratterizzato per tempistiche differenti nei vari settori (da qui deducibile il ritardo dei dibattiti sul tema). Si aggiunge la complessità propria del patrimonio immateriale espressa sia in termini di eterogeneità degli elementi che lo costituiscono, sia nei termini dei variegati sistemi di

[90] Le risorse invisibili", H. Itami,Gea Isedi, Torino, 1988, pag. 35.

[91] "Le risorse invisibili", H. Itami, Torino, 1988, pag. 36 afferma: "Possiamo cogliere le differenze tra questi due tipi di necessità se riflettiamo per analogia alle risorse necessarie per dipingere un quadro. Per dipingere l'artista deve essere fisicamente presente e deve avere abbastanza denaro per comperare pennelli, tele e colori. Le risorse umane fisiche ed economiche sono necessarie per dipingere il quadro, ma non ne fanno necessariamente un capolavoro. Per questo ci vuole qualcos'altro, il senso artistico e la tecnica del pittore: ovvero le sue risorse invisibili".

[92] Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione", M. Orlandi, Francoangeli, 2012.

acquisizione e impiego nel processo di creazione di valore. Il risultato sono i molteplici ostacoli nell'evoluzione di modelli di stima accolti; è possibile accostarvi in oltre un'impostazione aziendale che si è mostrata contraria, se non avversa alla divulgazione all'esterno di dati concernenti il patrimonio intangibile. Significativa rilevanza è attribuita alla necessità di non diffusione esterna di notizie relative alla tecnica strategico-operativa della gestione, fatta eccezione per quelle vincolate da obbligatorie. Vi è una correlazione fra il bisogno di riservatezza e il rischio che i competitors possano ottenere un vantaggio competitivo per tramite delle notizie divulgate all'esterno ed inoltre anche dal tentativo di celare risultati negativi ed ottenere quanto meno un ritardo degli effetti tutt'altro che positivi sulla reputazione e del management dell'impresa. La questione centrale attinente alle risorse immateriali però, nasce da diversi elementi come ad esempio i tradizionali strumenti economico-finanziari che vanno a configurare una limitazione per la valutazione di suddetto patrimonio. [93] Nelle economie moderne, vige una notevole competitività con crescente significatività dei beni immateriali. Ad integrare il processo vi è stato il passaggio delle aziende dalla mera produzione di beni ad una mirata fornitura di servizi. Queste risorse si affermano come indispensabili per non minare la stessa sopravvivenza dell'impresa e la stabilità sul mercato come principale player. Per conservare questo ruolo l'impresa deve ricomprendere abilità di predisporre e mettere

[93] Sica M., Beni immateriali e costi capitalizzati nell'economica e nei bilanci delle aziende, Roma, 1983, 31 e ss.; Rullani E., Economia delle risorse immateriali: una introduzione, in Sinergie, sett.-dic. 1992, 9 e ss.

in atto le più diversificate strategie non trascurando ogni figura in interazione con l'azienda. Tutte questioni cruciali per assicurare all'azienda la valorizzazione di tutto il patrimonio, specialmente quello intangibile.

L'aumento della centralità degli *intangibiles* è dovuta alle loro caratteristiche specifiche: il legame alla molteplicità d'uso, (esempio significativo è costituito dalla facoltà di utilizzare marchi aziendali in riferimento a nuovi prodotti così da attribuire loro le medesime qualità) e l'opportunità di estendere le tecnologie usufruite in più ambiti contemporaneamente. Ancora, i beni immateriali, rispetto ai tradizionali elementi del capitale investito, si autoriproducono nella gestione e acquistano ampia centralità nelle società leader di settore.[94] L'essenzialità delle risorse immateriali per manager, analisti finanziari ed investitori istituzionali è dovuta al più produttivo governo e direzione dell'impresa che questi consentono.[95] L'impatto degli *intangible assets* sul valore economico dell'azienda li ha posti sul livello di elementi chiave per permettere alla società di ottenere una posizione concorrenziale sul mercato.

"Alcune persone considerano che il valore di un'impresa si trovi nel Bilancio d'esercizio, ma il valore non sarà mai trovato in contabilità. Il valore nasce dalle aspettative". [96] Con il termine aspettative si pone l'accento a ciò che la società può offrire in futuro ossia è posta attenzione ai flussi di cassa futuri.

[94] La valutazione dell'azienda", Balducci, Edizione Fag, pag 110.
[95] Center for business innovation, Ernst & Young LLP, 1997, "Measures that Matter", Cap Gemini Ernst &Young, 2000.
[96] Vélez-pareja, I. & Tham, J., 2001

Gode di maggior importanza il generare ricchezza futura. Ed è basandosi su questo concetto che gli intangibles assets si sono affermati come risorsa di incommensurabile ricchezza per le aziende.

Le risorse immateriali beneficiano di ampio potere sul valore di mercato del capitale aziendale. Le risorse concernenti la qualità del *management*, dei prodotti, la forza della posizione competitiva e l'efficacia nello sviluppo di nuovi prodotti godono della maggiore rilevanza. Nonostante le divulgazione di suddette notizie appaia determinante, lo studio svolto da *Ernst & Young*[97] ha dato prova dell'attuale presenza di esigenze informative non realizzate all'interno e all'esterno dell'azienda. Difficilmente avviene la diffusione da parte delle aziende di documenti ufficiali contenenti raffigurazioni, persino incompiute, del loro patrimonio immateriale. Mentre la divulgazione di informazioni volontaria dipende dalle disponibilità del management, quella obbligatoria, allorquando non vi sia un modello opportuno di analisi, non fornisce garanzia alcuna di pervenire ad un quadro normativo trasparente.

Le risorse immateriali, ricoprendo una funzione rilevante nell'economia delle imprese, necessitano di modelli efficaci per quantificare l'apporto che essi generano; pur mostrandosi un compito arduo dovuto alla complessità del patrimonio (caratterizzato da eterogeneità) è difficile introdurre modelli interpretativi universalmente accettati.

[97] Ernst & Young è un'organizzazione globale che fornisce opinioni e punti di vista sulle principali sfide economiche globali e sui mercati di capitali. E' un network mondiale di servizi professionali di revisione e organizzazione contabile, fiscalità, *transaction* e *advisory*.

4.6 Il processo di valutazione degli *intangibles* delle aziende di lusso

Negli ultimi anni si è assistito ad un aumento nella divulgazione dei fenomeni che interessano il marchio, ad esempio lo sviluppo di forme contrattuali che implicano la cessione autonoma di questo anche separatamente dall'impresa e l'ampliarsi di processi di fusione ed acquisizione relativi principalmente all'appropriazione di marchi celebri. Il brand costituisce uno dei segni distintivi dell'azienda ed è rappresentato da un nome, un simbolo, un segno, qualcosa che paradossalmente è più tangibile della marca. [98] Ricopre un ruolo primario avendo una forte influenza sulle scelte dei consumatori, rammentando inoltre peculiarità di un determinato prodotto/servizio e garantendone la qualità dello stesso.

Quando parliamo di aziende del lusso ci riferiamo ad imprese che sacrificano i risultati di breve termine per concentrarsi su quelli più remoti.[99] Valutare un'azienda operante nel settore del lusso significa ricercare ed adottare criteri di misurazione che siano validi per investitori, azionisti e *managers*.

La misurazione delle *performance* di queste aziende deve partire dall'asset principale, il *brand*, le cui variazioni di valore ne determinano il potenziale.

---

[98] "Dare un valore alla marca è possibile? Un confronto sulle logiche e sui metodi di valutazione", in Economia e Management, n° 5, Settembre-Ottobre 2002, Roberto Mazzei, Dolly Predovic.

[99] "Il processo di valutazione degli *intangible* nel settore dei beni di lusso con un'applicazione al caso Bulgari", C. Della Bella.

La crescita dell'azienda si ha quando si riesce a fare aumentare di valore il patrimonio di marca seguendo dei validi programmi e strategie, remunerando gli azionisti stabili e gli investitori finanziari. Possiamo affermare che non esiste un modo migliore ed assoluto per la valutazione dei beni intangibili in quanto le basi contabili da cui sviluppare l'analisi non sono abbastanza solide per i beni di lusso: [100]

- manca l'evidenza patrimoniale degli investimenti realizzati che generalmente sono spesati nell'esercizio;
- manca un'evidenza reddituale della capacità di impresa di generare un extrareddito;
- manca una relazione tra volume di fatturato generato e capacità di differenziazione. [101]

Il valore di un'azienda operante nel settore del lusso coincide con il valore delle sue risorse intangibili, poiché quest'ultime influiscono notevolmente sul prezzo della stessa. Le società produttrici di beni di lusso si caratterizzano per il fatto che il patrimonio netto individua in media solo una piccola percentuale della capitalizzazione di borsa delle

[100] Per via della distorsione generata in conto economico dalle spese non contabilizzate.

[101] Ad esempio: brand Yves St. Laurent acquisita da Gucci del dicembre del 1999. Il management di Gucci, nel corso del 2000, ha disdetto 102 accordi di licenza.

imprese quotate. Diventa necessario quindi individuare un criterio adatto per la valutazione dei beni immateriali per annullare il *gap* esistente tra prezzi e valori oggettivamente quantificabili. I metodi utilizzabili possono essere ricondotti a tre classi: i criteri basati sul costo di riproduzione; i criteri reddituali analitici ottenuti dalla stima della capacità di contribuzione delle singole risorse; i criteri di mercato (basati sulle misure di *intangibles* medio rappresentativi del settore).

Ciascuno di questi tre metodi presenta delle debolezze. A riguardo dei criteri incentrati sul costo c'è da dire che, basandosi su quest'ultimo non tengono in considerazione la funzione del bene e non colgono quindi la dimensione del vantaggio competitivo realizzato dalla dotazione di beni immateriali. Sono tuttavia contraddistinti da oggettività e dalla possibilità di giungere, oltre che un valore di rimpiazzo, ad una misura del costo di mantenimento della dotazione di intangibili.

I criteri reddituali analitici hanno la tendenza a sovrastimare il valore della dotazione. Ad esempio[102] si può esaminare un'azienda di lusso caratterizzata da due differenti *drivers*: le competenze sul prodotto (relativo alla capacità di innovare il prodotto) e il valore del marchio

[102] "Il processo di valutazione degli *intangible* nel settore dei beni di lusso con un'applicazione al caso Bulgari", C. Della Bella.

(relativo alla capacità di presentare prodotti che soddisfino i clienti). Le problematiche emergono nell'individuare il valore di questi *drivers*. Essi si riscontrano in diverse variabili aziendali e dunque si rischia di raddoppiare il valore.[103]

Così facendo, il reddito corrente può rivelarsi gonfiato da un consumo della risorsa intangibile o pregiudicato dall'esigenza di investire tutto il potenziale implicito nella dotazione di *intangible* pregiudicando i risultati di breve. Il beneficio, contrariamente, sta nel fatto che esclusivamente il reddito è in grado di risaltare l'esistenza di un reale vantaggio competitivo[104],differentemente da altre grandezze, come ad esempio il fatturato, si limitano a dare rilievo ad un vantaggio comparativo, che non necessariamente realizza una creazione di reddito e di valore.

I criteri di mercato risentono del limite derivato dalla specificità dei beni immateriali. Risulta di difficile attuazione individuare una rappresentazione adatta in valori medi di settore. Il punto di debolezza maggiormente rilevante di questa metodologia deriva dal suo essa è

[103] Per separare gli intangibili in classi, si rischiano molti errori. Le imprese che hanno generato sistemi di misurazione della dotazione di beni immateriali per somma di singoli beni, sono giunte a stime di valori incompatibili con razionali valutativi.

[104] Cioè di una capacità di remunerazione del capitale superiore al costo.

basata su medie di multipli di imprese, e sebbene queste siano incluse nel medesimo settore, non vi è possibilità di paragone in quanto sono diversificate da specifici fattori distintivi. Chiave di volta è il fatto che si fondano su prezzi di mercato che includono una dimensione di valore degli intangibili già individuata dal mercato finanziario. Procedendo con il raggruppamento dei punti di forza dei criteri appena descritti, ne deriva una struttura del processo valutativo che permette di ridurre gli errori. L'iter da seguire inizia dall'applicazione dei metodi di mercato; questi consentono una prima approssimazione della valutazione dei beni immateriali, fornendo una stima dell'entità del valore da esaminare.

La partecipazione ad un settore prevede un livello di dotazione delle risorse intangibili normale e necessario per la sopravvivenza dell' impresa. [105] I risultati, quindi, ottenuti con questo metodo sono i parametri per stimare la presunta dotazione di risorse intangibili della società da sottoporre a valutazione qualora per essa venissero adottati i parametri medi di un'astratta impresa medio-rappresentativa del

[105] "Il processo di valutazione degl'intangibili nel settore dei beni di lusso con un'applicazione al caso Bulgari", C. Della Bella, pag. 42.

settore.[106]

I criteri di mercato permettono di ottenere un'iniziale approssimazione di valutazione. Si può distinguere, nell'ambito dell'impiego dei criteri di mercato, quelli utilizzabili per la valutazione di beni intangibili dotati di libera negoziabilità, per i quali si considerano i prezzi dei beni simili negoziati sul mercato e i criteri applicabili per le attività intangibili non negoziabili autonomamente. Il primo insieme include marchi, brevetti e copyright: ossia beni caratterizzati da tutela giuridica. La seconda tipologia di criteri è utilizzabile partendo da società quotate, dal momento che estrapolano informazioni utili dal mercato per generare un'iniziale approssimazione della stima della dotazione di intangibles di una società non quotata. Essi si fondano su una valutazione per stadi, esprimono l'attivo, a valori di mercato, come la somma di tre componenti di attività e li differenzia sulla base della sostituibilità e della specificità. Al primo strato vi sono le attività contraddistinte da una ridotta specificità e da un'alta sostituibilità, come le attività non strategiche, il capitale netto circolante e i *financial assets*. Al secondo strato si rivelano attività che si caratterizzano per una specificità e una sostituibilità medie,

[106] Non esiste un'azienda medio-rappresentativa del settore ma, costituisce un riferimento più affidabile dei soli dati contabili di fonte aziendale

come tutte le attività fisse (impianti, macchinari, partecipazioni, ecc.) e il vantaggio fiscale legato all'indebitamento. Il terzo strato presenta attività che mostrano una notevole specificità e una modesta sostituibilità, cioè tutte le risorse legate al *Knowledge capital*.

Nel settore del lusso, l'attenzione ricade sul *brand* esclusivo.[107]

Il metodo di mercato parte dall'estrazione dei valori di mercato delle imprese quotate appartenenti allo stesso settore o aventi medesime dimensioni dell'azienda da valutare di due elementi ritenuti fondamentali per la valutazione dei beni immateriali: il tasso di capitalizzazione, da utilizzare nella stima del valore degli intangibili, indicato con r, e dell'incidenza sul fatturato delle spese non capitalizzate che le aziende appartenenti al comparto devono affrontare per fare in modo che rimanga costante la dotazione di intangibili di cui necessitano. Per l'utilizzo del criterio sono indispensabili alcune ipotesi di partenza. Si ipotizza che il valore di mercato dell'attivo di un'impresa sia pari al valore di mercato del passivo, ciò implica che il rendimento medio ponderato dell'attivo sia pari a quello passivo. Il rendimento coincide con il costo medio ponderato del capitale r(WACC). Il valore di mercato di

[107] "Value companies nel settore del lusso", C. Della Bella, Egea.

un'azienda è pari al reddito operativo defiscalizzato e capitalizzato al costo medio ponderato del capitale. La seguente formula analitica permette di ricavare il costo medio ponderato:

V = Ebit x (1 - t) / r(WACC)

Da cui:

r(WACC) = Ebit x (1 - t) / V

Dove:

V = valore di mercato della società

Ebit x (1 - t) = reddito operativo defiscalizzato

Questa relazione ipotizza che l'impresa sia *steady state*, ossia priva di crescita. Calcolato il costo medio ponderato del capitale e esaminate le tre componenti dell'attivo, si può ottenere il tasso di capitalizzazione che il mercato applica alla quota di reddito attribuibile alla risorsa intangibile.

Ci si basa sull'equivalenza che calcola il costo medio ponderato del capitale di pari valore alla media ponderata dei rendimenti dei singoli strati di attività con il terzo incognito (risorse intangibili). Partendo da parametri arbitrarie, si collega al primo e al secondo strato un costo opportunità che equivale ad una ragionevole grandezza del costo che l'azienda avrebbe sopportato per approvvigionarsi di questa attività, per

il primo strato si prende in considerazione un tasso privo di rischio e per il secondo, un tasso espressivo del costo del debito. [108]

Si considerano i tassi reali al netto dell'imposta, i quali presentano le medesime peculiarità del costo medio ponderato. Stimati suddetti tassi, tenuto conto del peso dei vari strati all'interno delle attività aziendali e conosciuto il WACC, si ottiene r, una rappresentazione del tasso di rendimento degli intangibili.

I tassi r ottenuti su un campione di aziende attive nel settore del lusso in Europa[109] risultano molto alti, illustrando la presenza di un forte rischio di mercato senza una contropartita patrimoniale.

Gli assets proprio del terzo strato si distinguono in due componenti: il valore contabile netto delle dotazioni di intangibili e il valore attuale netto generato dagli intangibili (*goodwill*). Eppure, se il rendimento degli intangibili r e il costo medio ponderato del capitale r(WACC) sono noti, è possibile riflettere sulla seguente equivalenza:

Valore attività III strato = investimento in intangibili + investimento in intangibili x [r - r(WACC) / r].

---

[108] "Il processo di valutazione degli intangibili nel settore dei beni di lusso con un'applicazione al caso Bulgari", C. Della Bella.

[109] "Finanza e *value drivers* nel settore dei beni di lusso", CREA Furio Cicogna, Università Bocconi, Milano, 29 ottobre 2001.

Tenendo conto dell'ipotesi *steady state*, l'investimento per gli intangibili corrisponde al valore contabile netto degli intangibili ed il valore attuale netto dell'investimento corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua per via dell'ipotesi della costanza dell'investimento netto in intangibili. Conoscendo tutti i valori di tale formula tranne il valore dell'investimento degli intangibili, lo si determina mediante una formula inversa.

Suddetto valore equivale all'ipotetico valore netto contabile delle spese capitalizzate in intangibili. Attraverso questo metodo si possono descrivere gli investimenti che la contabilità non segnala come tali e li include fra i costi dell'esercizio. Osserviamo costi che il mercato finanziario implicitamente riconosce nella capitalizzazione corrente del titolo, presentandosi come un criterio di capitalizzazione economico e non contabile. Il vantaggio dell'utilizzo di questo metodo è quello di mettere in evidenza molti valori impliciti. Tuttavia presenta il limite per cui le stime si fondano su valori di mercato di imprese quotate del medesimo settore di appartenenza della società da analizzare, ipotizzando un'azienda medio rappresentativa di settore ma nell'ipotesi di valutazione della dotazione di intangibili di un'azienda avente un

numero maggiore di punto di forza di quest'ultima, la stima svolta con questo metodo consentirebbe di spiegare al massimo la metà del valore degli intangibili. E' sulla base di ciò necessario migliorare la stima inserendo ulteriori dati a questa iniziale approssimazione del criterio di mercato. [110] Il criterio del costo e del reddito si prendono in considerazione nell'ordine: il prima dà una stima delle spese necessarie ad assicurare il mantenimento nel tempo della dotazione di intangibili mentre il secondo fornisce una correzione in positivo o negativo del valore di iniziale approssimazione calcolato con il criterio di mercato. Questi criteri permettono di realizzare un *benckmarking* della società da osservare rispetto alla situazione media emblematica del settore. I parametri fondamentali da valutare relativi alla dotazione di intangibili dell'azienda sono:

- la **longevità** (vita economica calcolata rispetto a quella per la stima del livello normale di costi di manutenzione degli intangibili a livello di settore);
- la **robustezza** (capacità di godere di una maggiore o minore stabilità di risultati);

[110] "Il processo di valutazione degli intangibili nel settore dei beni di lusso con un'applicazione al caso Bulgari", C. Della Bella.

- il **potenziale** (l'esistenza di reali opportunità di crescita di lungo termine del reddito generato).

Tali parametri perfezionano la valutazione. Limite di questo strumento è l'ipotesi che l'impresa soggetta a valutazione segua la prospettiva normale media del settore. Ciò si verifica qualora vi sia dotazione di risorse tangibili in quanto vi possono essere aziende con la medesima dotazione di risorse tangibili ma non di intangibili. Successivamente alla verifica di coerenza tra l'azienda sottoposta ad analisi e quella media rappresentativa del settore, è possibile compiere l'esame delle caratteristiche proprie degli assets intangibles dell'azienda. [111]

A proposito del principio della longevità, è necessario tener conto della vita economica della dotazione di intangibili dell'azienda, inferiore o superiore del valore medio di settore. Nell'ipotesi di spese con capitalizzazione diverse dalla media di settore ma caratterizzata da CAGR[112] maggiore di quello medio, possiamo affermare che la vita degli intangibles è superiore alla media, e dunque confermare un più alto incremento a parità di investimenti.

[111] "Value-value companies nel settore del lusso", C. Della Bella, pag. 147.

[112] Il CAGR (*Compound Annual Growth Rate*), o tasso annuo di crescita composto, è un indice che rappresenta il tasso di crescita di un certo valore in un dato arco temporale.

Analizzando la robustezza, il tasso r include il rischio dell'azienda, una variazioni rispetto alla media del settore del grado di rischio condurrebbe a variazioni del tasso di capitalizzazione r. Nella circostanza di riduzione del rischio ne conseguirà una riduzione di r ed un suo incremento nel caso contrario. Osserviamo una correlazione tra in grado di rischio e il rapporto tra il valore di mercato degli intangibles e quello dell'impresa: al diminuire della leva operativa vi sarà un incremento della qualità del reddito da intangibili e a sua volta anche nel valore dei beni intangibili riconosciuto dal mercato.

In merito alla potenzialità, qualora la capacità di crescita dell'impresa sia maggiore rispetto alla media si potrà procedere ad un adeguamento del valore di iniziale di approssimazione degli intangibili, in linea con la specificità della crescita attesa e sulla base della formula della rendita perpetua.

In conclusione, il metodo di valutazione illustrato, basato sulla sequenza dei tre criteri più utilizzati nella prassi per la stima degli intangibili, è finalizzato a fornire un processo di valutazione maggiormente idoneo ad andare oltre i limiti di ogni criterio, perfezionando l'esito finale. L'iter di valutazione è stato articolato in due fasi: la prima ha permesso di osservare

che i valori contabili descrivono solamente una parte del valore di un'azienda. Si sostanzia il ruolo dei dati di mercato e del costo del capitale, il primo come fonte di misure economiche del livello di investimenti annui indispensabili a tenere stabile la dotazione di intangibles e il secondo invece assimilabile all'investimento immateriale. La seconda fase evidenzia il ruolo dei criteri di costo e reddito. La qualità della stima eseguita con queste metodologie dipenderà dalla qualità delle informazioni che l'analista potrà utilizzare.

Lo scopo ultimo è di andare oltre un processo valutativo fondato sull'utilizzo di un'unica formula. L'analista al fine di ottenere una valutazione più soddisfacente, deve ridurre la discrezionalità confrontando fra loro molteplici processi valutativi.

RIASSUNTO

Nell'ambito della valutazione di aziende è evidente come vengano sempre più spesso utilizzati alcuni procedimenti la cui applicazione presenta vari punti sensibili: in particolare gli analisti hanno realizzato quanto le loro metodologie finanziarie non riescano ad apprezzare pienamente il valore degli intangibles. Questo elaborato è quindi l'analisi della valutazione aziendale, svolta a partire dai cenni generali riguardanti la materia analizzata fino ad arrivare all'esame di un caso relativo al settore del lusso: l'azienda Moncler.

L'elaborato, dal titolo *La determinazione del valore delle aziende: dai metodi tradizionali all'analisi del caso Moncler*, è strutturato in 4 capitoli.

Il primo capitolo riporta un'analisi dei differenti approcci utilizzabili nella valutazione d'azienda e le ragioni alla base di questa attività. L'obiettivo di un processo di valutazione varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore aziendale ed è per questo che va individuato l'oggetto specifico della valutazione, che può essere un'azienda considerata nella sua interezza, oppure un ramo della stessa. Vengono affrontate le motivazioni alla base dell'analisi (tenendo conto di obiettivi prefissati, i vincoli d'indagine esistenti, le scelte metodologiche utilizzate nell'affrontare

il problema), l'influenza sulle metodologie utilizzate e i limiti che questa attività comunque porta con sé. Va considerata la difficoltà con cui questa attività vada portata avanti: ogni azienda è diversa, ha caratteristiche peculiari che non possono quindi adattarsi ad un unico modello valutativo prestabilito.

Questo richiede la ricerca delle informazioni adeguate che permettano studi orientati anche a differenti situazioni future caratterizzate da incertezza e quindi realizzabili o meno.

Il valore diviene frutto di un processo valutativo complesso che va al di là dell'applicazione di semplici formule. Si può dedurre quanto il paradigma valutativo tradizionale sia diventato ormai obsoleto. Per condurre una buona valutazione è necessario comprendere pienamente le strategie competitive aziendali, in termini di prodotto, prezzo, mercati di sbocco e clientela per la successiva elaborazione delle previsioni.

Alcune riflessioni, relative alle metodologie di valutazione aziendale maggiormente diffuse, sono presentate all'interno del secondo capitolo.

Occorre chiarire che non esiste un metodo di valutazione che sia sempre preferibile agli altri, gli stessi hanno al loro interno delle criticità importanti; la scelta di un metodo rispetto a un altro dipende dalle circostanze e dai dati disponibili. L'analisi prosegue con l'esame dei principali metodi utilizzati per l'effettuazione di una valutazione d'azienda.

L'approccio finanziario alla valutazione dell'impresa si basa prevalentemente sullo studio dei flussi di cassa.

I metodi finanziari possono essere suddivisi in tre principali famiglie: metodi finanziari analitici; metodi finanziari sintetici; metodi finanziari con *terminal value.*

I metodi reddituali determinano il valore odierno di un'azienda attualizzando i flussi economici, in altre parole i risultati reddituali futuri attesi, ottenuti contrapponendo costi e ricavi d'esercizio.

I metodi misti invece combinano la stima patrimoniale del capitale con quella reddituale cercando di integrare quelle falle che hanno origine nell'applicazione del metodo patrimoniale rispetto a quello reddituale il quale non considera però l'effettiva consistenza patrimoniale.

Il metodo dei multipli, nella determinazione del valore di una determinata azienda si fonda sul confronto con società o transazioni comparabili, ed è quindi basato su osservazioni dedotte dal mercato. Vengono perciò determinati dei coefficienti comparabili con i quali giungere al valore dell'azienda.

Le considerazioni svolte si focalizzano sulle difficoltà che tali metodi presentano in ambito applicativo.

Nucleo del terzo capitolo è invece il *Metodo del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV).* A partire dal tradizionale paradigma valutativo, vengono

osservate le sue debolezze; si giunge così al superamento di questo tipo di valutazione attraverso la considerazione dei tre pilastri del GIV. Questi vuoti nascono dalle incertezze e dalle difficoltà che caratterizzano l'ambiente, i mercati, le strategie e gli strumenti di gestione aziendale, oggi sempre più in rapida evoluzione.

Per affermare che le formule di valutazione andranno contestualizzate in un ampio quadro di informazioni e di conoscenze, in parte non quantitative e che si collegano e completano a vicenda, non si parla di valutazioni bensì di processo valutativo. Da qui nasce l'idea del "Giudizio Integrato di Valutazione" (GIV), una strada da seguire per ottenere risultati più affidabili, e comprovabili, rispetto ad una mera applicazione delle "formule".

Alla base del GIV vi sono tre "pilastri": le formule relative alle misure di valore tipiche ossia le misure di capitale economico (W), valore potenziale (W') e valore di acquisto (Wa); i prezzi probabili ovvero misure ricavate dall'applicazione dei moltiplicatori di mercato (P); un'estesa Base Informativa a contenuto sia quantitativo sia descrittivo/qualitativo.

Il capitolo esamina la Base Informativa (sia in generale che finalizzata alle acquisizioni) analizzandone contenuto e funzioni da essa svolte nel contesto del GIV. A causa della vastità e della molteplicità delle informazioni che racchiude, essa è di difficile definizione per i soggetti che si trovano a dover effettuare una valutazione.

Nonostante la sua complessità resta comunque un "pilastro" fondamentale del processo valutativo, capace di condizionare l'attendibilità e la dimostrabilità del giudizio valutativo finale. Così, per quanto essa sia complessa e richieda notevole dispendio di energie, apporta un miglioramento non indifferente al raggiungimento delle stime finali con più precisione e affidabilità. Nel giudizio complessivo di valore, l'insieme delle informazioni integrative, contenute nella Base Informativa, permette di sopperire alle carenze provocate dagli altri due "pilastri" (formule valutative e i moltiplicatori di mercato).

Tramite elementi sia quantitativi sia qualitativi è possibile integrare le tradizionali misure del valore (W, W' ,P) con importanti indicazioni, formulate attraverso l'approfondito studio dell'azienda in questione e del contesto in cui opera. L'analisi continua anche attraverso un esame dei mercati di appartenenza dell'impresa, la loro struttura concorrenziale, e il quadro macro-economico.

Tutto ciò avvalora la tesi secondo cui le altre soluzioni proposte come alternative al processo valutativo tradizionale e alle sue debolezze, risultino inefficienti.

Il capitolo conclusivo, infine, è dedicato ad un caso empirico: la valutazione relativa all'azienda Moncler.

Il mercato in cui opera Moncler è quello del lusso, i cui *Luxury goods* sono concepiti affinché possano attribuire uno status di prestigio ai soggetti che

riescono a goderne. L'azienda è caratterizzata da alta qualità, prezzo elevato dei prodotti, coinvolgimento che segue all'atto di acquisto e di possesso del bene.

La Moncler è un'azienda tessile qualificata in abbigliamento invernale, quotata nell'indice FTSE MIB della Borsa di Milano. È stata fondata nel 1952 da Renè Ramillon, artigiano di attrezzature da montagna francese, a Monestier de Clermont.

L'elemento fondamentale di ogni scelta strategica di Moncler è sempre stato il cliente, arrivando a rafforzarsi nel 2016 con l'avvio di un rilevante progetto di Retail Excellence. La Moncler adotta una politica di controllo diretto sulle regioni dove è presente: Europa, Asia Pacifico, Giappone, Americhe e Corea.

Individuando le aziende concorrenti si può delineare la loro analogia e omogeneità in termini di prodotti, mercati e processi produttivi. Attraverso questo sguardo sul mercato del lusso vengono applicati i metodi di valutazione (Valutazione relativa, Metodo *Dividend Discount Model* e Metodo FCF) senza tralasciare l'importanza degli *intangibles* nella determinazione del valore aziendale.

Il modello del DDM, basandosi unicamente sui dividendi, non costituisce un metodo valutativo pertinente al caso aziendale sottoposto ad analisi, poiché in seguito alle decisioni strategiche della azienda, emerge una condizione stringente rappresentata da quella di ritenzione di liquidità e poca distribuzione degli utili agli azionisti.

Il metodo dei FCFF tiene conto sia dei flussi di cassa pagati agli azionisti e sia di quelli corrisposti ai creditori. L'elemento chiave è rappresentato dal tasso di attualizzazione utilizzato, che è il costo medio ponderato del capitale: WACC (ipotizzata una politica di indebitamento costante nel periodo considerato). La deducibilità degli interessi non è inclusa nel calcolo dei flussi di cassa, bensì inserita successivamente nel WACC, scontandolo direttamente nella stima del costo del capitale di debito. Il beneficio di utilizzare l'approccio della valutazione del valore complessivo dell'impresa consta dei flussi di cassa relativi al debito che non devono essere considerati esplicitamente, nella misura in cui il FCFF è un flusso di cassa al lordo del debito, mentre questi devono essere tenuti in conto nella stima dei FCFE poiché è atteso un cambiamento significativo della leva nel tempo; ciò consiste in un risparmio notevole dal momento che l'esame di nuove emissioni e rimborsi di debito diventa piuttosto controverso procedendo nel futuro.

In seguito all'esame eseguito sul metodo di stima del valore rappresentato dal Giudizio Integrato di Valutazione, si procede con l'analisi dei punti critici inerenti alla valutazione degli intangibles.

Le società per intervenire sui mercati si avvalgono di beni di natura tangibile ed intangibile. I beni di natura tangibile rappresentano il patrimonio fisico, consentono sia l'espletamento dell'attività economica sia la costruzione e la acquisizione degli strumenti indispensabili allo svolgimento dell'attività

produttiva. Le risorse immateriali contrariamente soddisfano una differente categoria di esigenza aziendale. Queste consentono di assumere un vantaggio competitivo durevole e stabile sul mercato, essendo il loro approvvigionamento difficoltoso. Si caratterizzano per non avere una dimensione fisica strettamente avvertibile ma, forniscono ad ogni modo un contenuto patrimoniale.

L'aumento della centralità degli *intangibiles* è dovuta alle loro caratteristiche specifiche: il legame alla molteplicità d'uso, (esempio significativo è costituito dalla facoltà di utilizzare marchi aziendali in riferimento a nuovi prodotti così da attribuire loro le medesime qualità) e l'opportunità di estendere le tecnologie usufruite in più ambiti contemporaneamente. Ancora, i beni immateriali, rispetto ai tradizionali elementi del capitale investito, si autoriproducono nella gestione e acquistano ampia centralità nelle società leader di settore.

Quando parliamo di aziende del lusso ci riferiamo ad imprese che sacrificano i risultati di breve termine per concentrarsi su quelli più remoti. Valutare un'azienda operante nel settore del lusso significa ricercare ed adottare criteri di misurazione che siano validi per investitori, azionisti e manager.

La misurazione delle performance di queste aziende deve partire dall'asset principale, il brand, le cui variazioni di valore ne determinano il potenziale. La crescita dell'azienda si ha quando si riesce a fare aumentare di valore il

patrimonio di marca seguendo dei validi programmi e strategie, remunerando gli azionisti stabili e gli investitori finanziari.

Il valore di un'azienda operante nel settore del lusso coincide con il valore delle sue risorse intangibili, poiché quest'ultime influiscono notevolmente sul prezzo della stessa. Le società produttrici di beni di lusso si caratterizzano per il fatto che il patrimonio netto individua in media solo una piccola percentuale della capitalizzazione di borsa delle imprese quotate. Diventa necessario quindi individuare un criterio adatto per la valutazione dei beni immateriali per annullare il *gap* esistente tra prezzi e valori oggettivamente quantificabili. I metodi utilizzabili possono essere ricondotti a tre classi: i criteri basati sul costo di riproduzione; i criteri reddituali analitici ottenuti dalla stima della capacità di contribuzione delle singole risorse; i criteri di mercato (basati sulle misure di *intangibles* medio rappresentativi del settore).

In conclusione, il metodo di valutazione illustrato, basato sulla sequenza dei tre criteri più utilizzati nella prassi per la stima degli intangibili, è finalizzato a fornire un processo di valutazione maggiormente idoneo ad andare oltre i limiti di ogni criterio, perfezionando l'esito finale. L'iter di valutazione è articolato in due fasi: la prima ha permesso di osservare che i valori contabili descrivono solamente una parte del valore di un'azienda. Si sostanzia il ruolo dei dati di mercato e del costo del capitale, il primo come fonte di misure economiche del livello di investimenti annui indispensabili a tenere

stabile la dotazione di intangibles e il secondo invece assimilabile all'investimento immateriale. La seconda fase evidenzia il ruolo dei criteri di costo e reddito. La qualità della stima eseguita con queste metodologie dipenderà dalla qualità delle informazioni che l'analista potrà utilizzare.

Lo scopo ultimo è di andare oltre un processo valutativo fondato sull'utilizzo di un'unica formula. L'analista al fine di ottenere una valutazione più soddisfacente, deve ridurre la discrezionalità confrontando fra loro molteplici processi valutativi.

La metodologia di valutazione proposta ha come scopo quello di dare forma ad un processo di valutazione, capace di superare difetti e debolezze di ciascun criterio in precedenza considerato, correggendone il risultato che risulterà quindi più preciso ed attendibile.