

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra in Finanza Aziendale Avanzato

**"LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE NEL
SETTORE VITIVINICOLO.
DALLO STUDIO DEI METODI DI
VALUTAZIONE AL CASO MASI AGRICOLA
S.p.A."**

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Paolo Porchia

CORRELATORE

Martina Annunziata - Matr. 725411

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

*A zia Filomena,
ovunque tu sia.*

*E a Marco,
la prima cosa bella
che ho avuto dalla vita.*

INDICE

Introduzione	Pag. 8
---------------------------	--------

Capitolo 1: La valutazione Aziendale

1.1 Premessa generale.....	Pag. 11
1.2 Definizione.....	Pag. 12
1.3 Caratteristiche della valutazione d'azienda.....	Pag. 14
1.4 Differenza tra valore e prezzo.....	Pag. 16
1.5 Le fasi del processo valutativo.....	Pag. 17
1.6 Il legame tra il capitale ed il valore di un'azienda.....	Pag. 21

Capitolo 2: Le metodologie di valutazione aziendale

2.1 Introduzione alle metodologie di valutazione.....	Pag. 27
2.2 Il metodo del Discounted Cash Flow.....	Pag. 33
2.2.1 Il costo del capitale nella logica asset side: il WACC.....	Pag. 35
2.2.2 Il tasso di remunerazione del capitale di proprietà nella logica equity side: K_e	Pag. 38
2.2.3 Il tasso di valutazione attraverso la logica del CAPM.....	Pag. 41
2.2.4 La stima del Terminal Value.....	Pag. 44
2.3 Il metodo dei multipli di borsa.....	Pag. 46
2.3.1 I multipli di mercato nella logica asset side.....	Pag. 52
2.3.2 I multipli di mercato nella logica equity side.....	Pag. 54
2.4 Il Venture Capital Model.....	Pag. 55
2.5 Differenze di valutazione tra aziende quotate e non quotate.....	Pag. 58
2.6 I metodi di valutazione economica di un brand.....	Pag. 59
2.7 Metodi di stima del valore di un'azienda vitivinicola.....	Pag. 61

Capitolo 3: Il settore vinicolo: dalle basi ai principali modelli di business

3.1 Vino: definizione e posizione sul mercato.....	Pag. 66
3.2 Gli operatori del settore del vino.....	Pag. 70
3.3 Principi di vendita e di marketing del prodotto vinicolo.....	Pag. 73
3.4 Caratteristiche dei consumatori.....	Pag. 75
3.5 Il vino come creazione di valore.....	Pag. 77
3.6 Il settore vinicolo europeo.....	Pag. 78

3.7 Come la crisi pandemica ha colpito il settore vinicolo.....	Pag. 82
3.8 Il modello di business.....	Pag.87
Capitolo 4: Il caso Masi Agricola S.p.A.	
4.1 Informazioni generali sulla società.....	Pag. 93
4.2 Il gruppo Masi.....	Pag. 94
4.3 I risultati di bilancio.....	Pag. 98
4.3.1 L'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow.....	Pag. 100
Conclusioni.....	Pag. 105
Bibliografia.....	Pag. 108
Sitografia.....	Pag. 111
Indice delle figure.....	Pag. 113
Indice dei grafici.....	Pag. 115
Riassunto.....	Pag. 117

INTRODUZIONE

Il processo di stima del valore aziendale, nel corso degli anni, è diventato irrinunciabile per ottenere i migliori risultati a livello di performance presenti e future. Molteplici sono le ragioni che spingono l'azienda ad effettuare una valutazione del valore. La ragione principale per cui si avvia un processo di valutazione è definire il prezzo idoneo in caso di cessione o acquisizione dell'azienda: di fatto, le parti coinvolte in un atto di cessione e/o acquisizione decidono di affidarsi a degli esperti, i quali stimeranno il valore dell'azienda su cui poi si baserà la negoziazione. Per la stessa ragione, la stima del valore assume particolare rilevanza anche nel caso di fusione, di quotazione dell'azienda o nel caso di investimenti in capitale di aziende non quotate in borsa. Ulteriore ragione per effettuare una valutazione aziendale è collegata con le scelte gestionali e di massimizzazione del valore o per esaminare l'elaborato del manager. Il risultato della valutazione dipenderà non solo dal metodo utilizzato (metodi diversi comportano risultati diversi anche nel caso in cui vengono utilizzati gli stessi elementi; e ancora, gli stessi metodi portano a risultati diversi a seconda del settore del mercato a cui vengono applicati), ma anche dal fine ultimo dell'azienda.

In questo elaborato, nello specifico, verranno studiati i metodi di valutazione aziendale in relazione al settore vitivinicolo italiano ed europeo. Nello specifico, nel primo capitolo sarà studiata la valutazione in senso stretto: anzitutto, verranno esaminate le caratteristiche base della valutazione, ovvero verrà visto come una valutazione aziendale debba necessariamente essere stabile, dimostrabile, neutrale e razionale. Verrà, anche, fatta una differenza tra valore e prezzo: nonostante siano strettamente collegati tra di loro, il concetto di valore (quantitativo teorico espresso in denaro) si differenzia totalmente dal concetto di prezzo (valore puramente economico). Oltre che collegato con il prezzo, il concetto di valore è fortemente legato anche al concetto di capitale aziendale: a seconda delle diverse configurazioni di capitale, cambierà il risultato finale della valutazione. Infine, verranno elencate e spiegate le fasi di cui si compone un processo di stima del valore.

Il secondo capitolo, invece, si concentra principalmente nell'esaminare le tecniche di valutazione aziendale, partendo dalle metodologie tradizionali alle così dette metodologie innovative. Ricadono nell'insieme dei metodi tradizionali il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto ed il metodo finanziario. Nonostante tali metodologie sono state le più utilizzate per un lungo periodo di tempo, verrà fatta luce su come nella realtà non vengono utilizzate di frequente, essendo che non sempre sono le modalità più idonee ed in linea con gli obiettivi aziendali. Questa è la ragione per cui il secondo capitolo si concentrerà principalmente sullo studio e l'esame di tre metodi innovativi: il metodo del Discounted Cash Flow, il Venture Capital Model ed il metodo dei multipli di borsa. I primi due metodi possono essere applicati a qualsiasi tipo di azienda, mentre il metodo dei multipli è principalmente indicato per le aziende quotate. Essendo che tale elaborato concentra il suo interesse sul settore vitivinicolo, il secondo capitolo si concluderà con uno studio riguardo i metodi di valutazione specifici di tale mercato, ma non solo. Il risultato della stima di un'azienda vitivinicola è rigorosamente relazionato con il livello di riconoscibilità del brand.

Ragion per cui, si cercherà di far capire quanto il brand possa influire sul risultato finale della valutazione.

Con il terzo capitolo si entrerà nel core di questo elaborato. Verranno esaminate le caratteristiche principali del vino come prodotto e del settore vitivinicolo italiano ed europeo. Verranno elencate le varie classificazioni del vino e gli operatori delle aziende vinicole. Verrà visto, anche, come il processo di vendita e comunicazione del prodotto – vino dipende sia dal tipo di azienda vinicola sia dal tipo di consumatore finale con cui l'azienda entra in contatto. Nell'esaminare il settore vitivinicolo non si può prescindere dallo studiare il modello di business maggiormente adatto alle finalità di un'azienda operante in tale mercato. Infine, ma non per importanza, verrà fatta luce sulla situazione in cui operano i mercati al giorno d'oggi. Com'è ben noto, la crisi pandemica è ormai scoppiata da più di un anno e le conseguenze sui mercati sono state disastrose. Il settore vitivinicolo non è rimasto incolume dalla crisi, e verranno studiate le ripercussioni sul tale settore e quali sono state le manovre adottate per fronteggiare i disastri.

Infine, nell'ultimo e quarto capitolo verranno applicati gli studi fatti fino ad ora ad un caso concreto. È stata scelta l'azienda Masi Agricola S.p.A., azienda leader mondiale per la produzione di vini di alta qualità. Dopo aver fatto un quadro generale della realtà aziendale, grazie all'utilizzo di un foglio di calcolo, verrà applicata una delle metodologie di valutazione studiate nel secondo capitolo all'azienda in questione e verrà fatta una stima circa le future performance dell'azienda.

CAPITOLO 1: La valutazione aziendale

1.1 Premessa generale

L'attenzione sui processi di valutazione aziendale è molto discussa nella finanza aziendale e si è sviluppata negli anni '80 a seguito dell'insorgere dei processi d'internalizzazione, delle evoluzioni settoriali e finanziarie che hanno spinto verso l'alto la richiesta di valutare l'azienda da parte dei professionisti¹.

Ad oggi è sempre più enfatizzata l'idea che misurare il valore economico di un'azienda sia un punto cruciale non solo nella scelta di operazioni finanziarie, ma anche nella scelta di strategie di gestione. Il processo di valutazione è, dunque, diventato necessario in tutti quei casi in cui è richiesta la stima del capitale economico dell'azienda, che possono andare dalla cessione, fusione o scissione ad attività di analisi di performance aziendali. Si è, pertanto, sviluppata l'attenzione del mondo pubblico e professionale ai diversi approcci alla valutazione del valore economico.

È da precisare che la valutazione delle aziende non è mai un processo meccanico ed uniforme, ma è frutto di diversi strumenti concettuali e di informazioni utili per analizzare le strategie e le politiche aziendali. L'analisi risulta complicata a causa delle diverse posizioni assunte sul mercato e della complessità dell'impresa, la quale è costituita da svariati componenti, tra cui la reputazione, l'immagine, i dipendenti, ecc. La difficoltà deriva dal fatto che molti di questi elementi non sono economicamente valutabili e fanno sì che l'obiettivo della valutazione sia quello di utilizzare diverse metodologie, che vanno dalle più tradizionali alle più innovative, al fine di creare un valore oggettivamente monetario degli elementi in esame.

La ratio dietro l'attività di valutazione è, quindi, creare nuovo valore mediante la massimizzazione del capitale. La sola stima del valore del capitale, però, non basta. Tale risultato deve essere affiancato ai risultati di bilancio, in modo da poter designare l'andamento delle performance presenti e future della società. È opportuno sottolineare che il processo valutativo non deriva solo da tale analisi, ma anche dall'analisi del settore macroeconomico in cui opera l'impresa, dalla domanda offerta ed anche dalle strategie aziendali messe in atto.

Per le imprese quotate il processo valutativo diventa necessario anche al fine di espandere il nuovo valore prodotto alle posizioni assunte in borsa ed ecco perché le caratteristiche di informazione e trasparenza sono alla base della stabilità delle aziende quotate. Nello specifico, il processo d'informazione soddisfa i bisogni sia degli azionisti, il cui interesse è mantenere il controllo della società, i così detti azionisti di controllo, e sia degli azionisti che investono nel capitale d'impresa con scopi puramente finanziari, ovvero gli azionisti di minoranza.

Infine, risulta utile chiarire che la valutazione aziendale è un processo distinto dalla valutazione delle

¹ "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto" - Libera università degli studi sociali – Luigi Guatri – 20 maggio 1991

azioni, la quale viene effettuata per fini di negoziazione delle azioni e concerne il calcolo dei valori teorici delle società quotate e delle loro azioni. Questa distinzione riguarda anche il fine ultimo dei risultati: l'imprenditore si focalizza sulla visione d'impresa nella sua totalità, mentre gli investitori azionari generano profitto dal movimento oscillante dei prezzi.

1.2 Definizione

Una valutazione aziendale, nella sua concezione più generale, è un processo universale di determinazione del valore economico di un'intera azienda o unità aziendale attribuendo valore al suo capitale, utilizzando misure oggettive e valutando tutti gli aspetti dell'impresa. Valutare un'azienda equivale, quindi, a quantificare l'intero capitale economico di un'impresa o una quota dello stesso utilizzando il metodo valutativo più idoneo.

Dalla definizione di valutazione è facile comprendere come questa sia un'attività complessa in cui la quantificazione del valore è frutto della combinazione di metodi, esperienze e principi adottati dalla società.

Il valore aziendale viene stimato seguendo un complesso di specifiche regole che richiedono la conoscenza delle tecniche di valutazione adottabili, degli elementi che contribuiscono a determinare il valore nel settore, delle leggi in vigore e degli standard contabili da rispettare; è anche previsto che il valutatore sia dotato di esperienza professionale e buon senso².

Per comprendere al meglio il concetto di valore, ricordiamo che “l'azienda è il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio d'impresa³”. Tale definizione d'azienda è, però, riduttiva poiché considera la stessa come mero investimento economico, senza considerare che l'azienda può essere utilizzata come strumento per raggiungere obiettivi anche non economici⁴. Di conseguenza, è stata introdotta una formulazione della teoria del valore secondo cui il fine ultimo dell'impresa non è la creazione di reddito, ma la creazione di valore. Nello specifico, seguendo la logica di tale teoria, l'azienda genera valore solo nel caso in cui il risultato d'esercizio risulta positivo a seguito del processo di remunerazione delle fonti di finanziamento. In aggiunta, la teoria del valore pone in luce che l'obiettivo di creazione del valore è connesso con la sopravvivenza e la reputazione dell'azienda e, in quanto tale, è considerato come irrinunciabile.

Le tecniche di valutazione d'azienda sono svariate e ad esse sono riconducibili diversi risultati. In particolare, esistono diverse tipologie di valutazione, tra cui:

² “How to value a company” – Investopedia - <https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp>

³ Art. 2555, Codice civile

⁴ Valutazione d'azienda: logiche e principi – Centro Studi Finanza - <https://www.centrostudifinanza.it/valutazione-dazienda-logiche-e-principi/>

- Valutazioni indipendenti e di parte: le valutazioni indipendenti sono quelle il cui oggetto sono le condizioni in cui l'azienda si trova nel momento stesso in cui viene effettuata la valutazione. Le valutazioni di parte, invece, sono puramente soggettive ed effettuate per fini di convenienza economica;
- Valutazioni interne ed esterne: la differenza, in questo caso, riguarda chi si occupa della valutazione (un valutatore economico esterno, la cui conoscenza aziendale è puramente su base documentale, o un valutatore economico interno, il quale ha una conoscenza precisa sulle dinamiche dell'azienda);
- Valutazioni legali e volontarie: le valutazioni legali sono effettuate a prescindere dalle scelte soggettive della società e sono previste dalla legge. Le valutazioni volontarie, invece, sono svolte per inseguire interessi di strategia aziendale⁵.

Le motivazioni che spingono ad effettuare valutazione d'azienda sono svariate, tra cui la determinazione del valore di vendita, la determinazione della proprietà del partner, la tassazione. In particolare, la crescente necessità di effettuare un processo valutativo deriva da:

- L'importanza crescente dello sviluppo delle imprese per via esterna, che pone l'attenzione sul controllo dei rischi legati all'acquisizione o alla cessione di un'azienda⁶. Dalle operazioni esterne di incremento dei profitti deriva il bisogno di valutare e formulare l'offerta relativa all'eventuale prezzo di cessione o acquisizione;
- Il bisogno di divulgare il proprio valore.

È possibile riassumere l'ampio ventaglio di motivi che portano a valutare un'azienda o un patrimonio aziendale come segue:

- Vendita dell'attività o di una quota dell'attività;
- Fusione o acquisizione aziendale;
- Contenzioso;
- Fini fiscali;
- Insolvenza/fallimento;
- Rapporto finanziario;
- Scioglimento coniugale.

La motivazione alla base della valutazione determinerà lo standard di valore da utilizzare e, a sua volta, l'approccio e le ipotesi alla base del calcolo della valutazione. Ciascuno di questi fattori di

⁵ "La stima del capitale economico come base per il valore di singole quote del capitale sociale" – Antonio Ricciardi

⁶ Il rischio di acquisizione si riferisce al rischio di acquisire l'impresa ad un prezzo più elevato. Il rischio di cessione si riferisce al caso in cui la cessione dell'azienda avvenga a condizioni non idonee.

valutazione aziendale ha un impatto sulla valutazione finale. Identificare lo scopo della valutazione e selezionare lo standard di valore appropriato da utilizzare è fondamentale per ottenere un valore equo, ragionevole e difendibile.

La valutazione aziendale viene in genere condotta quando una società sta cercando di vendere tutte o parte delle sue operazioni o di fondersi o acquisire un'altra società.

Una valutazione aziendale può anche essere incentrata su un'analisi dei metodi di gestione della società, della configurazione capitale, delle aspettative di guadagno e di creazione di reddito. Le metodologie idonee alla valutazione possono essere notevolmente differenti a seconda del settore in cui opera l'azienda, dell'operatività dell'azienda stessa ma anche a seconda di chi si occupa della valutazione. Approcci comuni alla valutazione aziendale includono una revisione dei rendiconti finanziari, l'attualizzazione dei modelli di flusso di cassa e comparazioni aziendali simili.

1.3 Caratteristiche della valutazione d'azienda

Nel momento antecedente la stima del valore aziendale, è fondamentale specificare le ragioni ed il contesto che circondano la valutazione dell'azienda. Questi sono teoricamente conosciuti come standard del valore aziendale e premessa del valore. Il valore standard è il presupposto su cui si basa la valutazione dell'azienda (sono considerati standard di valore il valore di un investimento, ovvero il valore che la società attribuisce ad uno specifico investitore, ed il valore intrinseco); mentre la premessa di valore riguarda le assunzioni prese in considerazione (ad esempio, un'assunzione potrebbe essere quella di considerare fissa e stabile nel tempo la struttura di nascita dell'azienda).

Fatta tale premessa, è necessario ricordare quali sono le caratteristiche a cui un processo valutativo deve rispondere:

- **Stabilità:** ovvero cercare di limitare le oscillazioni di valore economico del capitale. Ciò equivale ad ottenere una stima della valutazione quanto più possibile solida a prescindere da cambiamenti di opinione o derivanti da eventi inaspettati;
- **Dimostrabilità:** ovvero attribuire ai fattori in gioco nelle varie metodologie d'approccio grandezze derivanti da dati contabili. In particolare, i dati utilizzati nel processo valutativo devono essere attendibili e valutabili in modo da poter garantire la replicabilità del processo stesso;
- **Neutralità:** essere il più equo ed oggettivo possibile. Essere neutrali significa non prendere in considerazione decisioni che potrebbero intaccare il risultato della valutazione o scelte arbitrarie ed infondate;
- **Razionalità:** la valutazione deve essere redatta in modo chiaro e convincente. Di fatto, una stima valutativa deve essere dotata di consistenza e validità concettuale.

Nella realtà, è incredibilmente difficile riuscire a far coesistere tutte le caratteristiche contemporaneamente ed ecco spiegato perché sovente si utilizzano diversi criteri e si confrontano i risultati ottenuti⁷.

Altri elementi su cui riflettere durante il processo valutativo sono anche l'età dell'impresa (in quanto la possibilità di insolvenza dipende anche dall'anzianità, soprattutto nel caso di imprese di piccole dimensioni), l'insieme di clienti e fornitori con cui l'impresa si trova ad operare, il settore d'interesse e le sue caratteristiche (in particolare, siamo interessati al tasso di crescita della produzione, al numero di nascita di nuove imprese ma anche al tasso di mortalità delle imprese già esistenti nel settore), ed infine anche il numero di dipendenti.

In ogni caso, per riuscire a definire una stima quanto più possibile obiettiva è necessario tenere conto di alcuni fattori. Innanzitutto, bisogna considerare il ciclo di vita dell'azienda poiché il valore della stessa è legato alla sua capacità di generare flussi di cassa. La capacità di creare reddito ed il relativo metodo valutativo dipende dal punto del ciclo vitale in cui si trova l'azienda. Risulta comprensibile che valutare un'azienda tenendo conto del ciclo di vita risulta più semplice nel caso di aziende già avviate, piuttosto che di aziende di nuova creazione, data la più ampia disponibilità di dati riguardanti le performance storiche.

Altro elemento di cui tenere conto è la situazione economica in cui si trova l'azienda al momento della valutazione. L'obiettivo dell'analisi economica è quello di rilevare quali sono le metodologie messe in atto dall'azienda al fine di generare reddito e, in base a tali metodologie, verrà adottata la tecnica valutativa più idonea.

Non di minore importanza sono le singole aree d'affari. Più esattamente, bisogna analizzare le peculiarità del mercato in cui si opera; inoltre, a prescindere dalla tipologia di mercato, è necessario studiare la dimensione della domanda e dell'offerta, le caratteristiche dei consumatori e degli intermediari. Tuttavia, bisogna tenere conto che non è possibile studiare il settore d'appartenenza in maniera efficiente, a causa della scarsità di informazioni, degli elevati costi, della mancanza di esperienza del valutatore. Ciononostante, l'obiettivo finale rimane quello di comprendere l'andamento del mercato e la posizione che l'azienda assume in esso.

Infine, un responso sulla valutazione aziendale non può non tenere conto della natura e dello scopo dell'attività d'azienda, nonché delle politiche e delle strategie aziendali.

È, quindi, intuibile che la stima del valore aziendale non deriva dall'utilizzo di medesime metodologie e formule valutative, ma dipende da determinati fattori, oltre che dai principi ed i motivi che spingono il valutatore ad avviare il processo valutativo. Per ottenere una valutazione oggettiva ed ammissibile, è necessario conoscere l'azienda nella sua totalità, essere a conoscenza delle performance

⁷ "La valutazione delle aziende in fase di quotazione" – Mirco Leonelli – aprile 2006

passate ma anche degli obiettivi futuri⁸.

La stima della valutazione è sì basata sui dati disponibili e sull'informazione, ma questo non basta. È fondamentale che il valutatore sappia come rendere utili tali informazioni, tenendo conto solo di quelle effettivamente idonee⁹. La relazione finale di stima è, dunque, frutto di una pluralità di fattori che danno peso anche all'elemento soggettivo: in tal modo è possibile redigere una stima non esclusivamente tecnica, ma che sia una manifestazione dell'intenzione di effettuare la valutazione, delle informazioni fondamentali su cui questa è basata e dei motivi che la sostengono.

1.4 Differenza tra valore e prezzo

La stima del valore aziendale viene spesso messa a confronto il valore negoziale¹⁰, ipotizzando che lo stesso sarebbe equivalente al prezzo a cui l'azienda o un'unità di essa viene trasferita. Tale ipotesi, tuttavia, è errata in quanto le trattative si evolvono grazie all'incontro di queste due tipologie di valori che differiscono tra loro a causa di diversi elementi, tra cui le preferenze individuali dei contraenti, la perspicacia commerciale delle parti coinvolte nella negoziazione, gli interessi economici in gioco, ma anche le singole posizioni assunte sul mercato.

Il prezzo è puramente il valore economico di un bene e/o servizio, risultante dall'incontro della domanda e dell'offerta, e deve tenere in considerazione gli obiettivi e la capacità competitiva dell'impresa. Il prezzo rappresenta, quindi, un surrogato economico di quanto si è generato con le politiche aziendali di distribuzione e di servizio.

Il valore, invece, altro non è che il quantitativo teorico espresso in denaro relativo al bene o al servizio offerto, stimato mediante il processo di valutazione. Non è corretto considerare prezzo e valore come due elementi distinti ed indipendenti. Per converso, il valore teorico è il punto di partenza nella determinazione del prezzo.

Tuttavia, il valore teorico potrebbe mutare in virtuale¹¹ nel momento in cui il prezzo effettivo derivante dalle transazioni potrebbe risultare diverso dal valore stimato con l'applicazione di svariate tecniche valutative.

Il conflitto tra prezzo e valore non dovrebbe esistere in un mercato in cui è possibile distinguere e confrontare i diversi prezzi nonché le diverse metodologie messe in atto per generare valore. In un mercato così definito *moderno* è stimabile un prezzo d'azienda, derivante dai processi valutativi,

⁸ "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto" – Luigi Guatri – 20 maggio 1991 – Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè editori spa

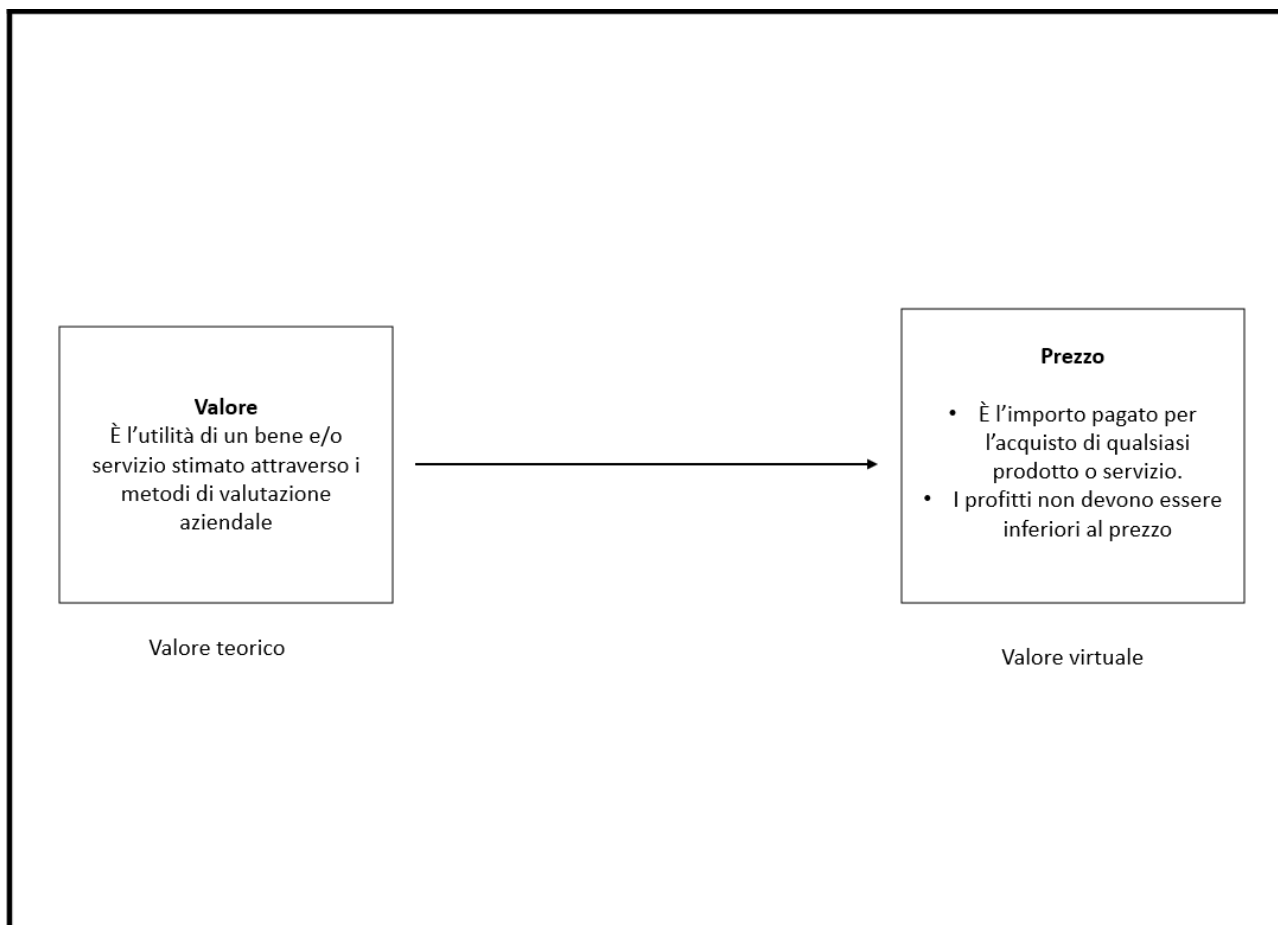
⁹ A tale scopo, è opportuno che il valutatore abbia un bagaglio di esperienza e di know how adeguato. Di fatto, la valutazione diventa credibile ed accettabile anche in base a chi la effettua.

¹⁰ "La valutazione dell'azienda" – Daniele Balducci – 21 dicembre 2010 – libera università degli studi sociali

¹¹ Per valore virtuale si intende il prezzo economico del bene e/o servizio.

nonostante alla base della stima vi sia un valore teorico.

Figura n.1: Immagine comparativa tra valore e prezzo¹²



1.5 Le fasi del processo valutativo

Un aspetto di particolare importanza, di cui il valutatore deve assolutamente tenere conto, concerne l'individuazione ed il rispetto delle fasi che compongono ogni tecnica di stima del valore. Qualsiasi processo valutativo è composto da quattro fasi fondamentali:

1. Identificare l'oggetto della valutazione¹³;
2. Raccogliere e analizzare le informazioni;
3. Scegliere il metodo applicativo più idoneo rispetto all'ambito e all'oggetto della valutazione;
4. Stimare il valore dell'azienda e redigere una relazione di stima.

¹² Fonte: elaborazione propria

¹³ Fase di cruciale importanza, poiché oggetto della valutazione può essere sia l'azienda nel suo complesso o un'unità della stessa. A seconda dell'oggetto di valutazione cambia il valore che essa può assumere.

Andiamo ad analizzare nello specifico ogni fase del processo.

- I. Nella prima fase viene definito l'obiettivo della valutazione, definendo anche l'utilizzo che ne verrà fatto. L'obiettivo della valutazione altro non è che la specificazione di un valore che esprima in denaro l'attività aziendale; è la definizione dell'utilizzo della valutazione una volta determinata. È opportuno sottolineare che tale obiettivo non viene influenzato dagli scopi individuali di chi effettua la valutazione o di chi gestisce l'azienda.

L'obiettivo cambia in relazione alle circostanze che hanno espresso il bisogno della stima stessa. Ad esempio, nel caso di scambi di quote o di titoli aziendali la valutazione viene effettuata per dare la giusta importanza a ciò che viene scambiato. Nel caso, invece, di cessione di impresa e simultanea acquisizione, la transazione ed il relativo costo si basano sul valore di ciò che viene ceduto ed acquisito. L'obiettivo della valutazione non può, pertanto, prescindere dalla motivazione per cui la stessa viene effettuata.

I motivi che spingono verso la valutazione dell'attività di impresa possono essere di carattere interno o esterno. Nello specifico, il processo valutativo potrebbe essere avviato in fase di determinazione delle strategie aziendali al fine di stabilire se l'acquisizione di un'azienda, di un ramo aziendale o di una partecipazione risulta conveniente¹⁴. Altro motivo che potrebbe essere alla base del processo valutativo è la redazione annuale del bilancio: di fatto, la valutazione d'azienda, a seguito dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS, interviene e diventa essenziale per la redazione del bilancio. Infine, altra situazione che rende necessaria la valutazione aziendale sono sicuramente le operazioni sul capitale, intese come operazioni di fusione o scissione dell'azienda.

L'obiettivo principale della valutazione è l'obiettivo economico, inteso come massimizzazione della creazione di valore. L'obiettivo economico è sicuramente predominante, ma va inteso in una visione globale dell'azienda e delle sue strategie ed è finalizzato ad assicurarne la continuità nel tempo.

Altri obiettivi della valutazione possono essere: la definizione del valore di mercato in caso di cessione, acquisizione o vendita dell'azienda o di un ramo aziendale, la determinazione del prezzo del trasferimento, la determinazione di un valore assicurativo nel caso di danni subiti, la determinazione di un valore di mercato riguardante azioni legali.

- II. Nella seconda fase vengono raccolte le informazioni rilevanti dalla cui qualità e veridicità dipenderà la diligenza e l'idoneità della stima. Per meglio garantire l'efficienza della valutazione, le informazioni vengono distinte in interne ed esterne. Le informazioni interne derivano principalmente dai documenti contabili: si fa riferimento a tutti i dati che è possibile

¹⁴ La valutazione motivata da scelte strategiche viene effettuata non solo nel caso di nuovo investimento, ma anche nel caso di disinvestimento (ad esempio la cessione di un'unità aziendale o di una partecipazione).

ricavare dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa. Le informazioni interne sono rintracciate anche dalla storia aziendale, oltre che dai dati contabili: essere a conoscenza delle performance storiche, dei valori su cui si fonda l'azienda, dei comportamenti su cui si fonda la stessa sarà di particolare aiuto al valutatore nel determinare le prospettive future.

Per quanto riguarda le informazioni esterne, queste riguardano principalmente il settore ed il mercato in cui opera l'azienda, che può essere nazionale o internazionale. L'analisi del settore in cui opera l'azienda rappresenta un momento essenziale da cui dipenderà l'affidabilità e la credibilità delle informazioni.

È importante, a fini valutativi, essere a conoscenza della situazione del mercato in cui si opera e dell'andamento delle imprese concorrenti, nonché dell'aspettativa sulla crescita futura del settore e sulla possibilità di poter introdurre nuove tecnologie che permetteranno l'espansione del settore e quindi l'apertura a nuove imprese.

Una volta raccolte le informazioni, queste verranno valutate, analizzate ed interpretate dal valutatore, la cui esperienza e competenza sarà cruciale per l'attendibilità della stima.

III. La terza fase è una delle più delicate poiché vengono scelti e perfezionati i metodi di valutazione ritenuti più idonei. A seconda del tipo di azienda, dell'obiettivo della valutazione e della qualità delle informazioni raccolte dipende il risultato globale del metodo valutativo. Rimandando la specificazione delle varie metodologie in un secondo momento, riportiamo di seguito una breve sintesi dei metodi tradizionali più utilizzati:

- Metodo reddituale: deriva dalla capitalizzazione del reddito. La base di tale metodologia sono, quindi, i flussi di reddito attesi, i quali risultano influenzati da una serie di elementi di cui che il valutatore deve tenere in considerazione (la gestione del bilancio, le politiche finanziarie, le strategie di investimento, ecc.);
- Metodo finanziario: pone l'attenzione sull'andamento futuro dei flussi di cassa. In particolare, tali flussi rappresentano la diminuzione oppure l'incremento degli elementi alla base della valutazione. Tale metodo risulta essere logicamente più corretto a rappresentare l'andamento futuro dell'azienda in un'ipotesi di continuità;
- Metodi patrimoniali: specifici per aziende con un alto grado di patrimonializzazione. Tramite tale metodo si stimano tutti i beni di cui sono composti l'attivo ed il passivo di una società. Anche se è il metodo più oggettivo, risulta essere penalizzato dalla perdita della continuità di funzionamento dell'azienda;
- Metodi misti: la cui analisi si basa contemporaneamente sia sull'aspetto patrimoniale che sull'aspetto reddituale. Questi metodi correggono redditualmente i risultati ottenuti con il metodo patrimoniale, permettendo di considerare la capacità futura di generare profitti;

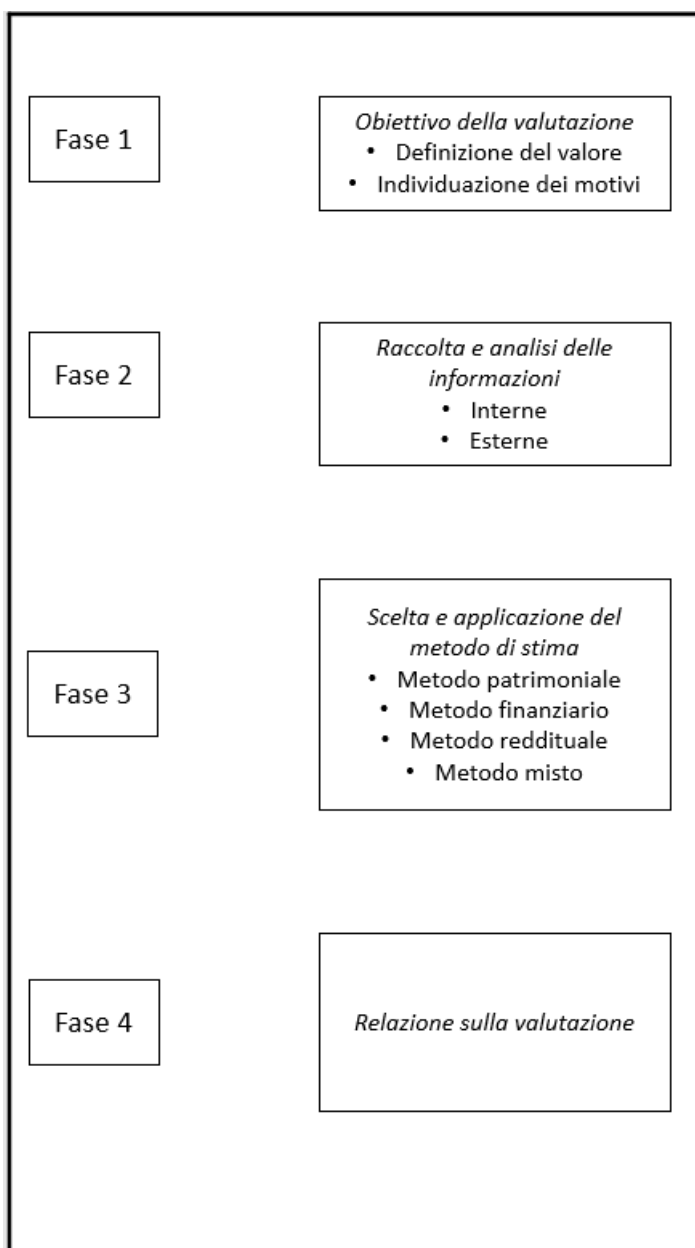
- Metodi basati sui multipli: si basano sull'ipotesi che per ottenere la migliore rappresentazione del valore aziendale bisogna incentrare l'analisi sui prezzi di mercato. Tali metodi sono utilizzati principalmente per valutare società quotate.

Nella maggior parte dei casi, è possibile utilizzare uno dei metodi sopra citati per l'intera azienda; in casi particolari, sarà opportuno procedere separatamente alla valutazione delle singole unità operative.

- IV. Nella quarta fase si procede con la stesura della relazione di valutazione¹⁵. La fase finale del processo valutativo altro non è che una sintesi delle fasi precedenti. In effetti, la relazione deve contenere ragguagli riguardanti l'incarico concesso al valutatore, l'oggetto della valutazione, le informazioni raccolte e l'attendibilità delle stesse, il settore ed il mercato di riferimento, le metodologie scelte e, ultimo ma non per importanza, il livello di soggettività accollato dal valutatore.

¹⁵ Normalmente viene redatta per iscritto, ma potrebbe essere anche presentata oralmente.

Figura n.2: Rappresentazione sintetica delle fasi del processo valutativo¹⁶



1.6 Il legame tra il capitale ed il valore di un'azienda

Valutazione d'azienda e capitale economico sono due concetti strettamente legati tra di loro. Di fatto, uno degli obiettivi primari dell'impresa è la massimizzazione del valore del capitale economico. Per capitale economico si intende *"quella particolare configurazione del capitale di impresa, che si intende determinare quando si valuti il sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento e nell'ottica del perito indipendente"*¹⁷ e *"non è fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma un valore unico"*¹⁸.

¹⁶ Fonte: elaborazione propria

¹⁷ "La valutazione delle aziende" – Zanda Gianfranco, Lacchini Marco, Onesti Tiziano – Giappichelli – 2005

La definizione di capitale economico è opposta alla definizione di valore di mercato del capitale. In effetti, il capitale economico non coincide in ogni istante con il valore ad esso assegnato, ma è frutto dell'attualizzazione delle variabili finanziarie d'impresa (flussi di cassa, dividendi, redditi, ecc.). Il valore, invece, viene influenzato da fenomeni esterni all'azienda non controllabili e che possono essere gestiti solo grazie all'esperienza e all'abilità dell'imprenditore (quali la connessione tra domanda e offerta, l'efficienza e la competitività dei mercati, ecc.).

Nello specifico, il capitale economico è definito sulla base di quattro caratteristiche:

1. Stabilità: la stima del capitale economico non deve risentire dei cambiamenti momentanei ed occasionali delle variabili di mercato. Essa non deve essere influenzata da situazioni incontrollabili che possono provvisoriamente espandere o deprimere il valore dell'azienda;
2. Razionalità: essendo che il capitale economico viene stimato sulle aspettative dei flussi di cassa e dei flussi di reddito, deve essere definito seguendo una metodologia chiara, logica, comprensibile e condivisibile;
3. Generalità: la valutazione del capitale non deve dipendere da fenomeni riguardanti la domanda e l'offerta e, in caso di fenomeni di acquisizione, cessione o fusione, deve essere immune dalle caratteristiche tipiche delle parti coinvolte;
4. Dimostrabilità: la misura delle variabili utilizzate nelle formule per il calcolo del capitale devono essere obiettive e credibili.

In aggiunta, i fenomeni esterni che hanno un impatto sul capitale economico sono divisi in due categorie:

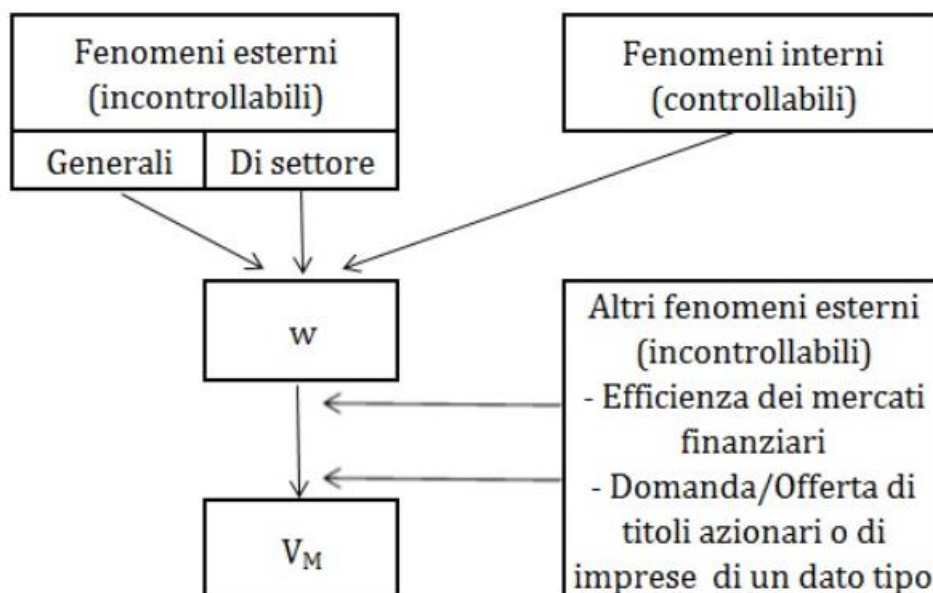
- Fenomeni economici di settore: condizionano il capitale economico tramite la grandezza del reddito conseguito e l'aspettativa sul reddito futuro;
- Fenomeni di tipo finanziario: influenzano il capitale economico tramite il valore del tasso di attualizzazione e del tasso di capitalizzazione del reddito futuro.

Per converso, il valore di mercato del capitale è il valore attribuito all'azienda mediante l'incontro tra la domanda e l'offerta al momento della valutazione. Nella realtà, al capitale aziendale può o non può essere attribuito un valore di mercato. In particolare, nel caso di aziende quotate in borsa, il valore di mercato viene stimato in maniera diretta tramite il complesso di titoli negoziati, il cui prezzo viene enunciato ogni giorno. Nel caso di aziende non quotate o di piccole dimensioni, ad esempio le aziende familiari, il processo di stima del valore di mercato risulta laborioso e, poiché è possibile che i prezzi non vengano enunciati per un periodo lungo, si basa sull'osservazione di prezzi simili a quelli target.

In definitiva, il valore di mercato risulta totalmente diverso dal valore economico, ma è altrettanto essenziale nella stima del valore del capitale.

¹⁸ "La valutazione economica del capitale d'impresa" – Ferrero Giovanni – Giuffrè – 1996

Figura 3: Fenomeni esterni ed interni che influenzano il capitale economico¹⁹



Il capitale economico può assumere diverse configurazioni, che mutano a seconda se l'impresa è di nuova istituzione o se la stessa viene ceduta o cessa di esistere. Ogni configurazione si riferisce ad una diversa finalità e, per conto, ad un diverso metodo di approccio alla stima del valore del capitale. Di conseguenza, il concetto di valore può assumere diverse forme ed è bene specificare la tipologia di capitale di appartenenza nel momento in cui viene avviato il processo di valutazione.

Esaminiamo in seguito le tipiche configurazioni di capitale:

- **Capitale economico:** il capitale economico è una configurazione del tutto differente rispetto le altre poiché ci si riferisce ad essa nel momento in cui l'azienda viene valutata per fini di trasferimento o nell'ottica di capitale di rischio dietro richiesta di un perito o un imprenditore. A tal fine, il capitale economico diviene il valore attribuito all'azienda nella sua generalità e, pertanto, questa viene osservata come un unico sistema produttivo di risultati futuri. Ragion per cui il valore economico del capitale non deriva da una formula matematica, ma viene espresso come unico valore calcolato tramite le aspettative reddituali future, la misura degli utili attesi ed il rischio ad essi connesso.

In effetti, esaminare il valore del capitale economico equivale a stimare il valore che l'azienda ha nell'ottica dei detentori del capitale di rischio, a prescindere da situazioni di

¹⁹ "La valutazione delle aziende. Teoria e pratica al confronto" – Luigi Guatri – Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè editori spa – 20 maggio 1991

trasferimento, acquisizione o cessione dell'attività²⁰.

Per giunta, il capitale economico è una misura astratta, siccome tiene conto solo della posizione dell'azienda al momento della valutazione e non di eventuali finalità proprie del valutatore. È, quindi, una misura oggettiva poiché è estraniata da bisogni e obiettivi delle parti coinvolte nel trasferimento o acquisizione o cessione dell'attività.

Di conseguenza, per ottenere una configurazione del capitale chiara e lecita bisogna rispettare due caratteristiche:

- *Oggettività*: la valutazione deve essere funzionale all'attività di trasferimento d'impresa;
- *Soggettività*: il valutatore deve essere indipendente ed estraneo alle finalità dei soggetti contraenti.

Il rispetto di queste caratteristiche porta ad una configurazione del capitale economico in senso stretto, senza tenere conto di eventuali aspettative su sinergie operative e strategiche, portando ad una valutazione economica che è la rappresentazione dell'azienda nell'esatto momento in cui la stessa viene effettuata.

Secondo tale prospettiva, il valore economico del capitale dovrebbe coincidere con il valore di trasferimento dell'azienda nel caso in cui venga ceduta, valore che può assumere diversa configurazione a seconda del tipo di valutatore²¹. Invero, i due valori non sono equivalenti poiché il valore economico del capitale è un valore unico, mentre il valore di trasferimento assume diversi valori a seconda della forma in cui può avvenire (acquisizione, scissione, fusione).

- **Capitale di funzionamento**: il capitale di funzionamento è anche chiamato capitale di bilancio e rappresenta i flussi necessari all'azienda per nutrire la propria attività, ovvero le fonti di finanziamento. Altro non è il valore patrimoniale dell'azienda espresso da variabili positive e negative, finalizzato a definire l'ammontare di ricchezza distrutta o creata in un determinato periodo. Di conseguenza, il capitale di funzionamento va interpretato nell'ottica delle attività e passività marcate nello stato patrimoniale dell'azienda e risponde al mero obiettivo conoscitivo della condizione patrimoniale.

La stima del capitale di funzionamento si basa sulla posizione assunta dall'azienda nel corso della sua attività; pertanto, la valutazione ha come fondamento la continuità del ciclo di vita aziendale.

²⁰ "Il capitale d'impresa. Configurazioni e valutazione" – Alessandro Musaio – 2009

²¹ La valutazione del capitale di trasferimento può essere effettuata dal venditore, dal compratore o da un perito indipendente. Il venditore terrà conto, nella valutazione, dei rapporti tra l'azienda da valutare e l'azienda a cui viene ceduta. Il compratore tiene conto dei benefici derivanti dall'acquisizione della nuova azienda. Il perito indipendente valuta il capitale in maniera oggettiva, senza tenere conto di eventuali rapporti e/o benefici.

- Capitale di costituzione: il capitale di costituzione è il sistema di beni materiali ed immateriali di cui l'azienda è composta nel momento in cui viene costituita. Quando il sistema è composto principalmente da beni materiali, quali ad esempio il denaro, la valutazione del capitale di costituzione risulta facilitata, poiché assume un carattere puramente monetario. Nel caso in cui i beni a disposizione siano del tutto materiali bisogna avviare un processo di valutazione che sia in grado di evitare una sovrastima del capitale e che possa remunerare adeguatamente i soci per il loro apporto iniziale.
- Capitale di liquidazione: il capitale di liquidazione rappresenta il valore del capitale d'azienda quando questa si trova nella fase conclusiva del ciclo di vita. Si fa riferimento al caso in cui l'azienda si trova, per l'appunto, in una situazione di liquidazione. Il valore di liquidazione è banalmente pari alla differenza tra l'attivo ed il passivo, tenendo a mente che i beni non vengono più considerati in base al loro contributo alla continuità aziendale, ma sulla base del possibile ricavo monetario derivante dalla loro vendita sul mercato. In particolare, le attività devono essere valutate tenendo conto del presunto valore di realizzo; mentre le passività devono essere valutate nella prospettiva del presunto valore di estinzione.

Vi sono alcune differenze tra il capitale di liquidazione ed il capitale di funzionamento. Dal punto di vista qualitativo, non tutti gli elementi che compongono il capitale di funzionamento compaiono nella stima del capitale di liquidazione, poiché, come è stato precisato prima, vengono incluse solo le attività e passività che possono essere convertite in denaro. Dal punto di vista quantitativo, la valutazione del capitale di funzionamento avviene tramite l'utilizzo del costo storico, mentre quella del capitale di liquidazione avviene tenendo conto del prezzo di realizzo degli elementi che lo compongono.

Un'ultima configurazione del capitale riguarda il valore potenziale, calcolato tenendo conto delle possibili strategie attuabili nel futuro. Ogni scelta strategica designerà un diverso valore di reddito a cui verrà assegnato un diverso valore potenziale. Si fa riferimento al valore che verrebbe assegnato all'azienda se venisse modificata la forma imprenditoriale a seguito di un cambiamento delle strategie.

Capitolo 2: Le metodologie di valutazione aziendale

2.1 Introduzione alle metodologie di valutazione

Una volta definiti l'oggetto e la finalità della valutazione, il valutatore dovrà decidere la metodologia che meglio si allinea con il concetto di valore adottato. Sul valutatore grava l'obbligo di passare al setaccio i vari metodi e di motivare le sue scelte. Scegliere il metodo di valutazione appropriato è un momento cruciale poiché da esso dipende il risultato del valore aziendale.

Risulta opportuno specificare che ogni valutazione è relativa all'operazione aziendale a cui fa riferimento e, di conseguenza, non è mai possibile ottenere lo stesso risultato valutativo anche nel caso di aziende operanti nello stesso settore²².

Non esiste una metodologia fissa a cui adeguarsi per avviare un processo di valutazione aziendale. Tuttavia, per le aziende dove il capitale umano assume una posizione autorevole rispetto al capitale di beni e servizi (imprese commerciali o industriali, non operanti nel settore di erogazione di servizi) è possibile applicare tecniche e criteri comuni. La dottrina ha sviluppato una diversità di metodologie e criteri che si focalizzano su aspetti diversi dell'azienda o del ramo aziendale da valutare e, conseguentemente, prendono in considerazione solo alcuni fattori che concorrono a formare il valore aziendale. I metodi ed i criteri di valutazione sono diversi in base alla qualità ed alla quantità delle informazioni a disposizione, alla natura e alle caratteristiche dell'azienda e, ovviamente, allo scopo ultimo della valutazione.

La pluralità delle possibili metodologie di valutazione rende necessaria una breve sintesi sui metodi tradizionali, i quali si distinguono in quattro categorie.

- Approccio patrimoniale: valuta in modo analitico gli elementi che compongono l'attivo ed il passivo, rettificati utilizzando principalmente il criterio del costo storico. Pertanto, il valore dell'azienda viene espresso tramite il suo patrimonio netto rettificato, tenendo in considerazione anche beni materiali e di eventuali minusvalenze e plusvalenze. Il saldo tra l'attivo ed il passivo rettificato rappresenta il capitale aziendale²³. A tal proposito, a seconda della tecnica adottata per stimare gli elementi intangibili, è possibile distinguere tra:

- *Metodo patrimoniale semplice*, in cui vengono esclusi gli asset immateriali

$$V = K$$

dove V = valore dell'azienda

K = valore del patrimonio rettificato;

- *Metodo patrimoniale complesso*, in cui viene specificata la stima dei beni intangibili

$$V = K + I$$

dove V = valore dell'azienda

K = valore del patrimonio rettificato

²² "La valutazione dell'azienda" – Daniele Balducci – 21 dicembre 2010

²³ Alla base dell'approccio patrimoniale si presuppone che il valutatore abbia accesso ai dati e ai documenti contabili dell'azienda.

I = asset intangibili.

Tale metodologia si adatta facilmente ad aziende a cui viene dato un peso significativo agli asset rappresentati dallo stato patrimoniale. Le valutazioni originate dall'approccio patrimoniale hanno il vantaggio di essere, almeno in linea teorica, le più chiare ed affidabili poiché prescindono da previsioni soggettive.

Nonostante questo approccio sia affidabile dal punto di vista dell'oggettività e della credibilità, viene raramente utilizzato dai professionisti in quanto non tiene conto della continuità aziendale.

- Approccio basato sui flussi di risultato: valuta l'azienda in base alla sua capacità di creare risultati economici positivi. Nello specifico, il primo passo per effettuare la stima del valore aziendale è partire dall'analisi delle aspettative future sui flussi dei risultati. In base alla natura dei flussi considerati, si distinguono due tecniche di valutazione:

- *Metodo reddituale*, in cui il valore aziendale è espresso tramite la sua capacità futura di generare reddito. Per conto, il valore viene generato dalla capacità di capitalizzazione del reddito dell'azienda nell'orizzonte temporale considerato. Nell'utilizzo di tale metodo si tiene conto di quattro diverse tipologie di reddito, ovvero il reddito medio, il reddito normale, il reddito prospettico ed il reddito reale, ognuno capitalizzato per il rispettivo tasso di valutazione.

La finalità del metodo reddituale è valorizzare i flussi di reddito per stimare l'azienda come sistema unitario. Se si considera che il ciclo di vita aziendale sia infinito, la formula per la stima del valore è pari a

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

dove V = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

Se, al contrario, il ciclo di vita aziendale ha durata finita, la formula includerà anche il valore attuale di una rendita

$$V = R * a_{n-i}$$

dove V = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

a = valore attuale di una rendita

n = orizzonte temporale

È opportuno sottolineare che i flussi di reddito attesi sono duramente influenzati da una serie di fattori, quali le politiche di gestione, le strategie di bilancio, strategie finanziarie,

di cui il valutatore deve necessariamente tenere conto.

Per utilizzare al meglio il metodo reddituale è necessario che il valutatore sia a conoscenza sia del reddito attuale, sia del reddito previsionale che delle previsioni future sul reddito. Ragion per cui, il metodo reddituale risulta decisamente più affidabile del metodo patrimoniale poiché si basa su dati certi e reali.

Data la sua semplicità di applicazione, il metodo reddituale è spesso utilizzato nella prassi professionale per aziende dotate di un ampio portafoglio di beni immateriali, ma con bassa capitalizzazione. Tuttavia, la stima del valore potrebbe essere influenzata da un margine di errore, più o meno vasto, a seconda dell'approssimazione del tasso di valutazione e del reddito prospettico.

- *Metodo finanziario*, in cui il valore dell'azienda è espresso in funzione dei flussi di cassa attesi. Tramite l'attualizzazione dei flussi monetari disponibili per l'orizzonte temporale considerato è possibile generare un valore aziendale comprensivo del valore residuo. I flussi monetari rappresentano l'espansione o la depressione degli elementi liquidi a disposizione dell'azienda nell'arco temporale di riferimento e sono determinati utilizzando tecniche diverse a seconda di chi si occupa della valutazione.

Lo scopo del metodo finanziario è creare un valore aziendale sulla base dei flussi di cassa attesi, valutando l'azienda come sistema di gestione²⁴. La formula per ottenere il valore aziendale è pari a

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^n}$$

dove V = valore dell'azienda

F = flussi di cassa

i = tasso di attualizzazione

t = numero di anni da oggi alla fine dell'orizzonte temporale

VR = valore residuo

Le aspettative sui flussi monetari futuri è il nocciolo del metodo finanziario che stima il valore aziendale non tanto tramite i fattori storici, quanto tramite i flussi di cassa futuri.

Dunque, piuttosto che considerare l'azienda come un insieme di asset (tangibili e/o intangibili) o come generatrice futura di reddito, stima il valore aziendale come capacità futura di generare flussi di cassa tramite la massimizzazione dei profitti.

Il metodo finanziario, rispetto ai due precedentemente citati, risulta il più logicamente corretto a stimare il valore complessivo dell'azienda poiché tiene conto della continuità dell'attività aziendale. È un metodo che gode di un elevato grado di soggettività poiché

²⁴ "La valutazione dell'azienda" – Daniele Balducci – 21 dicembre 2010

utilizza dati previsionali scelti dal valutatore. In aggiunta, essendo l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi un'operazione credibile e poco vincolata, è il metodo più adatto per valutare ogni singolo investimento aziendale.

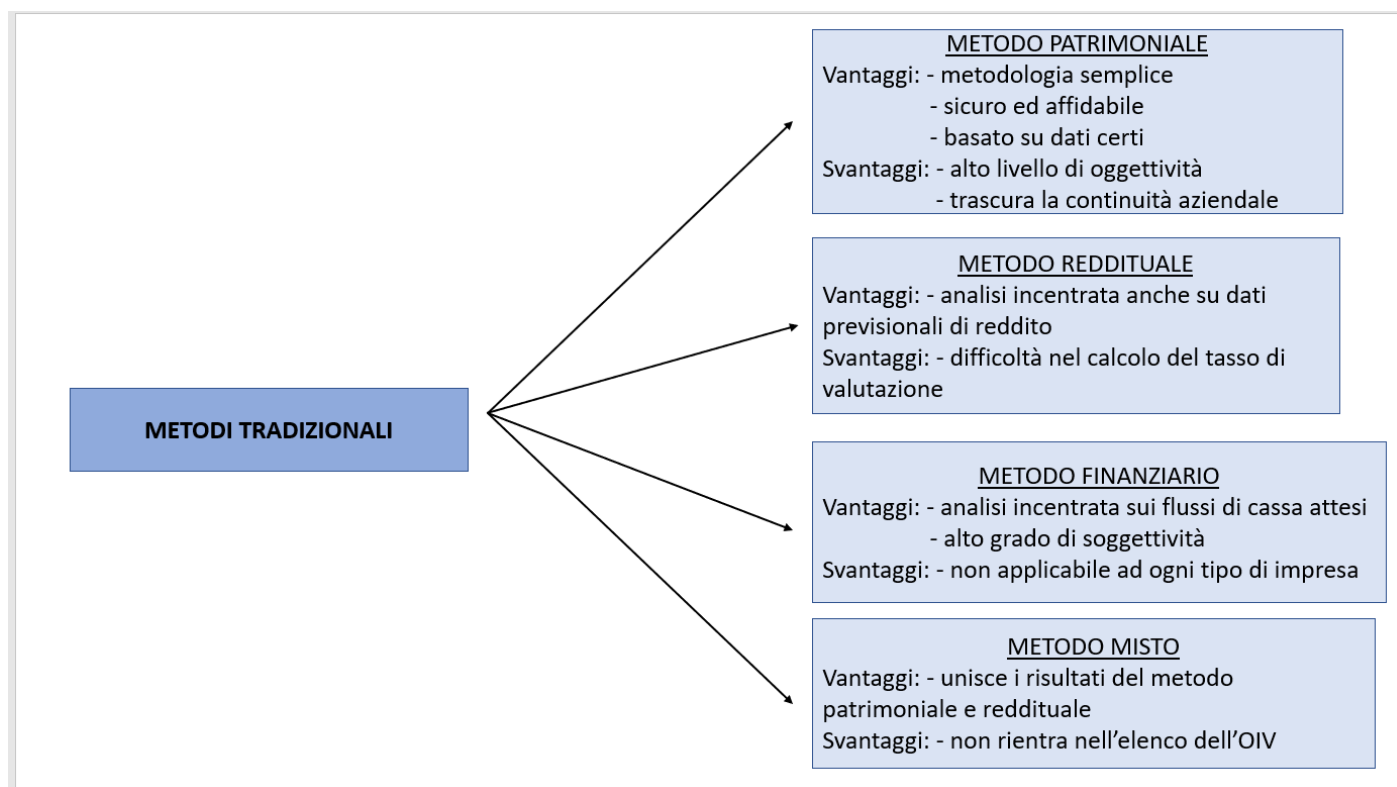
Tuttavia, il metodo finanziario è caratterizzato da un elemento di arbitrarietà in quanto la credibilità dei risultati ottenuti si riduce per aziende con flussi monetari negativi o inesistenti o irrilevanti.

- Approccio basato sulla creazione di valore: valuta il valore del capitale aziendale considerando sia la capacità di ottenere saggi di remunerazione superiori alla norma, sia la dotazione di beni. È considerato approccio basato sulla creazione di valore il *metodo misto patrimoniale/reddituale*. Il metodo misto permette di esaminare sia la componente patrimoniale, ovvero il valore di bilancio adeguatamente rettificato, sia la componente reddituale, ossia la capacità dell'impresa di generare redditi futuri superiori agli standard. Lo scopo del metodo misto è quello di creare un approccio completo che superi i limiti principali del metodo patrimoniale (vale a dire il trascurare la stima della redditività futura) e del metodo reddituale (vale a dire il trascurare la valutazione della consistenza patrimoniale). In aggiunta, permette di ridurre l'impatto della soggettività tipica del metodo reddituale e permettere di rendere meno presente l'oggettività del metodo patrimoniale, riducendo l'incertezza dei risultati.

Il metodo misto rappresenta un valore finale dell'azienda all'interno di un intervallo in cui il limite superiore è il patrimonio netto ed il limite inferiore è il valore dell'azienda stimato con il metodo reddituale. Ragion per cui, è facilmente applicabile per aziende con elevato livello di patrimonialità ma con una capacità reddituale nella norma.

Nonostante tale metodo sia completo e maggiormente affidabile, non rientra a pieno tra i metodi proposti dall'Organismo Italiano di Valutazione in quanto non rispetta gli standard internazionali in materia. Tuttavia, è diffuso ed utilizzato non solo nella realtà italiana ed europea, ma anche in campo americano soprattutto nel caso di valutazione di piccole e medie imprese.

Figura n.4 – I metodi tradizionali di valutazione aziendale²⁵



È opportuno tenere a mente che, nella pratica, non esiste un unico approccio globale e adattabile ad ogni realtà e non è possibile classificare i vari metodi in base ai risultati ottenuti. Da ciò deriva l'importanza della scelta del metodo di valutazione del capitale economico, considerando che una scelta inadatta potrebbe portare ad un risultato del valore non corrispondente alla realtà ed avere ripercussioni sull'andamento dell'azienda.

In ogni caso, la teoria economica indica i modelli patrimoniali, finanziari e reddituali come i più indicati ad effettuare una stima corretta del valore. Tuttavia, nella prassi i metodi maggiormente adottati non sono quelli sopra citati, ma piuttosto i metodi così detti "innovativi", ovvero il metodo dei multipli di borsa, il metodo del Discounted Cash Flow ed il Venture Capital Model. In questo elaborato verranno studiati ed esaminati proprio questi ultimi metodi, essendo quelli più utilizzati nella prassi finanziaria e dalle società quotate grazie alla loro adattabilità alla realtà aziendale.

Prima di passare all'analisi nel dettaglio di tali metodologie, riportiamo un breve sunto:

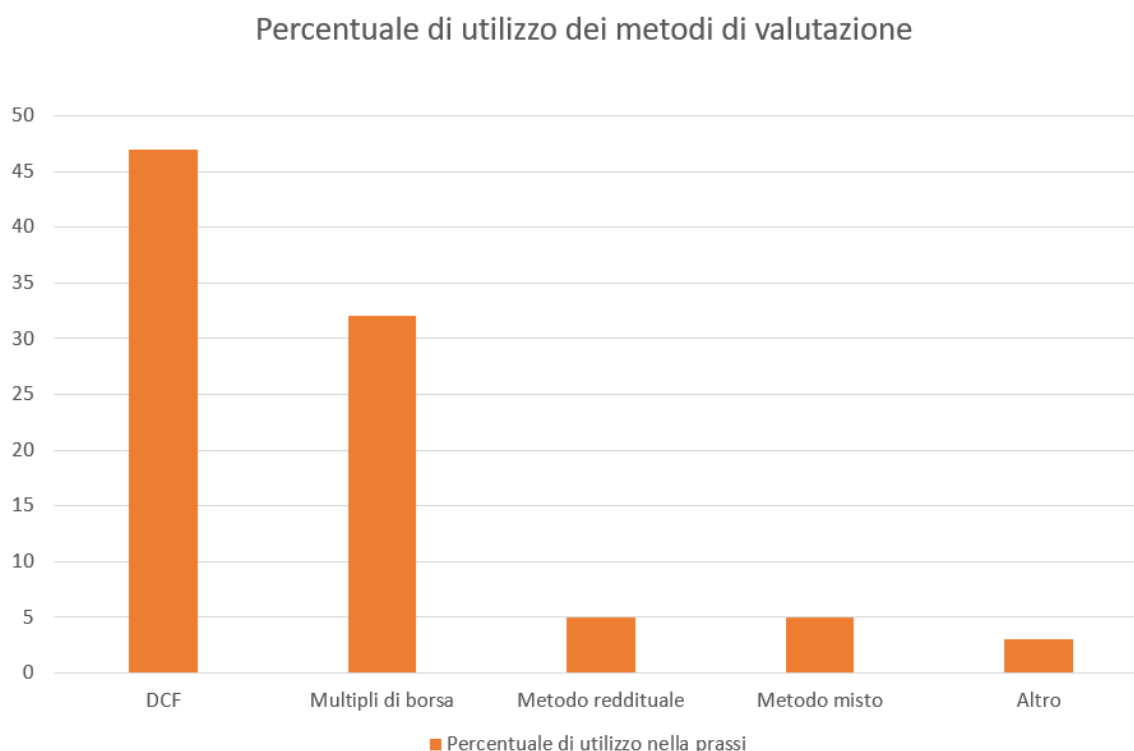
- Metodo dei multipli di borsa: la valutazione ottenuta con il metodo dei multipli si basa sui prezzi dei titoli negoziati sul mercato di riferimento da aziende comparabili a quella oggetto

²⁵ Fonte: elaborazione propria

di valutazione. Lo scopo di questo metodo è studiare la correlazione tra il prezzo dei titoli e le principali variabili economiche, quali i flussi di reddito, gli utili, il cash flow ecc.;

- Discounted Cash Flow: il metodo DCF è uno dei più utilizzati dalle banche di investimento e dalle società di consulenza finanziaria in quanto stima il valore del capitale d'azienda tramite l'analisi dei flussi di cassa futuri attualizzati. Questa metodologia si compone di una molteplicità di varianti che permette di poter essere adatta alle esigenze dell'azienda in esame;
- Venture Capital Model: il modello VCM ha come scopo la determinazione del valore che l'azienda sarà in grado di raggiungere al termine dell'orizzonte temporale scelto, per poter individuare la scelta d'investimento più idonea in linea con tale valore. Il risultato della valutazione, quindi, non è mai puramente teorico ma è sempre collegato ad un prezzo oggettivo che contribuirà alla negoziazione o alla decisione di investimento.

Grafico 1 – Rappresentazione in percentuale dell'utilizzo dei principali metodi valutativi²⁶



²⁶ Fonte: elaborazione propria

Infine, è opportuno accennare alle due prospettive di approccio alle metodologie di valutazione: prospettiva asset side e prospettiva equity side. Nel primo caso, i fattori che concorrono alla valutazione sono il tasso di attualizzazione maggiormente espressivo del rendimento medio atteso e i flussi monetari operativi. Per meglio comprendere, la valutazione del capitale economico deriva dalla somma di tre componenti: i flussi di cassa operativi futuri, il valore di mercato di attività accessorie non riconducibili alla gestione caratteristica e la posizione finanziaria dell'azienda. Dunque, si deriva il valore del capitale economico nella prospettiva asset side in maniera indiretta, calcolando prima il valore del capitale operativo da cui, poi, detrarre il valore della posizione finanziaria.

Nella prospettiva equity side, invece, la stima del valore del capitale economico avviene direttamente, attualizzando i flussi monetari spettanti agli azionisti per un tasso di attualizzazione maggiormente rappresentativo della remunerazione attesa²⁷.

2.2 Il metodo del Discounted Cash Flow

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati, meglio conosciuto come metodo del Discounted Cash Flow, è il metodo più utilizzato per la stima del valore aziendale (soprattutto nella prassi M&A) basato, per l'appunto, sui flussi di cassa attesi da una determinata attività. Invero, lo scopo del DCF è riuscire a determinare un valore attualizzato dei flussi di cassa attesi per una specifica attività, analizzando la connessione tra il valore aziendale e la capacità di generare un cash flow idoneo a rispettare le aspettative degli investitori. Nello specifico, l'analisi DCF tenta di stimare oggi il valore di un investimento tenendo conto delle aspettative sulla produzione di reddito.

La ratio su cui si fonda il metodo DCF è da ricercarsi nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri superiori a quelli necessari per rimborsare i debiti e per remunerare gli azionisti ed i creditori. Pertanto, una volta rimborsate le passività, il valore dell'azienda è rappresentato dalle rimanenze dei flussi di cassa attesi.

Il metodo di valutazione secondo il DCF è funzione di tre elementi: il tasso di attualizzazione, la distribuzione temporale del flusso e l'entità del flusso. Tenendo presente che non è possibile determinare con esattezza i flussi di cassa futuri, è preferibile scomporre in due i flussi di cassa in modo da ottenere due periodi di previsione: un periodo di previsione esplicito, la cui ampiezza dipende dalla diversità dell'attività in esame e può avere una durata che va da 5 a 10 anni, ed un periodo di previsione sintetico. Di fatto, la

²⁷ "Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa" – Maurizio Dallochio – EGEA – 1998

formula generale per il calcolo del valore aziendale è pari a²⁸:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

dove FCF_t = flussi di cassa annuali da oggi alla fine dell'orizzonte temporale

TV = terminal value o valore residuo

r = tasso di attualizzazione

n = numero di anni dell'orizzonte temporale

Di conseguenza, per poter effettuare un'analisi DCF efficiente, il valutatore deve stimare non solo il valore dei flussi di cassa futuri, ma anche il valore dell'attrezzatura e di altri beni relativi all'investimento. Inoltre, il valutatore deve anche individuare un tasso di sconto idoneo all'analisi che sarà diverso a seconda del progetto o dell'investimento in esame. Nel caso in cui non sia possibile stimare adeguatamente i flussi di cassa futuri, bisognerà impiegare modelli alternativi. Infatti, il metodo DCF fa parte degli approcci "assoluti" ed il relativo risultato viene comunemente affiancato a quello derivante dal metodo di valutazione basato sui multipli di borsa.

Per poter essere a conoscenza dei flussi di cassa prospettici è necessario partire dall'esame dei risultati economici, finanziari e patrimoniali riferiti ad almeno 3 anni antecedenti la data di valutazione²⁹. È opportuno che i dati siano redatti in forma riclassificata e che siano paragonabili tra loro. Avendo a disposizione lo stato patrimoniale ed il conto economico riclassificato, si è in grado di conoscere il sistema patrimoniale e finanziario dell'azienda. Tutti i dati in esame devono essere capaci di:

- Analizzare e comprendere la realtà aziendale tramite i servizi offerti, la concorrenza del mercato, il quadro normativo in cui si opera e l'efficacia del management;
- Individuare le fonti di crescita e di redditività dell'azienda;
- Comprendere in che fase del ciclo di vita si trova l'azienda.

Dopo aver analizzato i dati storici, il valutatore sarà in grado di individuare i dati prospettici.

Anche se il metodo del DCF è considerato come il più esaustivo ed efficace ad effettuare la stima del valore economico del capitale, vi sono alcune eccezioni per cui tale metodologia non è applicabile: stiamo parlando di operazioni di private equity e di venture capital.

Nel caso di operazioni di private equity sorge il problema del calcolo del costo del capitale. Il costo del capitale è strettamente legato alla struttura dell'azienda e alla capacità della stessa di sopravvivere e rimanere stabile nel tempo. A causa di questa relazione, il metodo del DCF non è adatto per le società nei primi anni di vita, come ad esempio le strat – up, a causa dell'instabilità della posizione di indebitamento: si presuppone che il debito iniziale sia molto elevato e che tenda a diminuire man a mano che l'attività

²⁸ "Il metodo DCF – discounted cash flow" – Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

²⁹ Nel caso si tratti di gruppi aziendali, i dati devono necessariamente provenire dai bilanci consolidati.

aziendale prolifera e diventa stabile. Questa condizione di instabilità iniziale danneggia il calcolo del costo del capitale, specialmente nella versione unlevered del DCF, e conseguentemente della valutazione dell'azienda. Ecco spiegato perché, in questi casi, è preferibile utilizzare un metodo alternativo.

Per quel che riguarda le operazioni di venture capital, le limitazioni sono legate al calcolo dei flussi di cassa generati dall'attività d'azienda, dal calcolo del tasso di crescita e, anche in questo caso, dalla determinazione del costo del capitale. Dato che l'approccio tipico nel calcolo dei flussi di cassa è basarsi sulle informazioni storiche economiche e finanziarie, per le imprese giovani non è possibile adottare questo approccio dato che non esistono ancora informazioni storiche su cui basarsi. L'assenza di informazioni e dati storici rende impossibile adattare il metodo DCF per aziende di nuova costituzione.

Nei paragrafi successivi verranno analizzati i principali aspetti in gioco nella valutazione dell'azienda secondo il metodo DCF, i quali possono essere sinteticamente riassunti come:

- La scelta dell'approccio alla valutazione: asset side o equity side;
- La determinazione dei flussi di cassa levered o unlevered;
- La scelta del tasso di attualizzazione;
- Il calcolo del Terminal Value.

2.2.1 Il costo del capitale nella logica asset side: il WACC

Seguendo la logica asset side, la stima dell'equity avviene in modo indiretto, sottraendo alla stima del capitale operativo la stima della posizione finanziaria netta dell'azienda. Essendo un metodo indiretto, nella terminologia anglosassone viene definito come Unlevered Discounted Cash Flow: i flussi generati dalla gestione caratteristica sono, dunque, i flussi operativi e contribuiscono a remunerare gli azionisti, i creditori ed i finanziatori dell'azienda. I flussi di cassa operativi dipendono dalle finalità del capitale investito, ovvero dalle scelte dell'organo di governo riguardo la gestione del capitale circolante e del capitale immobilizzato.

La formula per il calcolo del valore economico nella prospettiva asset side è data da:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - D + \frac{TV}{(1 + WACC)^{n+1}} + SA$$

dove *FCFO* = free cash flow from operation o flussi di cassa operativi

WACC = weighted average cost of capital o costo medio ponderato del capitale

TV = terminal value

D = debiti

SA = asset in surplus, ovvero provenienti da attività accessorie e non definiti flussi

I flussi operativi, o FCFO, rappresentano la liquidità consumata o generata dalle principali attività d'impresa e possono variare a seconda del contesto entro il quale vengono determinati. I flussi di cassa

operativi sono generati dai flussi di cassa periodici nel caso in cui gli acquisti e le produzioni generino delle rimanenze. Per calcolare l'FCFO, si parte dal calcolo dell'EBIT per poi sottrarre il saldo della differenza tra debiti e crediti maturati. Nello specifico, si parte dal calcolo del reddito operativo, derivato dalla differenza tra il fatturato o risultato operativo ed i costi sostenuti e i costi non pagati, ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti (vengono sottratti anche i costi non pagati poiché il risultato operativo netto include anche elementi che non danno luogo a variazioni monetarie). Successivamente, gli ammortamenti e gli accantonamenti verranno riaggiunti per il calcolo del flusso del capitale circolante. Dal flusso del capitale circolante si passa al calcolo del flusso di cassa della gestione caratteristica, ottenuto rettificando il flusso del capitale circolante con la variazione del CCNO, ovvero del capitale circolante netto operativo³⁰. Infine, sottraendo gli investimenti in capitale fisso si ottiene il flusso di cassa operativo disponibile.

È possibile riassumere il calcolo del FCFO come segue:

Figura n.5 – Calcolo del Flusso di Cassa Operativo³¹

Risultato operativo	
- Costi operativi	
<hr/>	
=	Margine operativo lordo o EBITDA
- Ammortamenti e accantonamenti	
<hr/>	
=	Reddito operativo o EBIT
- Imposte sul reddito operativo	
<hr/>	
=	Reddito operativo netto
+ Ammortamenti e accantonamenti	
+/- Variazione di fondi	
<hr/>	
=	Flusso di capitale circolante
+/- Aumento (-) o diminuzione (+) CCNO	
<hr/>	
=	Flusso di cassa della gestione caratteristica
+/- Investimenti (-) o disinvestimenti (+) operativi	
+/- Aumento (-) o diminuzione (+) immobilizzazioni	
<hr/>	
=	FLUSSO DI CASSA OPERATIVO DISPONIBILE

I flussi di cassa operativi devono essere scontati al WACC, ovvero al costo medio ponderato del

³⁰ Un incremento del CCNO deve essere sottratto poiché incorpora liquidità; un decremento dovrà essere aggiunto poiché rilascia liquidità.

³¹ Fonte: elaborazione propria

capitale, definito come media ponderata del costo del capitale di debito e del costo del capitale di proprietà. Il WACC è il costo da sostenere per raccogliere le risorse finanziarie ed è stato ideato per consentire di stimare il costo del capitale; inoltre, tenendo in considerazione tutte le fonti di finanziamento, permette di distinguere tra un investimento accettabile ed un investimento rischioso. Dunque, il WACC non può essere considerato come un potenziale rendimento o come un costo, ma è la sola media ponderata tra questi due fattori.

La formula per calcolare il WACC è la seguente:

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E + D)} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{(E + D)}$$

dove C_e = costo del capitale proprio, ovvero costo dell'equity

C_d = costo del debito, considerato al netto dell'aliquota fiscale

T = aliquota delle imposte sul reddito

E = capitale di proprietà

D = debiti

Analizziamo i vari componenti della formula. Il costo del capitale di proprietà non può essere definito in maniera oggettiva, ma è frutto dei rendimenti attesi degli investitori. La stima del costo del capitale deve avvenire non ai valori storici, ma ai valori di mercato poiché, altrimenti, si rischierebbe di confondere i rendimenti attesi con i rendimenti effettivi. In generale, nel calcolo del costo del capitale proprio si considera il costo – opportunità del socio o azionista dell'azienda non rilevato contabilmente. Una teoria diffusa nel calcolo del tasso di valutazione per il costo del capitale di proprietà è utilizzare il metodo CAPM; si rimanda la specifica di tale metodo ai paragrafi successivi.

Per quel che riguarda, invece, il costo del debito, esso altro non è che il tasso che *“l'azienda pagherebbe alle condizioni attuali del mercato per ottenere un nuovo finanziamento a medio – lungo termine”*³². A differenza del costo del capitale di proprietà, il calcolo del costo del debito risulta più semplice: dapprima si valutano le condizioni finanziarie dell'azienda per individuare la classe di rating di appartenenza; in seguito, basandosi sui dati registrati dalle altre imprese presenti sul mercato e appartenenti alla stessa classe di rating, si passa alla stima del costo del debito a medio – lungo termine.

Anche le variabili debito, D , e capitale di proprietà, E , non devono essere stimate al valore contabilizzato nei documenti ufficiali, ma al valore di mercato. Questa scelta è guidata dal fatto che il calcolo del WACC viene proiettato al futuro, poiché chi investe oggi sostiene un costo non pari al valore del capitale netto dell'investimento, ma pari al suo valore di mercato.

In conclusione, è più opportuno scegliere l'approccio asset side se l'indice di indebitamento tende a variare nel tempo o se si hanno poche informazioni sul rapporto di indebitamento o, ancora, se lo scopo è valutare l'azienda nel suo complesso e non come valore destinato agli azionisti.

³² WACC – definizione e significato – dizionario economico - <https://dizionarioeconomico.com/wacc>

2.2.2 Il tasso di remunerazione del capitale di proprietà nella logica equity side: K_e

Nella prospettiva equity side, la stima del valore aziendale avviene in maniera diretta: il valore aziendale viene stimato tramite i flussi di cassa a disposizione degli azionisti, anche definiti free cash flow to equity o FCFE. Trattandosi di un metodo diretto, è teoricamente definito come Levered Discounted Cash Flow: la differenza con il metodo unlevered è che quest'ultimo permette di calcolare direttamente i flussi di cassa operativi; il metodo levered porta, invece, alla diretta determinazione dei flussi di cassa netti. È opportuno specificare che entrambi gli approcci portano allo stesso risultato, ma solo se il rapporto di indebitamento è riflesso correttamente nei tassi di sconto.

La determinazione dei FCFE tiene conto sia delle entrate finanziarie sia delle remunerazioni dei creditori. A differenza del calcolo del FCFO, vengono considerate le imposte nette piuttosto che le imposte pro – forma; inoltre, il risultato operativo viene rettificato considerando anche la gestione finanziaria. Nello specifico, si parte dalla determinazione dell'EBITDA per poi sottrarre gli ammortamenti e gli accantonamenti, i quali, anche in questo caso, verranno risommati al risultato operativo per ottenere il flusso operativo lordo. Tenendo conto di eventuali incrementi o decrementi del capitale circolante netto operativo, si passa al calcolo del flusso monetario netto. Riclassificando il risultato in base agli investimenti o disinvestimenti operativi, verranno sottratti eventuali oneri o rimborsi per poter ottenere il flusso monetario netto disponibile.

È possibile riassumere il calcolo del FCFE come descritto nella pagina seguente.

Figura n.6 – Calcolo del Flusso di Cassa Effettivo³³

Fatturato
- Costi
<hr/>
= Margine operativo lordo o EBITDA
- Ammortamento e accantonamenti
<hr/>
= Reddito operativo
+ Ammortamenti e accantonamenti
+/- Variazione di fondi
<hr/>
= Flusso monetario operativo lordo
+/- Aumento (-) o diminuzione (+) del CCNO
<hr/>
= Flusso monetario operativo netto
+/- Investimenti (-) o disinvestimenti (+) operativi
<hr/>
= Flusso monetario operativo al lordo d'imposta
- Oneri finanziari
+ Accensione finanziamenti
- Rimborso dei finanziamenti
- Imposte su utili
<hr/>
= FLUSSO MONETARIO NETTO DISPONIBILE

Il tasso che rappresenta il costo – opportunità nella logica equity side è il tasso di remunerazione atteso del capitale di rischio, anche definito come costo dell'equity. Nella pratica, il costo dell'equity è il tasso utilizzato per scontare i flussi di cassa levered e tiene conto sia del rendimento atteso per le attività prive di rischio che del premio al rischio. Come attività prive di rischio vengono comunemente considerati i titoli di stato con scadenza nel medio – lungo termine; nel caso in cui la società in esame operi in diversi paesi, il tasso risk free si ottiene come media ponderata dei tassi risk free vigenti nei vari paesi. La seconda componente del costo dell'equity è il rischio di mercato che rappresenta il rischio economico in generale.

Il metodo su cui si basa il calcolo del costo dell'equity è il modello CAPM, secondo cui:

$$K_e = rf + \beta(rm - rf)$$

dove K_e = costo del capitale di proprietà

rf = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio o tasso risk – free

β = coefficiente di sensibilità al rischio specifico

rm = tasso di rendimento del mercato azionario

$(rm - rf)$ = premio al rischio

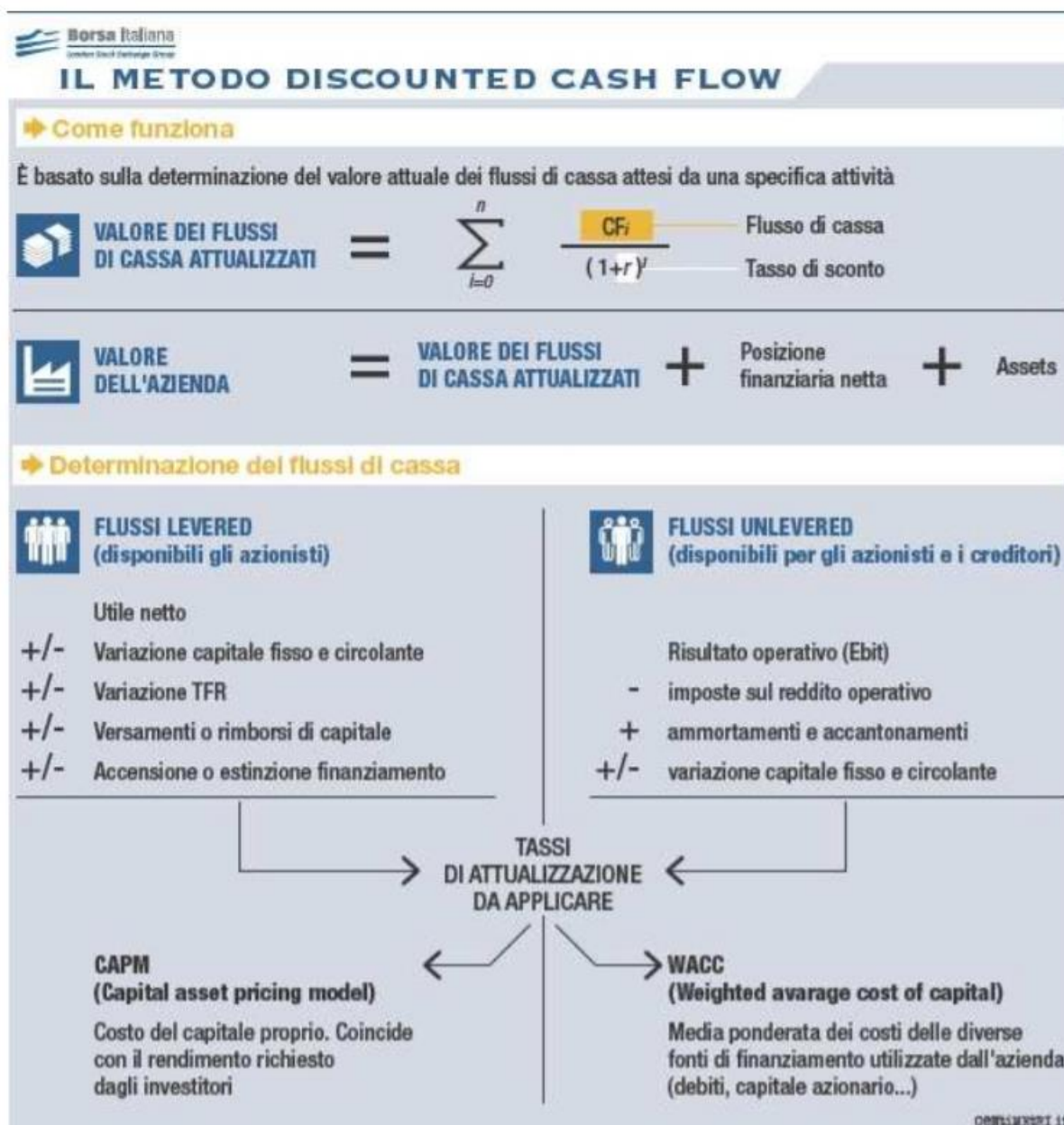
³³ Fonte: elaborazione propria

Nella formula vengono inseriti entrambe le tipologie di rischio poiché l'investimento in azioni comporta sempre una duplice rischiosità: il rischio sistematico che dipende dalle dinamiche generali del sistema economico e non può essere diversificato, r_m , ed il rischio specifico che, invece, essendo relativo al tipo di operazione in essere può essere eliminato o quanto meno ridotto dalla diversificazione. È fondamentale introdurre il rischio sistematico all'interno del calcolo del costo dell'equity dato che la probabilità che l'impresa non generi utili a sufficienza per remunerare il capitale investito dipende dal tipo di attività, ma soprattutto dalle caratteristiche del settore in cui opera l'azienda.

Nella formula è presente anche un coefficiente β rappresentante la sensibilità al rischio specifico. Si rimanda l'analisi di tale coefficiente al paragrafo successivo.

In conclusione, come prima accennato, l'approccio equity side e l'approccio asset side dovrebbero portare al medesimo risultato, almeno in teoria. Ciò accade raramente nella realtà a causa delle diverse metodologie adottabili per la determinazione degli elementi in esame. Anche se l'approccio equity side era predominante nella prassi europea e soprattutto italiana degli anni '90, ad oggi, l'approccio asset side è decisamente preferito dalle banche e dalle operazioni in private equity. Tuttavia, l'approccio asset side ha valenza solo se il valore dell'azienda è funzione dei flussi di cassa prodotti dai suoi asset e se l'indebitamento aziendale viene utilizzato in modo da non intaccare la redditività futura dell'azienda.

Figura n.7 – Approccio asset side ed equity side a confronto³⁴



2.2.3 Il tasso di valutazione attraverso la logica del CAPM

Nella formula del costo dell'equity compare il coefficiente β che mette in relazione il rendimento di mercato con il rendimento di un'attività priva di rischio esprimendo la variabilità, in un determinato periodo, del rendimento di una specifica attività rispetto al rendimento di mercato. Il coefficiente β , il quale permette di determinare quanto sia sensibile un'attività ai cambiamenti del mercato, consente di classificare le varie operazioni in relazione al grado di rischiosità.

³⁴ Fonte "Il metodo DCF – discounted cash flow" – Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

Il metodo del CAPM, ovvero Capital Asset Pricing Model, stima la componente β stabilendo una relazione tra titolo, rendimento e rischiosità. In particolare, il rischio sistemico, rappresentato dal β , viene stimato partendo dalla variabilità dei rendimenti sistematici storici rispetto ai rendimenti di mercato: quanto più i rendimenti storici si discostano dai rendimenti di mercato, tanto più sarà alto il rischio ed il relativo premio richiesto dall'investitore. Il modello del CAPM prevede che il premio al rischio, rappresentato dalla differenza tra il rendimento risk free ed il rendimento di mercato, vada moltiplicato per il β , in modo da poter determinare una stima per il rischio non diversificabile.

Il β può assumere i seguenti valori:

- Se $\beta > 1$, il rischio relativo all'attività in esame è molto alto poiché è superiore al rischio medio di mercato. Solitamente, si ritiene che le società con elevato rapporto di indebitamento o con politiche gestionali aggressive abbiano un beta elevato³⁵;
- Se $\beta = 1$, il rischio di mercato coincide con il rischio specifico e di norma questa è condizione tipica di titoli emessi da società che operano nei settori tipici dell'economia;
- Se $\beta < 1$, il rischio specifico dell'azienda risulta minore ma non uguale al rischio di mercato. Ciò comporta che le oscillazioni del mercato si ripercuotano sul rischio specifico, ma in misura ridotta.

Dal punto di vista matematico, il β è calcolato come il rapporto tra la covarianza tra i rendimenti dell'azienda e quelli del mercato e la varianza del rendimento di mercato. La formula per il calcolo del β è, dunque, la seguente:

$$\beta = \frac{cov(r_a, rm)}{var(r_a)}$$

dove r_a = rendimento dell'attività in esame

rm = rendimento di mercato

Pertanto, il risultato del β risulta influenzato dal grado di leva operativa, dal livello della leva finanziaria e dal settore di appartenenza:

- maggiore sarà la leva operativa e maggiormente saranno oscillanti i risultati aziendali facendo innalzare il valore del β ;
- essendo che il rischio sistemico comprende anche il rischio finanziario, aumentando il valore della leva finanziaria si incrementa anche il valore del β ;
- infine, maggiore è la sensibilità del settore di appartenenza ai cambiamenti del mercato e maggiore sarà il livello del β .

L'influenza della leva operativa e della leva finanziaria sulla stima del β porta a problematiche legate al livello leverage. A tal proposito, anche il β può essere stimato con un approccio levered o unlevered.

³⁵ "Glossario finanziario – beta" – Borsa italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>

Nello specifico, il β levered è basato anche sulla struttura finanziaria dell'azienda, mentre il β unlevered tiene conto solo del rischio relativo all'attività oggetto di valutazione.

Un β levered positivo dimostra che il rendimento del titolo ed il rendimento di mercato si muovono parallelamente nella stessa direzione; mentre un β levered negativo comporta che i due rendimenti viaggiano in modo diametralmente opposto; infine, un β levered nullo implica che non esiste correlazione tra i due rendimenti. La stima del β comprendente dell'effetto leva è d'aiuto all'imprenditore nelle decisioni strategiche di incremento della redditività: quando le performance del titolo si muovono nella stessa direzione del rendimento di mercato, è conveniente investire quando il mercato si trova nelle migliori condizioni; quando, invece, i due rendimenti sono uno l'opposto dell'altro, è preferibile investire quando il mercato mostra performance non soddisfacenti.

Con il β unlevered, per contro, si tiene conto anche dei movimenti di mercato. Sotto questa prospettiva potrebbe sembrare che il β unlevered sia più efficiente e completo del β levered, tuttavia così non è, poiché può essere stimato solo per aziende che non presentano debiti con il rischio di mercato. Ecco spiegato il motivo per cui, secondo la dottrina, il β levered viene considerato come il più realistico, essendo che tiene conto anche del profilo di indebitamento dell'azienda.

Le formule per calcolare le due tipologie di β sono le seguenti:

$$\beta_L = \beta_u * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E}\right)$$

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E}\right)}$$

dove β_L = beta levered

β_u = beta unlevered

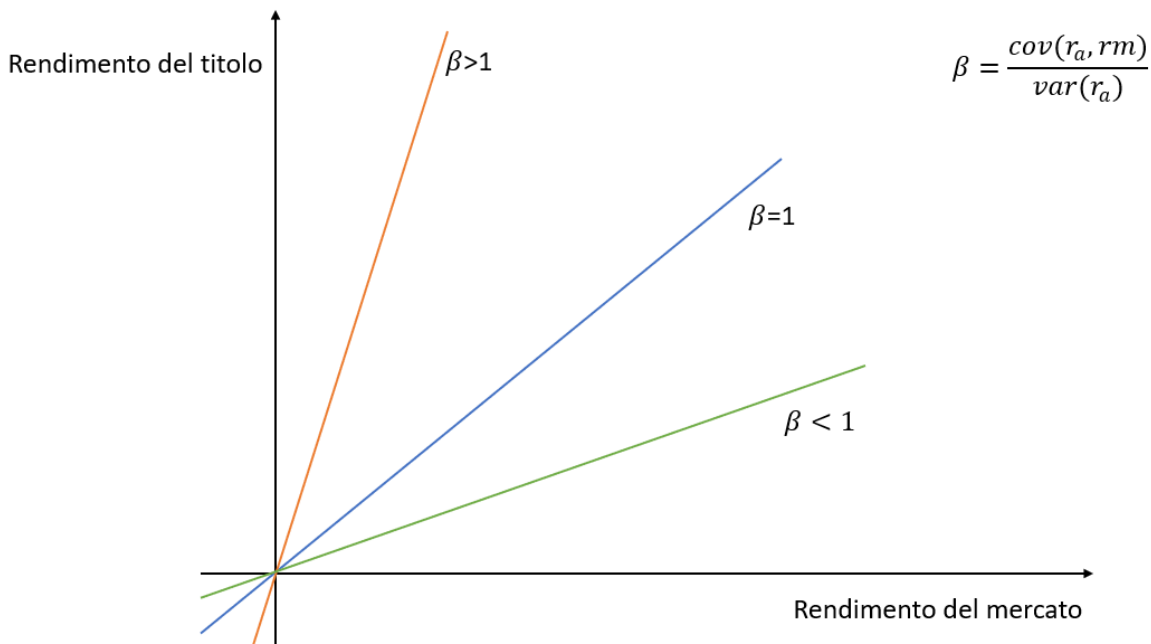
D = debiti

E = capitale di proprietà

T = tassazione sul reddito d'imposta

Invece, da un punto di vista puramente grafico, il β è rappresentato dal coefficiente angolare della retta che mette in relazione il rendimento dell'attività aziendale con il rendimento di mercato.

Grafico n.2 – Rappresentazione grafica del coefficiente angolare β ³⁶



2.2.4 La stima del Terminal Value

Il valore risultante dall'applicazione del metodo DCF nella logica asset side è basato sui flussi di cassa prospettici. Conseguentemente, il valore dell'equity è determinato sottraendo al valore dell'azienda, ovvero all'enterprise value, il valore della leva finanziaria. La formula per il calcolo dell'enterprise value è data da:

$$EV = \sum_{t=1}^T \{ [FCF_t * (1 + i)^{-t}] + [VR_{t+1} * (1 + i)^{-(t+1)}] \}$$

dove EV = valore dell'impresa o enterprise value

FCF_t = flusso di cassa disponibile o free cash flow

i = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa

T = numero di anni che compongono l'orizzonte temporale

VR = valore residuo o terminal value

La formula sopra definita viene comunemente chiamata come “formula a due stadi”, poiché composta da due elementi: il valore attuale dei flussi di cassa nell'orizzonte temporale considerati, e il valore

³⁶ Fonte: elaborazione propria

residuo, anche chiamato terminal value³⁷.

Il terminal value sintetizza la capacità di generare flussi di cassa prospettici positivi una volta giunti al termine dell'orizzonte temporale. I flussi di cassa prospettici sono di due tipi: i flussi attesi durante l'orizzonte temporale, e i flussi attesi oltre l'orizzonte temporale. Ciò comporta che per valutare i flussi prospettici più remoti, essendo che non si hanno a disposizione informazioni certe circa l'andamento delle performance aziendali, è sufficiente determinare un valore finale o terminal value.

Secondo gli international valuation standards, nel calcolo del terminal value è necessario considerare:

- il livello di rischio previsto al termine dell'orizzonte temporale;
- la potenziale crescita futura oltre l'orizzonte temporale;
- le previsioni sui tax rate oltre l'orizzonte temporale;
- se ci si aspetta di ricevere un ammontare di capitale predeterminato una volta giunti al termine dell'orizzonte temporale;
- se l'attività in esame è di natura finita, c.d. steady state, o di natura infinita, c.d. steady growth: nell'ottica steady state si presuppone che l'azienda rimanga costante nel generare un flusso di cassa normale (ovvero si assume che i ricavi, i costi e l'indebitamento rimangano costanti); nell'ottica steady growth, invece, si presuppone che la crescita dei flussi attesi avvenga in termini non nominali, ma reali (di fatto, in questo caso il tasso di crescita risulta essere decisamente superiore al tasso di inflazione atteso).

Con riferimento all'ultimo punto sopra descritto, nel calcolo del terminal value bisogna prestare particolare attenzione all'approccio utilizzato, equity side o asset side. Nel caso in cui la stima venga effettuata nell'ottica dell'equity side e l'attività in esame abbia natura finita, la formula per il calcolo del terminal value è pari a:

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{(K_e - g_i)^t}$$

dove TV = terminal value

$FCFE$ = flusso di cassa a disposizione degli azionisti

K_e = costo dell'equity

g = tasso di crescita perpetuo pari al tasso di inflazione attesa

Se l'attività in esame ha ancora natura finita, ma la logica alla base è dell'approccio asset side, allora la formula cambia e diventa pari a:

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g_i)^t}$$

³⁷ Si tenga in considerazione che, anche se il peso dei due elementi cambia a seconda dell'attività in esame, solitamente il terminal value assume un peso pari a $\frac{2}{3}$ dell'enterprise value.

dove TV = terminal value

$FCFO$ = flusso di cassa operativo

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale

g = tasso di crescita perpetuo pari al tasso di inflazione attesa

Nel caso opposto in cui la natura dell'attività in esame sia infinta e l'approccio utilizzato è quello dell'equity side, la formula per il calcolo del terminal value è la seguente:

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{(K_e - g_r)^t}$$

dove TV = terminal value

$FCFE$ = flusso di cassa a disposizione degli azionisti

K_e = costo dell'equity

g_r = tasso di crescita sostenibile perpetuo superiore al tasso di inflazione

Infine, nel caso in cui la natura sia infinita e l'approccio adottato sia l'asset side, la formula diventa:

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g_r)^t}$$

dove TV = terminal value

$FCFO$ = flusso di cassa operativo

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale

g_r = tasso di crescita sostenibile perpetuo superiore al tasso di inflazione

Da ultimo, per ottenere una stima efficiente del terminal value è utile tenere conto di alcune considerazioni. Il tasso di crescita, sia questo superiore o uguale al tasso di inflazione, va determinato confrontandolo con i tassi di crescita tipici del settore del mercato in cui opera l'azienda al fine di evitare che ci siano divergenze significative tra di essi. In aggiunta, per poter ottenere un tasso di crescita che sia facilmente sostenibile, è necessario che l'azienda continui ad investire attingendo al proprio cash flow, il quale inevitabilmente subirà delle variazioni negative.

Inoltre, è opportuno effettuare un'analisi della fase del ciclo di vita in cui si trova l'azienda al momento della valutazione: la stima del terminal value potrebbe risultare più o meno ostacolata a seconda se l'azienda è di nuova costituzione o meno. In conclusione, si tenga presente che per ottenere una stima del terminal value non aleatoria, è sufficiente restringere l'orizzonte temporale: da un orizzonte temporale di natura infinta, caso dello steady growth, ad un orizzonte temporale composto da un numero limitato di anni, eventualmente a più stadi e con una diversificazione dei tassi di crescita.

2.3 Il metodo dei multipli di borsa

Tra le metodologie di valutazione più efficienti rientra senza dubbio il metodo dei multipli.

Conseguentemente allo sviluppo dei mercati borsistici, il metodo dei multipli ha riscosso un importante successo dato dal vantaggio della maggiore affidabilità del risultato rispetto ai classici metodi analitici. Tuttavia, nonostante in questo caso non vi sia incertezza riguardo l'accuratezza delle previsioni sui flussi di cassa futuri, essendo basato sulle quotazioni in borsa, il modello dei multipli deve essere utilizzato con maggiore accortezza.

Tale metodologia è basata sulla concezione che i prezzi di mercato siano la migliore rappresentazione del valore aziendale; in effetti, la principale finalità del metodo dei multipli è esaminare la relazione che lega il prezzo di mercato con le principali variabili economiche. Di fatto, il metodo dei multipli si colloca tra i metodi "diretti", ovvero fa parte delle metodologie che si basano sui prezzi di mercato di transazioni aventi per oggetto l'azienda in esame o un'unità di essa: i valori risultati dai prezzi borsistici rappresentano una sintesi delle aspettative degli investitori.

Questo metodo può essere utilizzato sia come metodo di valutazione vero e proprio che come tecnica di controllo aggiuntiva ad un'altra tipologia di valutazione. Ciò nonostante, grazie ad un giudizio formale sul valore aziendale derivante da dati certi e facilmente reperibili, la valutazione mediante il metodo dei multipli gode di una significativa diffusione.

È facile comprendere come la popolarità del metodo dei multipli risieda nella semplicità di applicazione. Tuttavia, legare il successo di questo metodo alla sola semplicità risulta riduttivo. Molti altri elementi contribuiscono alla sua notorietà, tra i quali:

- la crescente importanza degli asset intangibili non iscritti nel bilancio;
- l'aumento dei prezzi di borsa;
- la necessità di innovativi metodi di valutazione delle performance aziendali;
- il vantaggio informativo dei dati in esame.

Ulteriore precisazione è da definire riguardo l'ultimo punto. Malgrado la valutazione secondo i multipli non avvenga su previsioni circa i flussi monetari futuri, bisogna tenere conto che anche i multipli sono generati da logiche di mercato³⁸. Ci si potrebbe chiedere perché, nonostante goda di non pochi vantaggi aggiuntivi rispetto ai metodi tradizionali, il metodo dei multipli non sia considerato come metodo di valutazione vero e proprio. La causa di questa mancata considerazione è il rischio che il valore dell'azienda venga stimato secondo i trend del mercato e non secondo le aspettative sulle performance aziendali future³⁹. Ciò potrebbe conseguentemente portare ad una sovrastima o sottostima del valore aziendale a seconda della diversa oscillazione del mercato. Questo non significa che il metodo dei multipli risulta meno significativo rispetto ai metodi tradizionali, ma che porta ad una valutazione valida nel momento in cui i mercati sono efficienti e trasparenti e la quotazione dei titoli si basa anche sulle aspettative circa il rendimento. L'utilizzo del metodo dei multipli si compone di tre fasi:

³⁸ Infatti, i multipli possono anche essere derivati dai principali metodi di valutazione.

³⁹ "Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione" – A. Musai, A. Montrone – 2009

1. scelta del campione di società comparabili: il metodo dei multipli si può sintetizzare come un'analisi comparativa tra aziende operanti nello stesso settore ed utilizzando le medesime tecniche finanziarie. Il primo passo per l'applicazione di tale metodo è trovare un campione di imprese che siano confrontabili con l'impresa oggetto d'esame sotto l'aspetto di:
 - dimensione;
 - localizzazione;
 - rischi assunti;
 - operatività nel medesimo settore;
 - strategie di corporate governance e corporate finance.

Il confronto deve, quindi, avvenire sia sotto parametri qualitativi che sotto parametri quantitativi. Chiaramente, trovare un insieme di imprese comparabili che rispettino tutti i requisiti non è semplice. Ragion per cui, il valutatore potrebbe includere nel campione anche società non operanti nello stesso settore o nello stesso territorio, ma che siano comuni sotto il profilo del rischio, del livello di indebitamento e delle performance aziendali⁴⁰.

La ricerca, quindi, delle imprese comparabili deve avvenire su due livelli:

- una ricerca sul territorio nazionale: vale a dire cercare imprese comparabili all'interno dello stesso territorio d'appartenenza dell'impresa oggetto di valutazione;
 - una ricerca sul territorio internazionale: vale a dire cercare imprese operanti nello stesso settore ma in uno stato diverso dall'impresa valutata.
2. Scelta dei multipli significativi: il multiplo altro non è che un valore statisticamente significativo derivante dal rapporto tra il prezzo dei titoli negoziati e le principali variabili aziendali. Le grandezze economiche di riferimento di maggior rilievo sono le seguenti:

- $\frac{P}{E}$

dove P = price o prezzo

E = earning o guadagno

Tale multiplo mette in rapporto la capitalizzazione azionaria dell'azienda e l'utile netto. Il multiplo price/earning è negativamente correlato con il costo dell'equity ma positivamente correlato con la crescita degli utili. È un multiplo largamente utilizzato nella prassi borsistica poiché permette di comprendere l'orizzonte temporale di cui necessita la società per ripagare gli investitori con i propri utili. Sotto questo aspetto, il multiplo P/E si collega ai fondamenti del modello DCF, poiché è funzione del tasso di rischio, del livello di crescita e della distribuzione degli utili.

⁴⁰ "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi e strumenti" – L. Guatri, M. Bini – 2002

- $\frac{EV}{EBITDA}$

dove EV = enterprise value

$EBITDA$ = margine operativo lordo

Tale multiplo è il più utilizzato nella prassi poiché non risulta influenzato dalle politiche contabili e fiscali dell'azienda⁴¹. L'utilizzo di questo multiplo permette di esprimere al meglio la capacità dell'azienda di generare valore.

Il multiplo $EV/EBITDA$ può essere largamente utilizzato da molte imprese poiché sono rari i casi in cui l' $EBITDA$ risulti negativo (a differenza di una maggiore diffusione di casi in cui l'utile è negativo) e permette una migliore comparazione tra imprese con un alto livello di indebitamento.

Tuttavia, questo multiplo presenta un limite: è facilmente utilizzabile per le aziende anziane o con un business maturo, ma non risulta efficace per le aziende giovani, data la mancanza di dati disponibili.

- $\frac{EV}{EBIT}$

dove EV = enterprise value

$EBIT$ = margine operativo

La stima dell'enterprise value si può ricavare dall'attualizzazione dei flussi operativi della gestione caratteristica e dipende dal costo medio ponderato del capitale. Nel caso in cui l'impresa sia in una situazione stabile e non di crescita, l' $EBIT$ misura il flusso di cassa della gestione operativa; nel caso contrario di crescita aziendale, bisogna tenere conto della quota dell' $EBIT$ destinata alla crescita.

Viene utilizzato alternativamente al multiplo precedente, tuttavia potrebbe creare problemi nel momento in cui si confrontano imprese operanti in paesi diversi.

- $\frac{P}{BV}$

dove P = price

BV = book value

Tale multiplo, a differenza del primo sopra citato, mette in rapporto la capitalizzazione azionaria dell'impresa non con l'utile netto, ma con il patrimonio netto. Essendo il valore di mercato, ovvero la capitalizzazione, una stima della capacità futura di generare utili ed essendo il patrimonio netto una sorta di misura

⁴¹ "Valutazione d'azienda con il metodo dei multipli" – Angelo Fiori - <https://www.angelofiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

del costo originario, il multiplo P/BV esprime la capacità dell'azienda di generare futuri utili positivi in relazione al capitale investito.

- $\frac{EV}{S}$

dove EV = enterprise value

S = sales

Il multiplo EV/S non risulta influenzato dalle politiche di bilancio ed ecco perché è utilizzabile anche per le aziende in perdita. Tuttavia, non consente di individuare la marginalità reddituale, rendendo difficile comparare le imprese a livello di redditività ed efficienza⁴².

In ogni caso, imprese con un margine operativo elevato e con un costo del capitale ridotto godono di un multiplo EV/S più elevato.

Di seguito riportiamo una tabella riassuntiva dei multipli di mercato.

Figura n. 8 – Tabella riassuntiva dei principali multipli di mercato⁴³

P/E	→	Prezzo di borsa / Utile netto
P/BV	→	Prezzi di borsa / Patrimonio netto
EV/EBITDA	→	Prezzo di mercato dell'equity + Valore dei debiti finanziari / Margine operativo lordo
EV/EBIT	→	Prezzo di mercato dell'equity + Valore dei debiti finanziari / Reddito operativo
EV/S	→	Prezzo di mercato dell'equity + Valore dei debiti finanziari / Fatturato

3. Calcolo dei multipli per la società comparata: una volta scelti i multipli su cui basare il confronto, si passa alla fase finale nonché la più delicata. A tal proposito, potrebbero sorgere dei problemi nell'eventualità che i multipli ottenuti sono fortemente oscillanti tra le imprese comparabili: in tal caso, è opportuno eliminare i valori estremi con maggior peso sulla media.

⁴² "Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets" – John Wiley – 2012

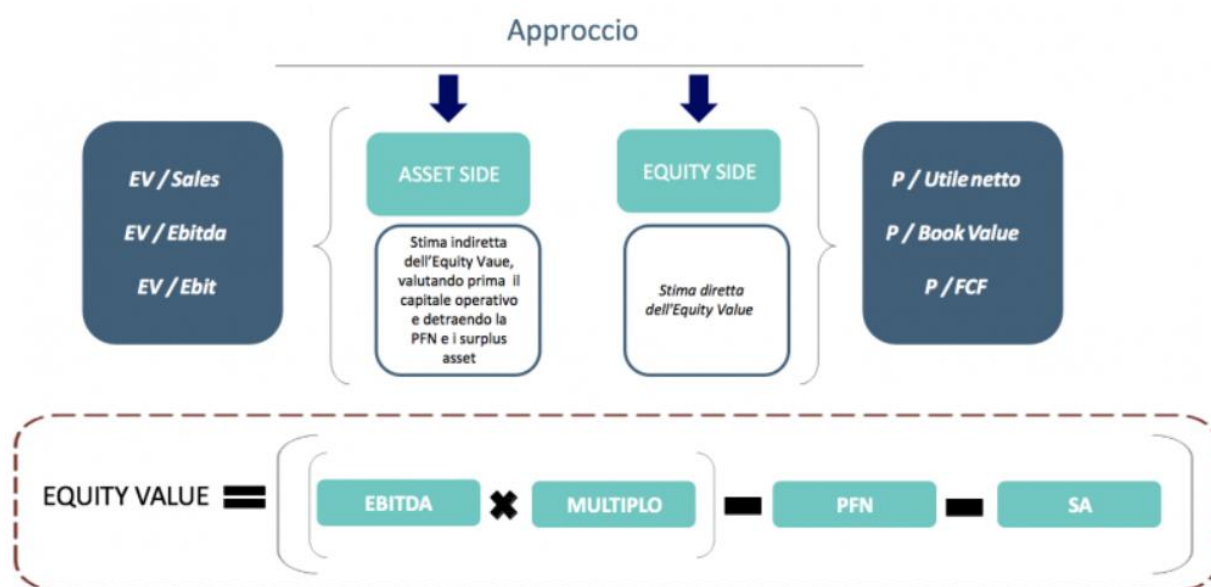
⁴³ Fonte: elaborazione propria

Talvolta, si procede all'utilizzo di due o più multipli andando, poi, ad operare sulla media degli stessi.

Una volta, quindi, scelto il moltiplicatore idoneo alla valutazione si procede alla stima del valore. Il risultato della valutazione sarà dato dal prodotto tra le variabili tipo dell'azienda ed il moltiplicatore prescelto⁴⁴. Tuttavia, potrebbe accadere che i risultati ottenuti dal confronto dei moltiplicatori prescelti tra azienda valutata e aziende comparabili siano molto diversi tra loro. In tal caso, compito del valutatore sarà classificare le imprese comparabili in base ai moltiplicatori preferiti ed effettuare una media dei risultati da poter utilizzare nella stima del valore dell'azienda oggetto d'esame. In questo modo, sarà possibile escludere aziende che presentano iniziali elementi di comparabilità, ma che sono molto distanti dalla realtà finanziaria dell'azienda valutata.

Un'ultima precisazione va fatta riguardo la scelta dei multipli. Nella prassi professionale, vi sono due tipologie di approcci alla tecnica dei multipli: l'approccio asset side e l'approccio equity side. L'approccio asset side stima il valore del capitale indirettamente, sottraendo la posizione finanziaria netta al capitale operativo; mentre l'approccio equity side stima il valore del capitale in modo diretto, a prescindere dalla posizione finanziaria netta.

Figura n.9 – Differenze tra l'approccio asset side ed equity side nel metodo dei multipli di mercato⁴⁵



⁴⁴ Precisiamo che la coerenza tra moltiplicatore e variabile economica dovrà essere mantenuta nel tempo per garantire l'adequatezza del risultato della stima.

⁴⁵ Fonte "Valutazione d'azienda con il metodo dei multipli" – Fortarezza. Dottori commercialisti Milano - <https://commercialistainfo.it/valutazione-dazienda-con-il-metodo-dei-multipli/>

Prima di procedere con l'analisi nel dettaglio delle due tipologie di approccio e dei relativi multipli, è appropriato fare un'ultima precisazione. Com'è già stato detto all'inizio di questo paragrafo, numerosi sono i vantaggi legati all'utilizzo del metodo dei multipli, soprattutto sotto il profilo della semplicità e dell'utilizzo degli elementi operativi dell'azienda. Ciononostante, vi sono alcune limitazioni. La prima e la più ripetuta critica riguarda la presunta semplicità del metodo: utilizzare i risultati provenienti dai multipli senza prima avviare un processo di rettifica ed aggiustamento delle variabili poste al numeratore e al denominatore sarebbe errato e porterebbe ad una stima non esatta del multiplo. Ecco che viene meno il requisito della semplicità. Altro limite riguarda l'utilizzo dell'EBITDA come metrica di valutazione: nel calcolo dell'EBITDA non sono compresi gli ammortamenti e gli aggiustamenti e, nonostante questi non rappresentino una vera e propria uscita di cassa, dovranno essere successivamente riaggiunti; perciò, non considerare gli ammortamenti e gli accantonamenti potrebbe risultare pericoloso.

2.3.1 I multipli di mercato nella logica asset side

Nella logica asset side, il multiplo di mercato è dato dal rapporto tra l'enterprise value ed un fattore di performance unlevered. Includendo nel calcolo la posizione finanziaria netta, i multipli secondo l'approccio asset side risultano più affidabili, dato che considerano l'attività aziendale nel suo insieme e, d'altro canto, non facendo ricorso alla leva finanziaria, risentono in maniera ridotta delle differenze di struttura del capitale. In effetti, se un'impresa avesse un livello di indebitamento nullo e, conseguentemente facesse ricorso alla leva finanziaria, il valore dell'impresa equivarrebbe proprio al valore della sua capitalizzazione. Infatti, la formula per calcolare l'enterprise value è pari a:

$$EV = \text{Indebitamento} + \text{Capitalizzazione azionaria}$$

Passiamo, ora, allo studio nel dettaglio dei multipli asset side.

- EV/EBITDA: il primo dei multipli asset side è senza dubbio il più diffuso, dato che viene calcolato a costi non monetari. Questo calcolo è un vantaggio, ma allo stesso tempo anche un limite. Sebbene l'EBITDA possa essere visto come un flusso di cassa, è una grandezza totalmente diversa: non tiene conto degli innalzamenti o decrementi del capitale circolante netto.

Il valore di mercato calcolato con l'utilizzo di tale multiplo esprime il prezzo necessario ad acquisire la società senza debiti.

Non essendo, poi, influenzato dalle politiche di bilancio, il multiplo EV/EBITDA permette un confronto più adeguato, su base azionaria, delle diverse imprese comparabili.

Precisiamo, infine, che tale multiplo potrebbe risentire dell'influenza di alcuni

fattori:

- Ammortamento;
 - Livello delle imposte;
 - Costo del capitale.
- EV/EBIT: rispetto al precedente multiplo, l'EV/EBIT porta ad un risultato informativo più completo, essendo che tiene conto anche degli investimenti e dei costi non monetari. In effetti, il multiplo EV/EBIT oltre ad analizzare l'utile generato dall'azienda, prende in esame anche le politiche di ammortamento, consentendo di redigere un giudizio fermo su come il mercato valuta i flussi monetari dell'azienda in esame.

La liquidità d'impresa è proprio rappresentata dai flussi monetari generati in un determinato orizzonte temporale. Prendendo in considerazione anche gli ammortamenti e gli accantonamenti nel calcolo dell'utile, si giunge ad una stima del valore completa.

Quattro sono i fattori che concorrono a determinare il multiplo EV/EBIT:

- Flussi monetari;
- Profittabilità;
- Rischi;
- Tasse.

I primi due fattori sono positivamente relazionati con l'EV/EBIT: un aumento dei flussi monetari o della profittabilità comporta un innalzamento del multiplo; viceversa accade nel caso di aumento dei rischi e delle tasse⁴⁶.

- EV/SALES: questo multiplo è dato dal rapporto tra l'enterprise value ed il fatturato della società ed è generalmente utilizzato in combinazione con altri multipli di mercato.

L'utilizzo del multiplo EV/SALES è supportato da innumerevoli vantaggi. Anzitutto, utilizzare i ricavi di vendita come oggetto del confronto permette non solo di comparare anche imprese operanti in settori diversi o in territori diversi, ma permette anche di confrontare le imprese indipendentemente dallo sviluppo delle stesse. I ricavi, inoltre, non possono assumere valori negativi e tendono ad essere meno influenzati da fattori esterni e sono più stabili nel tempo rispetto ai flussi di cassa.

Ciò nonostante, il fatturato non considera i costi sostenuti e, di conseguenza, non

⁴⁶ "Valuation, measuring and managing the value of companies" - McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels – 2010

può essere visto come una rappresentazione veritiera della redditività aziendale.

In generale, tutti i valori posti a denominatore dei moltiplicatori asset side non comprendono gli interessi passivi e, perciò, sono espressi in valore assoluto.

2.3.2 I multipli di mercato nella logica equity side

L'approccio equity side permette di stimare il valore dell'equity in maniera diretta partendo dall'analisi delle tipiche performance levered. Ogni multiplo equity side è dato dal rapporto tra il prezzo delle azioni ed una variabile finanziaria strettamente legata agli azionisti.

I più diffusi ed utilizzati multipli equity side sono i seguenti:

- P/E: valutando il prezzo dei titoli quotati in relazione agli utili generati dall'impresa, il multiplo in esame riesce a dare una rappresentazione dello stato di salute dell'impresa. Data la semplicità e facilità di reperimento dei dati, il multiplo P/E è il più utilizzato dai valutatori d'impresa.

Il numeratore del multiplo è rappresentato dal prezzo corrente delle azioni quotate in borsa, mentre al denominatore è collocato l'utile netto aziendale⁴⁷. Ciò comporta che l'efficacia di tale multiplo è strettamente legata con l'efficacia del mercato in cui si sviluppano i due fattori del rapporto. In termini generali, il mercato non è sempre in grado di attribuire il giusto livello di P/E e, di conseguenza, la valutazione non risulta oggettiva.

In ogni caso, tanto più è elevato il valore del multiplo P/E, tanto più sono alte le aspettative degli investitori circa lo sviluppo dell'azienda. Questo deriva dal fatto che un elevato valore del P/E è rappresentativo della volontà del mercato di pagare una quota elevata per ottenere il giusto livello di utili al denominatore.

A seconda dell'utile considerato, cambia anche la valutazione del P/E:

- P/E anticipato o forward, multiplo che tiene conto degli utili attesi dal primo anno successivo al momento della valutazione;
- Trailing P/E, multiplo che tiene conto solo degli utili effettivamente registrati nell'ultimo bilancio.

Il multiplo P/E nonostante sia frequentemente utilizzato data la sua disponibilità per la maggioranza dei titoli presenti sul mercato, presenta alcune criticità. Per le società operanti per via telematica e che godono di un elevato livello di crescita,

⁴⁷ Il denominatore del rapporto può essere ricavato sia come media degli utili di diversi esercizi, sia come utile normalizzato.

non è un indicatore significativo: i dati di bilancio di queste società non sono rappresentativi del reale livello di crescita ed utilizzare tale multiplo porterebbe ad una stima errata dell'equity.

- P/BV: il rapporto P/BV permette di confrontare la valutazione patrimoniale dell'azienda effettuata dal mercato con la valutazione del patrimonio netto espressa dal bilancio. L'utilizzo di tale multiplo è legato al fatto che permette di effettuare comparazioni anche con aziende in perdita e, in alcuni casi, risulta più efficace degli altri multipli.

Il risultato del rapporto è strettamente legato al valore del ROE⁴⁸ dell'impresa. Il ROE è una rappresentazione della capacità di remunerare il capitale investito dagli investitori. Dunque, è un indice rappresentativo del livello di attrazione dell'azienda. In effetti, il multiplo P/BV può anche essere espresso come:

$$\frac{P}{BV} = \left[\frac{ROE - g}{ROE * (K_e - g)} \right] * ROE$$

dove ROE = indice di redditività

g = tasso di crescita

K_e = costo dell'equity

Punto in comune con il multiplo P/E è proprio l'influenza che il costo dell'equity ha nel risultato del rapporto.

Sia l'earning che il book to value includono gli interessi passivi e, perciò, possono essere espressi sia in valore per azione che in valore assoluto.

2.4 Il Venture Capital Model

A differenza dei metodi di valutazione studiati fino ad ora, il Venture Capital Model (o VCM) è utilizzato per la valutazione di aziende di nuova costituzione o start – up. Gli investitori, con un interesse per le aziende giovani, punteranno ad ottenere una remunerazione superiore all'investimento iniziale o, quanto meno, cercheranno di ottenere un tasso interno di rendimento in linea con il rischio assunto. Per questo motivo, decideranno di investire in start – up con un potenziale di crescita tanto elevato da garantire la remunerazione dell'investimento in cinque o otto anni.

Il metodo del Venture Capital ingloba questa volontà di remunerazione e, in un arco temporale stabilito, attualizza un valore futuro da attribuire all'impresa. Il valore futuro può essere stimato con uno dei

⁴⁸ "Valutare l'impresa" - Tollerlyd J., Frykman D – 2005

metodi precedentemente descritti, il metodo del discounted cash flow ed il metodo dei multipli di mercato⁴⁹.

Quattro sono le fasi di applicazione del metodo VCM⁵⁰:

1. Stima del valore finale: come è stato già detto all'inizio del paragrafo, il primo passo per l'utilizzo del VCM è stimare il valore finale dell'impresa relativo al momento in cui si genererà l'utile di capitale per l'investitore. Durante il processo di stima, nasce una sorta di conflitto di interessi tra i proprietari dell'azienda e gli investitori: i proprietari tenderanno a sovrastimare il valore d'azienda al fine di ottenere un maggior compenso; gli investitori, d'altro canto, tenderanno a sottostimare il valore d'azienda con lo scopo di ottenere una maggior quota di sottoscrizione al capitale al minor costo.
2. Attualizzazione del valore finale: nella logica VCM viene spesso utilizzato come tasso di sconto per l'attualizzazione del valore finale l'IRR o TIR, ovvero il tasso interno di rendimento, il quale rappresenta il costo massimo che l'investitore può assumere in relazione ad un determinato progetto d'investimento. Di conseguenza, la formula per l'attualizzazione del valore finale è pari a:

$$VFA = \frac{VF}{(1 + TIR)^n}$$

dove VFA = valore finale attualizzato

VF = valore finale iniziale

TIR = tasso interno di rendimento

n = anni che compongono l'orizzonte temporale

3. Calcolo della quota di partecipazione: la fase successiva prevede la determinazione della quota di partecipazione richiesta dall'investitore. Il calcolo della quota di partecipazione si basa, proprio, sulla fase precedente: è dato dal rapporto tra il capitale investito ed il valore finale attualizzato; in simboli:

$$QFP = \frac{CI}{VFA}$$

dove QFP = quota finale di partecipazione

CI capitale che s'intende investire

VFA = valore finale attualizzato

4. Calcolo della quota di disinvestimento: le imprese oggetto di valutazione sono caratterizzate da diversi aumenti di capitale dilazionati nel tempo che portano, inevitabilmente, ad una variazione della compagine azionaria. A tal proposito, è indispensabile stimare l'effettiva quota di partecipazione dell'investitore al termine della diluzione, tramite il tasso di ritenzione o retention

⁴⁹ Solitamente, è preferibile abbinare il risultato del metodo dei multipli a quello del VCM dato che gli investitori sono maggiormente interessati al rapporto prezzo/utili conseguiti.

⁵⁰ "Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges" – Damodaran A. – 2009

rate (RR). Stimare il retention rate sarà necessario per la successiva determinazione della quota che l'investitore intende detenere in fase di disinvestimento. Tale quota, definita anche come required current percent ownership, è data dal seguente rapporto:

$$RCPO = \frac{RR}{RFPO}$$

dove *RCPO* = required current percent ownership o quota desiderata di disinvestimento

RR = retention rate

RFPO = required final percent ownership o quota finale desiderata

Il modello del Venture Capital si basa, quindi, sulla determinazione di tre elementi chiave: il terminal value, l'indice ROI e l'indice post – money valuation. Questi tre elementi sono strettamente collegati tra di loro; infatti:

$$ROI = \frac{TV}{PMV}$$

Ricordiamo che il ROI è la più rappresentativa voce di bilancio per l'efficienza e la redditività del capitale investito. Mantenere nel tempo un elevato valore del ROI indica che l'investimento considerato risulta conveniente.

Altra precisione è da farsi sull'indice post – money valuation. Il PMV consente di stabilire il ritorno dell'investimento ed è determinato in un momento successivo all'investimento stesso. La stima del PMV è una stima approssimata poiché si riferisce al valore di mercato di una start – up al termine di un finanziamento da parte di un venture capitalist. Analiticamente, l'indice PMV è dato dalla somma tra la valutazione pre – money e l'importo delle nuove azioni incorporate nel bilancio⁵¹:

$$PMV = \textit{premoney valuation} + \textit{valore della nuova iniezione di capitale}$$

Nonostante il metodo del Venture Capital rappresenta una soluzione ad un limite comune dei precedenti metodi di valutazione, ovvero l'applicazione delle metodologie anche per imprese di nuova costituzione, presente alcune criticità:

- Anzitutto, l'utilizzo del VCM richiede che la stima sia affidata alle previsioni sulla crescita e sui ricavi futuri. Di conseguenza, la valutazione derivante da tale modello risulta meno stabile, poiché non basata su dati certi e facilmente esaminabili;
- Proiettare i ricavi aziendali ad un data futura è un atteggiamento rischioso e rende la valutazione derivante dal modello del Venture Capital meno sicura;
- Infine, sia i tassi di sconto dei rendimenti che i multipli utilizzati nel calcolo sono fattori soggettivi, la cui stima si basa sulla percezione del rischio del valutatore. Non esistendo un metodo fisso per la valutazione del rischio, la valutazione tramite il VCM può portare a risultati gravemente diversi per i diversi valutatori.

⁵¹ "Post – Money Valuation" – Investopedia - <https://www.investopedia.com/terms/p/postmoneyvaluation.asp>

2.5 Differenze di valutazione tra aziende quotate e non quotate

Lo studio dei metodi valutativi fatto fino ad ora aveva come oggetto della valutazione le imprese quotate. Nonostante alcuni dei metodi di valutazione visti siano applicabili anche alle imprese non quotate, è opportuno precisare le principali differenze che hanno un peso sul processo valutativo.

Le imprese quotate, per loro natura, sono di proprietà degli azionisti: nello specifico, le società quotate godono di un pacchetto di azioni facilmente negoziabile e qualunque investitore che decida di acquisire le suddette azioni diventa azionista della società. Le società non quotate, invece, sono società private che non hanno accesso al finanziamento mediante offerta di acquisizione di azioni societarie.

Altra differenza sostanziale riguarda gli obblighi di divulgazione. Le società quotate sono soggette al rispetto di specifici requisiti di divulgazione di informazioni riguardanti i principali documenti contabili, quali il bilancio d'esercizio, la gestione della gestione, gli attestati di responsabilità; inoltre, sono obbligate a divulgare informazioni infrannuali sulla gestione caratteristica e sui rapporti finanziari⁵². Tale differenza è sostanziale nell'applicazione dei metodi di valutazione. Un'impresa quotata può facilmente attingere ai dati derivanti dai documenti contabili ed applicare il metodo valutativo più idoneo. Per una società non quotata, non essendo obbligata alla divulgazione di informazioni né tantomeno al rispetto di rigorosi requisiti contabili e di rendicontazione, una valutazione dal punto di vista storico non sarebbe realizzabile.

Per applicare questo tipo di valutazione alle imprese private, bisogna esaminare i bilanci con maggiore accortezza. In questo caso, sarebbe più opportuno analizzare direttamente gli estratti conti bancari da cui ricavare gli incassi ed i pagamenti del periodo. Se i flussi di cassa derivanti da tale analisi sono eguali a quelli descritti nello stato patrimoniale, allora si potrà procedere con il metodo valutativo più idoneo. Tuttavia, bisogna prestare particolare attenzione ai flussi di cassa derivanti dai bilanci di imprese private: questi dovranno essere rettificati da eventuali spese personali dell'imprenditore, benefit, indennità e rimborsi a favore del proprietario.

Altra alternativa di valutazione è ricercare un tasso di attualizzazione che rifletta il rischio di investimento. È possibile determinare il tasso di attualizzazione tramite il Capital Pricing Asset Model, secondo cui il tasso di attualizzazione è dato sia dal costo del capitale di proprietà che dal costo del debito. Riguardo il costo del capitale di proprietà, bisogna tenere conto che colui che investirà in un'azienda privata non godrà dello stesso livello di differenziazione del rischio di colui che investe in un'azienda quotata. L'investitore di un'azienda privata si accolla direttamente e completamente il rischio di fallimento dell'azienda, cosa che invece non accade o perlomeno accade in misura ridotta per l'investitore dell'azienda quotata.

Ulteriore specifica è da farsi riguardo il coefficiente di sensibilità del modello CAPM. Abbiamo visto nei paragrafi precedenti che, per un'azienda quotata, la stima del coefficiente β avviene tramite un approccio

⁵² Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE

statistico, in cui si paragonano i rendimenti del titolo con i rendimenti medi del mercato e successivamente si applica una regressione lineare. Le aziende non quotate adottano un approccio di calcolo simile, ma non uguale. Si prende come riferimento il β di imprese comparabili con l'impresa oggetto d'esame; successivamente, si procede con l'eliminazione dell'impatto generato dall'aliquota fiscale e dalla struttura finanziaria. Facendo una media dei risultati ottenuti, si determina un β unlevered di settore al quale, poi, verrà incorporata nuovamente l'aliquota fiscale e la struttura finanziaria per determinare il β levered specifico.

Dalle considerazioni appena fatte, risulta comprensibile quanto sia più rischioso e pericoloso stimare il valore di un'azienda non quotata rispetto ad un'azienda quotata. È possibile riassumere gli elementi che ostacolano la valutazione come segue:

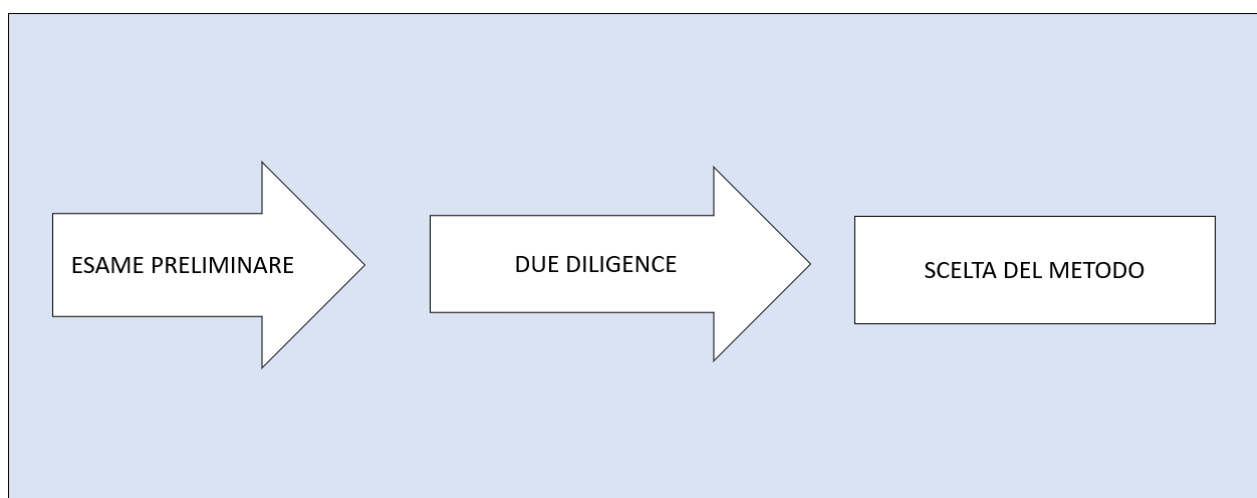
- Mancanza di informazioni;
- Struttura del capitale;
- Minore controllo sulla redazione dei documenti contabili;
- Minori dimensioni.

2.6 I metodi di valutazione economica di un brand

Fino ad ora abbiamo studiato i metodi di valutazione in generale. Il seguente elaborato si occupa di esaminare i metodi di valutazione economica di un brand operante nel settore vinicolo. Prima di procedere con lo studio delle singole aziende, è debito fare una precisazione sulle modalità di valutazione del marchio.

La valutazione economica di un brand è composta da tre fasi⁵³.

Figura n.10 – Le fasi del processo di valutazione economica di un brand⁵⁴



⁵³ "Valutazione economica del marchio" – Giambrocono & C. s.p.a. - <https://www.valutazionemarchi.it/VALUTAZ-ECONOM.html>

⁵⁴ Fonte: elaborazione propria

1. Esame preliminare: affinché sia possibile effettuare valutazione, il marchio in esame deve possedere un valore autonomo e rispettare specifici requisiti. Anzitutto, deve valere un diritto di monopolio sui tratti distintivi del prodotto tale da permetterne la registrazione. Il diritto di monopolio deve, poi, essere trasferibile e non influenzabile da eventi quali il non uso del marchio. Infine, il diritto di monopolio sul marchio deve essere relazionato a benefici in termini economici.
2. Due diligence: la fase successiva alla registrazione del marchio è rappresentata da un'analisi giuridico – amministrativa. Nella pratica, l'esame due diligence è composto da cinque fasi:
 - Esame della natura del marchio;
 - Verifica di non esistenza di marchi simili a quello oggetto d'esame;
 - Analisi della copertura dei prodotti registrati e dei territori in cui vengono commercializzati;
 - Verifica di non esistenza di ostacoli alla registrazione del marchio.
3. Scelta del metodo di valutazione: nella prassi non esiste un metodo riconosciuto di valutazione del brand. Infatti, la valutazione economica del brand, effettuata per fini di cessione di proprietà, è focalizzata sulla selezione dei fattori economici idonei ad individuare il valore economico. Il risultato della valutazione potrà essere utilizzato come coefficiente moltiplicativo di rischio. Diversi sono i fattori economici su cui basare la valutazione:
 - *Flussi finanziari*: si tratta di estrapolare dai flussi di cassa generali dell'azienda i soli flussi monetari generati dal brand. Successivamente, verranno effettuare delle stime future su tali flussi e, dai risultati, si ricaverà il valore economico del brand.
 - *Costi di ripristino del diritto di monopolio del marchio*: il metodo dei costi di ripristino è da utilizzarsi preferibilmente per brand non utilizzati o in decadenza. Il metodo dei costi di ripristino può essere espresso tramite diverse modalità: come costo storico, ovvero come la sommatoria di tutti esborsi sostenuti nel ciclo di vita del brand; come costo storico rivalutato, ovvero vengono escluse dal calcolo tutte le spese di pubblicità finalizzate al mantenimento del marchio; come costo di sostituzione o di riproduzione, ovvero valuta gli sforzi necessari a creare un marchio alternativo con le stesse caratteristiche; come costo della perdita, il quale calcola il danno derivante dalla perdita del diritto di monopolio; infine, come costo di rimpiazzo.
 - *Indicatori empirici*: ci si riferisce ad informazioni riguardanti il fatturato, le vendite o il prezzo di aziende concorrenti. Gli indicatori empirici possono, però, risultare inefficienti in quanto derivano da analisi soggettive. Ecco spiegato perché, solitamente, si preferisce utilizzare come alternativa il metodo interbrand, il quale determina il valore del brand come

$$W = F * U$$

dove W = valore economico del brand

F = flussi di reddito del brand

U = forza del brand⁵⁵

- *Differenziali tra i prezzi di vendita*: tale metodo è applicabile solo nel caso si possa determinare quanto i consumatori siano disposti a pagare per far sì che il brand mantenga il diritto di monopolio. Si procede determinando lo scarto tra il marchio ed un prodotto simile ma non registrato. In questo modo, si arriva ad analizzare il volume d'affari generato dal brand.

2.7 Metodi di stima del valore di un'azienda vitivinicola

Fino ad ora sono state esaminate le varie tipologie di valutazione aziendale, distinguendo tra metodi tradizionali e i così detti metodi innovativi. Le varie metodologie possono essere adattate alle esigenze aziendali, permettendo di ottenere un risultato efficiente e soddisfacente che rappresenti la realtà delle performance aziendali e le sue prospettive future. Il presente elaborato si occupa, nello specifico, di comprendere come viene valutata un'azienda operante nel settore viticolo e vitivinicolo. Anche per questa tipologia di aziende è possibile utilizzare le metodologie sopra citate. Eppure, è necessario fare delle ulteriori precisazioni.

Le performance di un'azienda vitivinicola sono strettamente legate a fattori tangibili e intangibili che sono alla base della produzione della materia prima, ovvero l'uva. Prima di procedere alla stima del valore, bisogna procedere ad un'accurata analisi dei risultati storici dei fondi agricoli o dei vigneti utilizzati per la produzione del vino. La ragione alla base di questo approccio è molto intuitiva: oltre alle tradizionali componenti patrimoniali, reddituali e finanziarie, un'azienda operante nel settore viticolo è composta anche da componenti di natura fondiaria, quali il terreno, i vigneti, l'avviamento degli impianti e le autorizzazioni per la coltivazione. Non tenere conto di tali elementi porterebbe ad un risultato errato del valore aziendale. Ragion per cui, le analisi che precedono la stima aziendale sono le seguenti:

- Analisi dei terreni. Esaminare i terreni utilizzati per la produzione dell'uva è fase fondamentale. In particolare, si distingue tra aziende proprietarie del terreno, aziende con coltivatori diretti del vigneto ed aziende acquirenti del prodotto raccolto.
- Analisi dei flussi di cassa futuri. Questa fase sembrerebbe anticipare la fase dell'analisi dei flussi di cassa del metodo finanziario, ma va vista in quadro più generale. I flussi di cassa non sono solo collegati alle capacità dell'azienda di generare profitti e di aumentare le vendite; si

⁵⁵ La forza di un brand può assumere valori da 0 a 100 sulla base di sette variabili: protezione legale, internazionalità, stabilità, leadership, trend, supporti di marketing e mercato.

collegano soprattutto alla capacità del terreno di produrre uva di qualità e di non deteriorare allo scorrere del tempo. Di fatto, mantenere i terreni, siano questi di proprietà o meno, in condizioni ottimali permette di generare sempre uva di alta qualità e, di conseguenza, di mantenere alto lo standard del prodotto aziendale.

- Analisi del valore del marchio. Come ogni prodotto degno di nota, anche il vino è strettamente legato alla riconoscibilità e alla notorietà del marchio. In particolare, bisogna distinguere tra il brand della casa vitivinicola ed il terreno. Per alcune tipologie di vino, la notorietà è strettamente legata al territorio in cui viene coltivata l'uva. Nel momento in cui si decide di vendere il marchio ci si trova di fronte ad una duplice scelta: o si decide di vendere anche il terreno, oppure si cedono solo i marchi relativi ad un'altra tipologia d'uva. Il rischio, nel caso in cui non si ceda la proprietà del terreno, è che il prodotto non sarebbe più legato ad una particolare tipologia di uva, perdendo così il tratto distintivo che permette la continuità delle vendite.

I tre step di valutazione sopra citati sono strettamente legati tra loro. Nello specifico, il fulcro del presame di valutazione è l'analisi fondiaria. Non va preso in considerazione solo il terreno, ma anche i processi di avviamento dei metodi di raccolta dell'uva, le autorizzazioni in termini di coltivazione del terreno, le modalità di conservazione del terreno e le modalità di raccolta dell'uva. La valutazione deve essere quanto più possibile oggettiva, al fine di rispecchiare effettivamente lo stato di salute del terreno ed il rispetto delle norme. Precisamente, sulla base del valore del terreno, tre sono i livelli di adeguatezza⁵⁶:

1. Livello inadeguato, valore numerico 0.5
2. Livello adeguato, valore numerico 0.75
3. Livello di adeguatezza molto alto, valore numerico 1.

Il fine ultimo di tale prevalutazione è, senza dubbio, la valutazione della capacità di generare reddito sulla base dei dati passati, delle prospettive future, nel rispetto delle norme di coltura e mantenimento del terreno. È possibile sintetizzare la valutazione del reddito come segue.

⁵⁶ "Guida per la stima di valore di reddito agricolo" – Ufficio generale dell'agricoltura – 2018

Figura n.11 – Esempio di calcolo del valore del reddito sulla base delle spese di realizzazione⁵⁷

Valore del reddito del primo anno di piena resa
+ Spese di realizzazione: spese per il materiale vegetale spese per i macchinari e gli impianti a sostegno del terreno
+ Spese dirette di realizzazione: spese di concimazione spese di protezione delle piante
<hr/>
= Totale spese di realizzazione
- Detrazioni generali per categoria
<hr/>
= Valore del reddito

Figura n.12 – Specifiche delle detrazioni generali delle spese di realizzazione⁵⁸

Detrazioni generali:

	Categoria A	Categoria B	Categoria C
Rischio (clima, terreno)	ridotto	medio	elevato
Potenziale di mercato	molto elevato	elevato	medio
Stato di cura/salute	ottimo	medio	scarso
Razionalizzazione	ottima	media	scarsa
Detrazioni	0–10 %	10–20 %	20–50 %

Detrazioni per:

impianti recenti: 1 anno prima dell'inizio della piena resa: riduzione del 10 %
2 anni prima dell'inizio della piena resa: riduzione del 20 %
3 anni prima dell'inizio della piena resa: riduzione del 30 %

⁵⁷ Fonte: elaborazione propria

⁵⁸ Fonte: "Guida per la stima di valore di reddito agricolo" – Ufficio generale dell'agricoltura – 2018

Come prima accennato, non è raro che il proprietario del terreno ed il titolare dell'azienda siano due soggetti distinti. Secondo l'articolo 779 CC della Legge Federale sul Diritto Fondiario Rurale del 4 ottobre 1991⁵⁹, nel caso di differenziazione di proprietà, bisogna distinguere la valutazione del terreno da quella dell'edificio aziendale. Nello specifico, è previsto che la somma dei valori dell'edificio e del terreno non può superare il valore del reddito; inoltre, il valore del terreno è compreso nel valore dell'edificio. Oltre a ciò, l'elenco dei terreni coltivati è compreso nel valore del reddito.

Prima di passare allo studio nello specifico del settore vinicolo italiano ed europeo, risulta opportuno fare un'ultima precisazione. Da quanto detto fino ad ora, è facile comprendere come la determinazione del valore del terreno è fase fondamentale per la conseguente valutazione dell'azienda vinicola. La stima del valore del terreno non può prescindere dall'esaminare alcuni fattori. In primo luogo, bisogna analizzare non solo i poderi e gli immobili aziendali sul terreno, ma anche il clima, in una prospettiva di resa futura: a seconda della diversa posizione geografica, vi è una differente esposizione ai cambiamenti climatici che comporta la classificazione del terreno ad una specifica regione climatica⁶⁰. In secondo luogo, ma non meno importante, bisogna assegnare un determinato livello di qualità al terreno. Precisamente, esistono tre livelli di qualità:

- I. Buona qualità. Tale livello di qualità permette di poter utilizzare e coltivare il terreno per svariati scopi; inoltre, garantisce una resa medio/alta delle viti piantate.
- II. Media qualità. A seconda dell'esposizione climatica, tali terreni possono garantire sia una resa elevata che una resa medio/bassa. Tuttavia, l'utilità di questi terreni è la semplice coltivazione di piante d'uva; non possono essere utilizzati per altri scopi.
- III. Bassa qualità. Non è consigliato coltivare tali terreni per scopi vinicoli, data la scarsa resa.

Nel capitolo successivo verrà esaminato il settore vinicolo, con specifiche riguardo gli operatori, le caratteristiche ed il modello di business del settore.

⁵⁹ Ultimo aggiornamento: primo gennaio 2014

⁶⁰ Le aree esposte a nord sono assegnate come "zona superiore"; le aree esposte a sud sono classificate come "zona inferiore".

Capitolo 3: Il settore vinicolo: dalle basi ai principali modelli di business

3.1 Vino: definizione e posizione sul mercato

L'obiettivo di questo elaborato è analizzare le modalità di valutazione aziendale nel settore vinicolo italiano ed europeo. In questa seconda parte del lavoro, prima di passare all'esame delle singole realtà aziendali, saranno esaminati i principali fattori del modello di business del settore del vino. Anzitutto, per meglio comprendere le caratteristiche del settore vinicolo, bisogna conoscere il concetto del prodotto – vino.

Per una corretta definizione di vino è necessario fare riferimento sia alla normativa nazionale che alla normativa europea in campo agricolo. A livello europeo, già nel 1987 furono effettuati i primi interventi in materia di regolamentazione di un comune mercato del vino. Secondo il regolamento CE n. 1493 del 1999, il cui contenuto è stato modificato prima nel 2007 e poi nel 2009, è definito vino *“il prodotto ottenuto esclusivamente dalla fermentazione alcolica totale o parziale di uve fresche, pigiate o no, o di mosti di uve⁶¹”*. Per una definizione completa, è inevitabile perfezionare la definizione di vino con le varie classificazioni del settore vinicolo. Nell'allegato XI – ter del regolamento CE n. 491/2009, i vini vengono suddivisi in:

- Vini di qualità prodotti in una specifica regione: tali vini devono necessariamente rispettare determinate restrizioni. Precisamente:
 - *Vino liquoroso*: vino con tasso alcolico effettivo compreso tra il 15% ed il 22% di volume;
 - *Vino spumante di qualità*: vino con tasso alcolico delle perdite non inferiore al 9% di volume;
 - *Vino frizzante*: vino con una sovrappressione compresa tra 1 e 2.5 bar e con un tasso alcolico non inferiore al 7% di volume.
- Vini da tavola prodotti nei territori dell'Unione Europea: tali vini, a differenza dei precedenti, non devono sottostare a specifiche normative.

Tornando, invece, alla normativa nazionale, la definizione di vino è da ritrovarsi nel regio decreto – legge del 15 ottobre 1995, che dichiara *“il nome vino è riservato al prodotto della fermentazione alcolica del mosto di uva fresca o leggermente appassita in presenza od in assenza di vinacce. Sono considerati non genuini tutti i vini che non corrispondono alla precedente definizione compresi quelli ottenuti con uve secche e quelli preparati mediante la fermentazione di soluzioni zuccherine in presenza di fecce di vino o di vinacce di uva.”⁶²*. A seguito del recepimento della normativa europea, anche a livello nazionale i vini vengono suddivisi in base alla qualità. Nello specifico:

⁶¹ Reg. CE n. 1493/1999

⁶² R. d. l. del 15 ottobre 1995 – n. 2033 – art. 13

- Vini da tavola (VdT): si fa riferimento a vini prodotti senza l'obbligo di rispettare specifiche normative circa l'uva utilizzata (l'uva utilizzata può anche provenire da diverse zone geografiche o da vendemmie differenti). L'etichetta di tali vini deve necessariamente indicare il colore, ma non è consentito descrivere la provenienza, l'anno di produzione, i vitigni utilizzati o altri elementi qualitativi.
- Vini a indicazione geografica tipica (IGT): si fa riferimento a vini prodotti in determinate aree geografiche, la cui produzione è autorizzata per legge, e che devono seguire un generico sistema di produzione. Sull'etichetta di tali vini è possibile indicare, oltre al colore, anche l'anno di produzione ed i vitigni utilizzati, ma nessun altro elemento qualitativo.
- Vini a denominazione di origine controllata (DOC): si fa riferimento a vini le cui caratteristiche sono strettamente legate alle zone geografiche di produzione (stato del terreno, vitigno, potatura, particolare esposizione al sole, ecc.). Per poter essere classificati come vini DOC, i produttori devono fare richiesta di accertamenti alla regione di appartenenza, la quale verificherà la presenza degli specifici requisiti previsti dal Ministero della Repubblica, ovvero:
 - Le caratteristiche finali del prodotto;
 - La natura del terreno di produzione;
 - Il vitigno;
 - Le tecniche di invecchiamento;
 - Le tecniche di produzione;
 - La zona geografica;
 - Le classificazioni qualitative finali.

In Italia sono presenti più di 350 vini con la denominazione di origine controllata, la maggior parte localizzati in Piemonte.

- Vini a denominazione di origine controllata e garantita (DOCG): si fa riferimento a vini già riconosciuti con denominazione DOC da almeno cinque anni e ritenuti pregiati e di particolare notorietà sia a livello nazionale che a livello internazionale nell'ambito di elementi naturali, umani e storici. La denominazione DOCG è il massimo riconoscimento esistente nel settore vinicolo e, ad oggi, in Italia sono presenti solo 44 vini con tale denominazione.

Figura n.13 – Piramide della qualità dei vini in Italia ed in Europa⁶³



Dopo aver brevemente argomentato la definizione del prodotto vino, passiamo ora ad esaminare i principali aspetti di mercato. Il settore vinicolo è stato oggetto di importanti innovazioni rappresentate da processi di internalizzazione di governance e di risultati commerciali. Da una parte, si è creata una complessa competitività che ha permesso di diversificare la qualità del vino nonché l’istituzione di diversi tipi di imprese (dalle piccole imprese vinicole alle multinazionali di alcolici). Da un altro lato, si assiste ad una costituzione di un sistema vinicolo mondiale più complesso dove, oltre ai paesi tradizionali, partecipano anche altri paesi, quali l’Australia, gli Stati Uniti ed il Cile⁶⁴.

Per quanto riguarda il mercato italiano, a differenza di altri paesi, non è stato inizialmente travolto dai cambiamenti del settore vinicolo. Ciononostante, ad oggi, l’Italia è a pari dei principali paesi competitori di tale settore e le aziende italiane pongono maggiore attenzione sull’offerta e sui meccanismi di produzione del vino. In particolare, ci si focalizza sui vini di alta qualità, quali i vini a denominazione controllata e a denominazione controllata e garantita, rendendoli il fulcro dell’offerta nazionale italiana. A tal proposito, l’andamento del settore vinicolo ha un forte impatto sull’intera economia italiana essendo uno dei pochi settori in grado di assicurare risultati soddisfacenti anche in periodi di crisi.

In questo momento, l’Italia, assieme a Spagna e Francia, è tra i principali produttori mondiali di vino di alta qualità, disponendo delle più vaste superfici vitate. Nello specifico, l’Italia è:

⁶³ Fonte: “Le denominazioni di origine e il vino” – Quattro calici Marcello Leder - <https://www.quattrocalici.it/conoscere-il-vino/la-piramide-della-qualita/>

⁶⁴ “Il mercato del vino. Tendenze strutturali e strategie dei concorrenti” – Gian Paolo Cesaretti, Raul H. Green, Angela Mariani, Eugenio Pomarici – 2006

- Il più importante produttore di vino a livello mondiale;
- Al quarto posto per vastità dei territori vitati, dietro Francia, Spagna e Cina;
- Il principale esportatore mondiale in termini di volume.

Figura n.14 – Produzione mondiale del vino⁶⁵

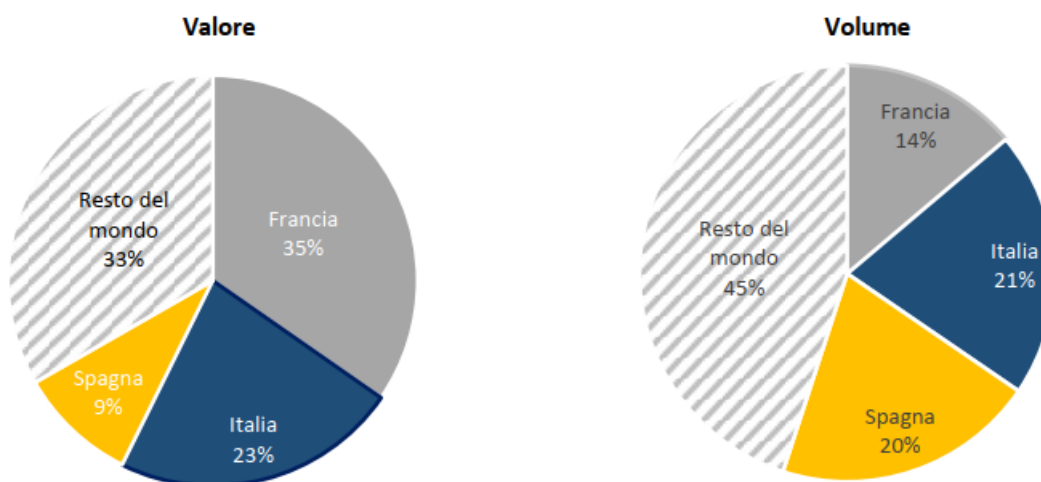
Hi m	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	Media
Italia	45.0	39.7	48.6	51.6	43.8	54.1	49.2	49.1	45.7
Francia	42.4	46.7	47.8	44.4	36.8	49.5	42.1	46.9	45.0
Spagna	44.7	38.2	37.2	38.8	33.0	45.1	34.1	40.7	37.0
Germany	8.4	9.2	8.9	9.0	7.5	10.3	8.2	8.4	8.7
Portugal	6.2	6.2	7.0	6.0	6.7	6.1	6.5	6.4	6.3
Russia	5.3	4.9	5.6	5.2	4.5	4.3	4.6	4.4	5.4
Romania	5.1	3.8	3.6	3.3	4.3	5.1	3.8	3.6	3.9
Hungary	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	3.6	2.4	2.4	2.6
USA	23.6	23.7	21.7	24.9	24.5	26.1	25.6	22.8	23.0
China	11.1	11.1	11.5	11.4	11.6	9.3	8.3	6.6	11.1
Australia	12.3	11.9	11.9	13.0	13.7	12.7	12.0	10.6	12.1
Argentina	15.0	15.2	13.4	9.4	11.8	14.5	13.0	10.8	13.2
Chile	12.8	10.5	12.9	10.1	9.5	12.9	11.9	10.3	11.1
South Africa	11.0	11.5	11.2	10.5	10.8	9.4	9.7	10.4	10.3
Other	35.2	28.8	29.7	27.4	29.2	30.8	28.6	26.9	31.3
Total	281	264	274	267	250	294	260	260	266

A livello europeo, il vino è uno dei prodotti maggiormente globalizzati, con esportazioni in diversi paesi con un recente interesse per tale prodotto. Secondo l'analisi fatta dell'Organizzazione Internazionale della Vigna e del Vigneto, al primo posto tra i consumatori mondiali di vino si trovano gli Stati Uniti, seguiti da Francia e Italia. Nonostante le crisi che il settore del vino ha subito, il consumo mondiale risulta sempre stabile negli ultimi anni, trovando sempre un equilibrio tra l'incremento in paesi non produttori ed il decremento di consumo nei paesi produttori⁶⁶. Basandosi sui dati di consumo, il mercato mondiale del vino, avvalendosi della globalizzazione e delle nuove tendenze di produzione, punta maggiormente sull'export. In questo clima, l'Italia, la Francia e la Spagna restano i maggiori produttori di vino rappresentando il 35% del commercio mondiale e mantenendo una posizione di dominio in termini di valore, volume e qualità del vino.

⁶⁵ Fonte "I numeri del vino e OIV"

⁶⁶ Ciò dimostra che il vino viene consumato meno nei paesi in cui è prodotto e maggiormente nei paesi in cui viene esportato.

Figura n.15 – Suddivisione dei principali esportatori di vino⁶⁷



Prima di passare all'analisi delle tipologie di soggetti operanti nel settore del vino, bisogna soffermarsi sulla necessità di mantenere un equilibrio tra una domanda variabile ed un'offerta stabile. Solitamente, il vino viene prodotto una volta l'anno e la quantità di vino dipende sia da fattori esogeni su cui si ha scarso controllo, tra cui i cambiamenti meteorologici e la salute del terreno, sia da aspetti economici e normativi, i quali possono essere controllati. Sulla base dei dati OIV, i consumi sono cresciuti molto lentamente mentre la produzione di vino va a ritmi ferrati. Per porre rimedio a tali differenze di andamento tra consumo e produzione, è stato richiesto che il surplus strutturale della produzione venga destinato a prodotti quali vini aromatizzati, alcol ad uso alimentare ed aceti. Così facendo, si riesce a garantire un equilibrio stabile nel tempo che permetta al settore viticolo di lavorare in maniera efficiente nonostante le oscillazioni riguardati la produzione ed il consumo⁶⁸.

3.2 Gli operatori del settore del vino

Il settore viticolo è specificamente concentrato sul prodotto e sulle caratteristiche che lo distinguono, dalla fase di raccolta a quella di imbottigliamento. Tuttavia, non possiamo esimere dal citare anche le competenze umane ed il sapere, qualità irrinunciabili per poter creare vini di qualità. Diversi sono i

⁶⁷ Fonte "RRN – Ismea su dati GTA/IHS"

⁶⁸ "Il mercato del vino in Italia e nel mondo prima e dopo il covid – 19. Situazione, tendenze e sfide per il vino a livello mondiale" – Ministero delle politiche agricole alimentari e forestali – dicembre 2020

protagonisti del settore vinicolo, ognuno suddiviso per struttura gerarchica, organizzativa e produttiva⁶⁹.

La gerarchia di divisione degli operatori del settore del vino si suddivide in integrazione orizzontale ed integrazione verticale:

- Integrazione orizzontale. In questo insieme vanno inserite le aziende agricole a conduzione familiare per l'autoconsumo, le aziende agricole di piccole dimensioni che offrono servizi di vanificazione ed imbottigliamento, imprese sotto forma di società autonome o dipendenti da multinazionali e, infine, imprese dedicate all'imbottigliatura.
- Integrazione verticale. Le gradazioni dell'integrazione verticale possono assumere diversi gradi di integrazione a seconda del servizio offerta dall'azienda. Per le aziende che producono vini a denominazione controllata e controllata e garantita, l'integrazione nasce a monte del connubio tra le varie aziende al fine di rispettare le norme disciplinari e garantire la produzione di vini di alta qualità. Per le aziende, invece, produttrici di vini da tavola, non vi sono specifiche regole di integrazione da rispettare. L'unico punto su cui focalizzarsi è il risparmio delle materie prime usate nel processo di vanificazione.

Le figure professionali proprie del settore vinicolo, a prescindere dal tipo di azienda e dalla qualità di vino prodotta, sono le seguenti⁷⁰:

- L'agronomo tecnico. L'agronomo è il professionista che guida, regola e dirige le fasi di progettazione dell'impianto vinicolo, con particolare attenzione alla fase del preimpianto, verificando che le analisi pedoclimatiche, di terreno e di innesto siano conformi alle normative. L'agronomo, inoltre, può non solo supervisionare il lavoro del viticoltore, ma anche prestare servizi di consulenza, dato il riconosciuto know how in termini di caratteristiche del territorio e del terreno.
- Il viticoltore. Il viticoltore è colui che possiede il vigneto e lavora direttamente nei campi e tra i terreni. Durante la stagione vinicola, si occupa dell'attività di mantenimento degli standard del terreno e delle viti (potatura, zappatura, annaffiatura). Infine, il viticoltore monitora la crescita delle piante e si occupa della vanificazione dell'uva.
- Il responsabile di analisi e controllo qualità. È il team leader di un gruppo di persone responsabili del controllo fisiologico delle viti e della maturazione dell'uva. Il lavoro svolto da tale responsabile è di primaria importanza, poiché permette di fare una prima classificazione della qualità del vino prodotto e, conseguentemente, di poter collocare il prodotto finale all'interno dei vari rating di classificazione.

⁶⁹ "Il mercato del vino. Tendenze strutturali e strategie dei concorrenti" – Gian Paolo Cesaretti, Raul H. Green, Angela Mariani, Eugenio Pomarici – 2006

⁷⁰ "Le figure professionali del settore vinicolo" – Famiglia Cecchi - <https://www.famgliacecchi.it/it/news/le-figure-professionali-nel-settore-vitivinicolo/718>

- L'enologo. L'enologo controlla tutte le fasi di produzione del vino, assicurandosi che la stessa avvenga nel rispetto delle norme di sicurezza, chimiche e legislative.

Passando, ora, ad una classificazione di carattere generale, i professionisti del settore vinicolo possono essere differenziati in base al tipo d'azienda di appartenenza. Se l'impresa è costituita sotto forma di società di capitali o di persone, il processo di produzione inizia con l'approvvigionamento delle materie prime per poi terminare con l'imbottigliamento del prodotto finito. La ragione per cui si procede con l'acquisto dell'uva piuttosto che nella produzione propria è da ricercarsi nel livello di ricavi annuali: ad un'impresa con un certo livello di fatturato è collegato un livello di domanda molto elevato; disporre delle materie prime necessarie significa essere proprietari di terreni molto vasti ed onerosi. Ciò comporterebbe un irrigidimento della struttura societaria causato da un'ampia mole di investimenti dispendiosi. Ecco spiegato il motivo per cui risulta più efficiente affiancare la produzione propria di uva con l'acquisto della parte restante da terzi.

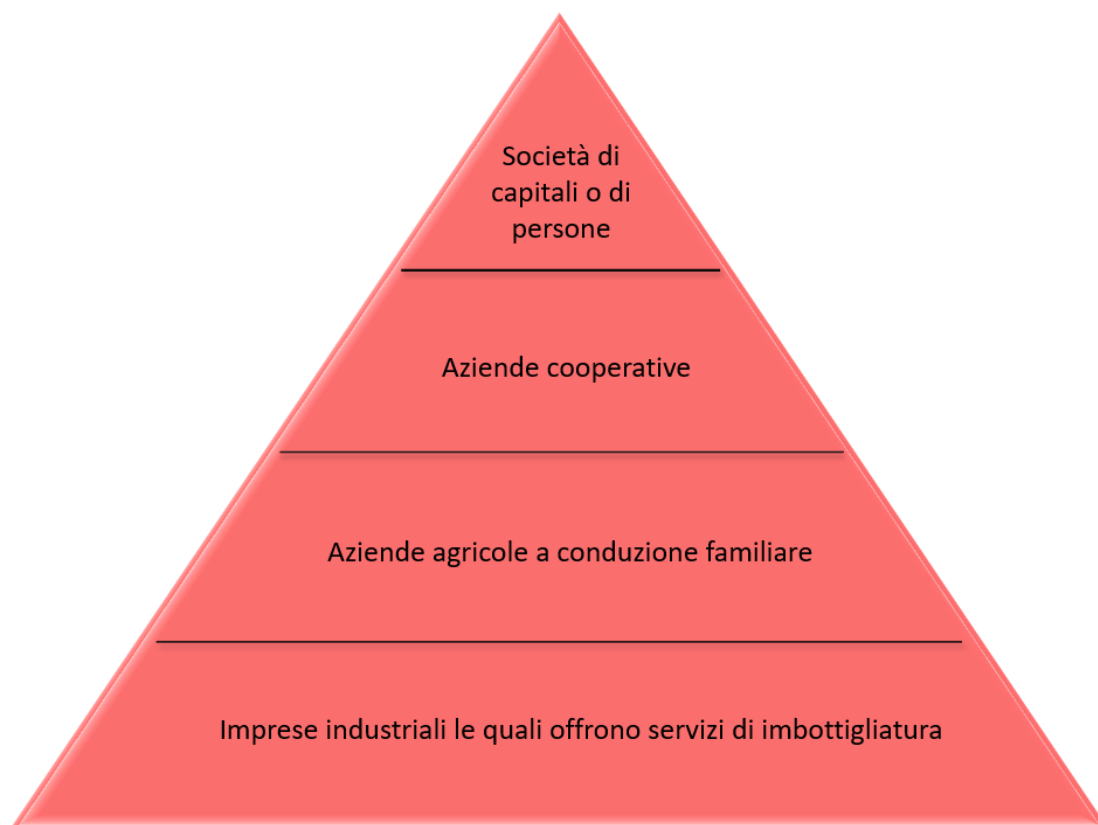
Al secondo posto della scala gerarchica si collocano le aziende cooperative. Le aziende costituite sotto forma cooperativa sono molto diffuse nel mercato vinicolo italiano grazie ai numerosi vantaggi sia agricoli che fiscali: aggregando le varie offerte, tali aziende riescono ad assicurare la massima efficacia durante la fase di vendita del prodotto (grazie al potere negoziale) e l'efficienza nella fase di lavorazione delle materie prime. Obiettivo primario delle aziende cooperative è garantire il giusto ammontare di remunerazione ai soci per il loro contributo al fondo societario: assicurando che il livello di recupero sia il più alto possibile, le aziende cooperative garantiscono la ricompensa più elevata per i soci. Nel mercato vinicolo italiano, tale forma aziendale è la più diffusa e partecipa a più della metà della produzione vinicola nazionale.

Al terzo posto sono posizionate le aziende agricole, solitamente a conduzione familiare⁷¹, le quali non riescono a stare al passo dei complessi processi produttivi delle grandi imprese. In genere, le aziende agricole sono proprietarie di piccoli terreni da cui vengono prodotte modeste quantità di uva che saranno successivamente comprate dalle aziende cooperative o dalle imprese industriali. Pertanto, il fine ultimo di tali aziende è la coltivazione e la raccolta dell'uva; talvolta, le aziende agricole hanno anche una piccola rete diretta di clienti, composta principalmente da enoteche o piccoli ristoranti.

Al termine della scala gerarchia sono collocate le imprese industriali, le quali offrono servizi di imbottigliamento e che, generalmente, sono produttrici di vini da tavola.

⁷¹ È opportuno precisare che vi è una distinzione tra aziende agricole a conduzione familiare ed aziende familiari. Queste ultime sono caratterizzate da un alto livello di esperienza e da un livello di fatturato molto più elevato delle piccole aziende agricole: di fatto, le aziende familiari hanno maturato un aumento del reddito annuale del 75% negli ultimi dieci anni, favorito da un cambiamento nella struttura gerarchica della società e da un miglioramento dei mezzi utilizzati nella produzione del vino. Le aziende a conduzione familiare, invece, sono considerati tali ogni volta che, oltre all'imprenditore, presta servizio in azienda anche uno o più familiari.

Figura n.16 – Piramide gerarchica dei tipo di aziende vinicole⁷²



Dopo questa breve classificazione dei protagonisti del settore vinicolo, nel prossimo paragrafo verranno esaminati i principi alla base della vendita e del marketing del prodotto vino.

3.3 Principi di vendita e di marketing del prodotto vinicolo

Il presente paragrafo intende esaminare le principali caratteristiche del processo di vendita e di marketing del prodotto vino. L'analisi del settore vinicolo risulta particolarmente macchinosa a causa della complessità dell'agglomerato di fasi necessarie alla realizzazione del prodotto finale e alla vendita e commercializzazione dello stesso. Precisamente, il processo di vendita e di marketing sono caratterizzati da determinate attività che andremo a studiare nello specifico.

Prima di introdurre un nuovo prodotto sul mercato, bisogna effettuare una minuziosa analisi della domanda offerta al fine di garantire il miglior prodotto per ogni area della domanda. Fondamentale è indicare il ventaglio di prodotti offerti dall'azienda: attraverso la determinazione dell'insieme di prodotti

⁷² Fonte: elaborazione propria

offerti sarà, poi, possibile stabilire se gli stessi siano o meno in linea con le richieste della clientela⁷³. Altri elementi di particolare rilievo da definire sono lo stile del prodotto ed il suo confezionamento ed il livello di rilievo e riconoscibilità del brand. Oltre a definire le specifiche del prodotto, bisogna anche determinare un prezzo coerente con la qualità dello stesso: di fatto, il prezzo è il principale biglietto da visita per la qualità del prodotto. Valutare le condizioni del mercato, le modalità di vendita e l'elasticità della domanda è necessario per stabilire un prezzo che sia la corretta rappresentazione del costo generale del prodotto. È bene comprendere che nel determinare il prezzo di vendita vengono anche definiti eventuali sconti o premi di quantità a favore di fornitori, distributori o clienti. Gli sconti possono riferirsi a differenti scenari: si va dal semplice sconto riguardante la numerosità dei prodotti richiesti, alla possibilità di incentivi su prevendite o pagamenti a breve termine.

Prima di passare agli ultimi elementi che compongono le fasi del processo di vendita, è giusto specificare brevemente i tratti della domanda e dell'offerta del mercato del vino. Nel decidere il livello di qualità del prodotto e/o servizio offerto, è fondamentale esaminare la posizione non solo delle aziende concorrenti e produttrici dello stesso prodotto, ma anche di aziende operanti in settori diversi ma che offrono un prodotto simile, ma non uguale. D'altro canto, tenere conto delle evoluzioni dei bisogni del cliente abituale e conoscere il comportamento del consumatore è fondamentale: sfruttando tali informazioni sarà possibile scegliere la miglior tecnica di promozione e di comunicazione del prodotto. A tal proposito, si procede alla suddivisione della clientela del settore viticolo sulla base di tre condizioni⁷⁴:

- Cliente abituale;
- Cliente occasionale;
- Cliente potenziale.

Un'accurata analisi della domanda permette, quindi, anche di individuare la richiesta di vini provenienti da settori e territori differenti da quelli abituali.

Ultimi elementi da definire per quanto riguarda il processo di vendita e di marketing sono il branding, il confezionamento, le modalità di comunicazione e promozione del prodotto e, ovviamente, la vendita finale:

- Il branding fa riferimento a quell'agglomerato di attività finalizzate alla differenziazione del prodotto offerto rispetto a quello dei competitors sulla base di segni distintivi, quali il logo o il nome dell'azienda. Riuscire a creare un segno distintivo, sia questo tangibile o meno, permette di emergere nel mercato: esistono contesti nel settore viticolo in cui le principali caratteristiche di un brand fanno sì che il prodotto venga preferito rispetto ad un altro simile, ma non con lo stesso livello di storia e tradizione.

⁷³ "Progettazione del modello di business e sostenibilità: analisi delle piccole e medie imprese operanti nel settore viticolo" – Giappichelli Editore

⁷⁴ La suddivisione avviene in relazione alla quantità di prodotto consumata.

- Il confezionamento è puramente finalizzato a contenere e proteggere il prodotto. Nonostante la semplicità del fine ultimo, tale attività è di particolare rilevanza poiché è uno dei principali tratti distintivi del prodotto: consente al cliente di venire a conoscenza delle principali caratteristiche del prodotto, permettendogli di distinguerlo e preferirlo rispetto a quello dei concorrenti.
- Con l'attività di promozione e comunicazione si informa il potenziale compratore dell'esistenza e della disponibilità del prodotto. Due sono le tipologie di comunicazione e promozione del prodotto vino: una comunicazione convenzionale ed una comunicazione non convenzionale. La prima tipologia fa riferimento alla tipica comunicazione tramite biglietti da visita, cartelli pubblicitari o riconoscimenti di guide culinarie specializzate. La seconda tipologia, invece, fa riferimento all'utilizzo di canali non tradizionali, quali internet ed i social network, che permettono l'interazione diretta tra impresa e cliente.
- La vendita è l'ultima fase del processo di marketing. Si può scegliere tra diverse modalità di vendita: da un lato, per le imprese di piccola dimensione, è possibile usufruire di rappresentanti esterni meno onerosi; dall'altro, per le grandi imprese, vi è la possibilità di assumere rappresentanti che si impegnano, dietro corrispettivo, a concludere quanti più contratti possibili a favore dell'azienda. L'obiettivo della fase di vendita è quello di consentire di rappresentare e divulgare i tratti distintivi del prodotto offerto non solo nel proprio territorio, ma anche in mercati esteri. Onde evitare che i rappresentanti operino per un proprio tornaconto e non a favore dell'azienda, è previsto che una parte del compenso a loro spettante sia variabile e determinata dal livello di vendite effettuate in un determinato arco temporale.

3.4 Caratteristiche dei consumatori

Nel precedente paragrafo è stato specificato che la scelta del modello di business deve linearsi con i bisogni espressi dalla clientela. Per rendere più comprensibile tale concetto, risulta opportuno delineare i tratti principali del consumatore medio del settore vitivinicolo. Una prima distinzione del tipo di consumatore con cui un'azienda vitivinicola si trova a confrontarsi è strettamente connessa con la distinzione fatta nei paragrafi precedenti circa la differenziazione delle imprese vitivinicole. Com'è stato già fatto notare, vi è una forte propensione ad approcciarsi ad una clientela nazionale per le aziende non familiari; mentre, le aziende familiari sono maggiormente propense verso una clientela estera. Per entrambe le tipologie di azienda vi è una quasi totale mancanza del consumatore diretto, non essendoci un canale di intermediazione diretto tra azienda e consumatore. Per quel che riguarda la distinzione per

aree geografiche⁷⁵, le aziende vinicole situate al nord e al centro Italia sono interessate non solo al consumatore nazionale, ma anche al consumatore estero; cosa che invece accade di rado per le aziende situate al sud o nelle isole.

Figura n.17 – Suddivisione di consumatori in base al tipo di azienda vinicola⁷⁶

	Consumatore Nazionale	Consumatore Estero
IMPRESE FAMILIARI	✓	✓
IMPRESE NON FAMILIARI	✓	X
NORD ITALIA	✓	✓
CENTRO ITALIA	✓	✓
SUD ITALIA	✓	X
ISOLE	✓	X

Sia che si tratti di una clientela estera che di una clientela nazionale, l’obiettivo di ogni azienda è individuare i bisogni del consumatore e creare un prodotto che li rispetti e li soddisfi a pieno. Da quanto descritto anche nei paragrafi precedenti, è emerso che il consumatore richiede un prodotto finale di alta qualità, ma che sia anche orientato alla sostenibilità dell’ambiente. Per soddisfare tali necessità, bisogna necessariamente mettere in atto due progetti distinti, ma tra loro collegati: la produzione di vini di alta qualità ed un progetto di sostenibilità. Quanto la qualità del prodotto offerto, questa dipende dal fine ultimo dell’azienda e dalle prospettive di performance: un’azienda di piccole dimensioni o di prima costituzione non sarà in grado di affrontare l’ammontare di spese necessario per produrre un vino di qualità, poiché non possiede ancora le risorse necessarie. Problema che invece non sussiste per le grandi aziende o per le aziende già avviate: per queste tipologie di imprese, produrre un vino di qualità è essenziale e risulta non complesso, data la possibilità di investimenti in nuove materie prime e tecnologie avanzate, ma data anche l’esperienza maturata nel tempo. La sostenibilità, invece, punta a creare un equilibrio nuovo tra economia, ambiente e

⁷⁵ Anche in questo caso ci riferiamo ai dati relativi all’Italia.

⁷⁶ Fonte: elaborazione propria

responsabilità sociale tramite l'introduzione, ad esempio, di processi di produzione con un minor impatto energetico ed un minor uso di prodotti fitosanitari⁷⁷. A differenza della produzione di vini di qualità, in questo caso sono le aziende giovani ad essere più concentrate sulla sostenibilità rispetto ad aziende che esistono da tempo, le quali ne rimangono quasi indifferenti.

3.5 Il vino come creazione di valore

Nell'espone i nove blocchi del business model Canvas è stato spesso fatto riferimento alla proposta di valore, intesa come definizione della capacità dell'azienda di creare un prodotto che rechi benefici e vantaggi maggiori rispetto a quelli concorrenziali. Essendo il blocco principale del modello Canvas, risulta necessario comprendere meglio come si crea la proposta di valore, ovvero come il prodotto vino possa creare valore per l'azienda. Anzitutto, è bene chiarire cosa si intende per creazione di valore. La creazione di valore è un concetto che si è andato sviluppando solo negli ultimi vent'anni; in effetti, si è parlato per la prima volta di creazione di valore solo negli anni '90. Ad oggi, è diventato il fine ultimo di ogni attività economica: creare valore significa riuscire a far crescere e sviluppare l'impresa, proiettando gli effetti nel lungo termine, a prescindere dal settore d'appartenenza o dal mercato in cui opera l'azienda. L'obiettivo di crescita e sviluppo deve essere condiviso da tutti gli operatori dell'azienda, diventando un obiettivo unico; se così non fosse, si rischierebbe di farlo diventare un obiettivo vano con utilità limitata.

Tornando al focus dell'elaborato in esame, la creazione di valore connessa con il prodotto – vino deve essere esaminata sotto due aspetti: attraverso i processi chiave ed attraverso le risorse chiave. In riferimento al primo aspetto, quattro sono i processi necessari alla creazione di valore:

- Processo di marketing. L'attività di marketing del settore vinicolo è strettamente correlata con le modalità di confezionamento e presentazione del prodotto per scopo di vendita. In riferimento alla vendita, altra attività fondamentale è la formazione di agenti e di distributori che siano in grado di presentare il prodotto come il migliore a livello di qualità e sostenibilità e di venderlo ad un prezzo competitivo, ma che allo stesso tempo permetta di accrescere significativamente i ricavi aziendali.
- Processo di comunicazione. Le attività di comunicazione sono attività persuasive attuate con lo scopo di orientare l'offerta verso il consumatore finale e/o incitare il consumatore a richiedere il prodotto offerto all'azienda. La comunicazione deve avvenire tramite svariati canali: dalla semplice realizzazione di opuscoli e campioni da distribuire al pubblico nelle

⁷⁷ "Progettazione del modello di business e sostenibilità: analisi delle piccole e medie imprese operanti nel settore vinicolo" – Giappichelli Editore

fiere, all'utilizzo dei media e dei social per la promozione del prodotto. È ovvio che il processo di comunicazione è fortemente relazionato con il processo di vendita e di marketing.

- Processo di produzione. L'attività di produzione per fini di creazione di valore non fa tanto riferimento alla produzione della materia prima, ovvero dell'uva, quanto alla produzione del prodotto finito, ovvero il vino. Ci si concentra, principalmente, sui processi di fermentazione, di maturazione e di conservazione del vino⁷⁸.
- Processo di innovazione. Rimodernare le attività di produzione del vino, introducendo nuove tecnologie che permettano di ottenere la stessa qualità di prodotto con un minore impatto ambientale e con un limitato utilizzo di farmaci⁷⁹ ed agenti chimici, permette di rendere il prodotto finito più appetibile agli occhi del consumatore con conseguente aumento dei ricavi e, quindi, del valore creato dal prodotto.

Anche le risorse giocano un ruolo imprescindibile nella creazione del valore. Come già specificato nei paragrafi precedenti, le risorse chiave sono rappresentate dall'insieme di beni a cui l'azienda fa ricorso per sostenere il modello di business prescelto. Le risorse essenziali per la creazione di valore possono essere suddivise come segue:

- Risorse finanziarie: si fa riferimento ai mezzi necessari per far fronte agli ostacoli ed ai bisogni economico – aziendali. In particolare, le risorse finanziarie sono rappresentate dalle disponibilità finanziarie dell'azienda, quali contanti, azioni, opzioni, linee di credito.
- Risorse intellettuali: si fa riferimento all'esperienza maturata nel tempo, ai brand, ai brevetti, allo schedario clienti, ai progetti in essere e alla gestione dell'impresa.
- Risorse umane: con il termine risorse umane si indica l'insieme di persone che dedicano il proprio impegno all'attività d'azienda.
- Risorse fisiche: non sono altro che i beni necessari per produrre o vendere fisicamente il prodotto offerto (macchinari, tecnologie, punti vendita, ecc.).

3.6 Il settore vinicolo europeo

L'Unione Europea è il principale produttore e distributore di vino a livello mondiale. Secondo i dati raccolti tra il 2014 ed il 2018 dalla Commissione Europea, l'Unione Europea *“rappresenta il 45% delle zone*

⁷⁸ “Progettazione del modello di business e sostenibilità: analisi delle piccole e medie imprese operanti nel settore vinicolo” – Giappichelli Editore

⁷⁹ Per “farmaci” si intendono i medicinali alimentari consentiti dal Ministero della Salute. L'uso di qualsiasi farmaco non presente nell'elenco stipato dal ministero comporta il divieto del commercio del prodotto.

*viticole mondiali, il 65% della produzione, il 60% del consumo mondiale e il 70% delle esportazioni*⁸⁰. I principali produttori di vini a livello europeo sono l'Italia, la Francia e la Spagna, con un livello di produzione del vino rispettivamente pari a 27.2%, 28.6% e 24.7%. Italia, Francia e Spagna regnano nel settore vinicolo anche a livello mondiale; in effetti, gli Stati Uniti si trovano solo al quarto posto, possedendo quasi tre miliardi di tonnellate in meno di superficie coltivata rispetto all'Italia. Ma non solo. Italia, Francia e Spagna padroneggiano anche rispetto a produttori emergenti, quali Argentina, Cina e Australia⁸¹. Anche a livello europeo il vino è distinto in base alla qualità: nello specifico, si distingue tra vino di alta qualità e vino da tavola. Anche se il 40% dei vini prodotti in Italia rientrano nella denominazione DOC e DOCG, è la Francia a dominare il settore dei vini di alta qualità, con l'80% di produzione. Ci si potrebbe chiedere perché, nonostante l'Italia sia riconosciuta a livello mondiale per la produzione di vino, si trovi solo al secondo posto e non riesca a garantire vendite ed esportazioni efficienti. La risposta è molto semplice: la qualità non è sinonimo di creazione di valore. Secondo i dati raccolti dalla Food Industry Monitor, diversi sono i motivi che portano l'Italia al secondo posto. Primo tra questi è, sicuramente, l'importanza del brand: mentre i made in Italy vero e proprio sono ancora pochi, i marchi francesi sono riconosciuti e desiderati dai consumatori. Le aziende francesi, nel corso degli anni, sono state capaci di mettere in atto campagne di promozione e comunicazione tali da creare forti fidelizzazioni con clientela non solo nazionale, ma anche estera. I vini italiani, invece, si presentano in maniera disomogenea sul mercato estero, con conseguente conoscenza del brand ma non crescita del desiderio. Altro motivo alla base delle differenze tra Francia e Italia è che la maggior parte delle aziende produttrici di vino sono a conduzione familiare. Nell'analizzare il modello di business delle aziende italiane, è emerso che le imprese familiari non hanno una visione orientata all'internazionalità e non considerano come essenziale le competenze a livello del marketing. Ciò porta, conseguentemente, ad un minor riconoscimento in campo internazionale.

L'indice di borsa vinicolo italiano, a differenza di quello francese, presenta performance più efficienti. Secondo uno studio condotto dall'Area Studi Mediobanca, l'indice vinicolo italiano è leader nel settore borsistico mondiale: dal 2001 al 2019 l'indice creato da Mediobanca (il quale comprende 55 aziende quotate in Italia e all'estero) è cresciuto del 354%, a differenza di altri indici mondiali esaminati nello stesso periodo di tempo che sono cresciuti solo del 163%, superando anche l'indice mondiale sul cibo, bevande e tabacco (Msci Food Products Index e Msci Beverage).

⁸⁰ Fonte "Vino. Sostegno e protezione dei prodotti di uva, dei prodotti di vino, dei commercianti e consumatori dell'UE attraverso la politica, la legislazione, l'etichettatura, le misure commerciali e il monitoraggio del mercato" – Commissione Europea - https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/plants-and-plant-products/plant-products/wine_it

⁸¹ "Qualche dato sul settore del vino dell'Unione Europea" – Veneto agricoltura

Figura n.18 – Andamento delle principali società vinicole italiane e dell'indice di borsa⁸²

Italiane: pre-consuntivi 2019 e assetto commerciale

Sezione 3

Var. %



Indici; 2014=100

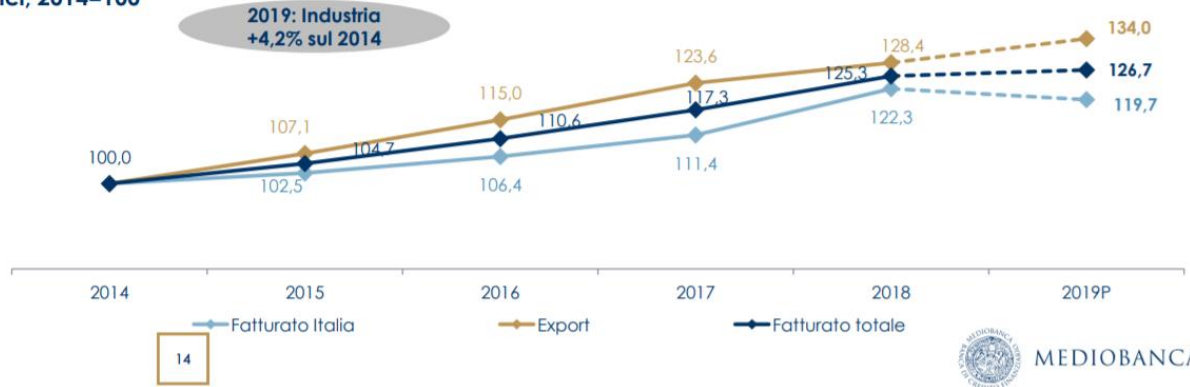
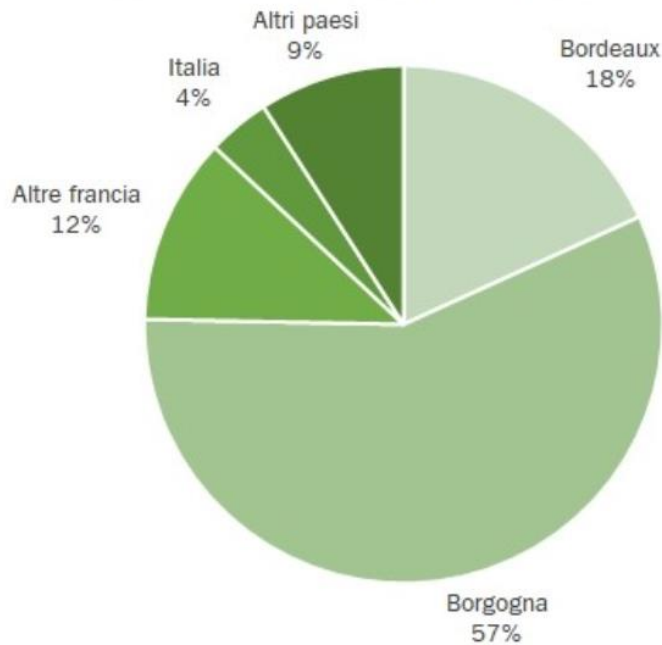


Figura n.19 – Principali produttori di vini europei per zona geografica⁸³

Zona di provenienza dei "1st" cru - LivEx 2019



⁸² Fonte "Indagine sul settore vinicolo. Area Studi Mediobanca" – 26 maggio 2020 – Milano

⁸³ Fonte "I numeri del vino. Statistiche produttive, dati di mercato e di consumo, risultati economici dei vari operatori" – I numeri del vino

Passando ad un'analisi puramente legislativa, dalla prima riunione dell'Organizzazione Comune dei Mercati avutasi nel 1962, svariate sono state le normative che hanno regolamentato il settore vinicolo. Le prime normative lasciavano ampio spazio d'azione ai produttori di vino, i quali potevano liberamente operare senza limitazioni d'impianti e con poca vigilanza. Successivamente, gli obiettivi principali degli assetti normativi sono mutati. È indubbio che le innovazioni hanno avuto come scopo il semplificare e l'unire le legislazioni che disciplinano la produzione del vino; nello specifico, sono stati rafforzati i diritti di impianto vinicolo, in modo da permettere ai produttori del vino di aumentarne la produttività. L'ultima normativa in campo vinicolo risale al 2013 e riguarda:

- La conservazione delle tradizioni della viticoltura europea, ma con uno sguardo più attento all'impatto ambientale;
- La semplificazione delle riforme di gestione del settore, tale da garantire l'equilibrio tra domanda e offerta;
- Il rafforzamento della competitività dei produttori di vino.

A sostegno del settore vinicolo, sono stati ideati diversi progetti volti a creare tecnologie e processi innovativi che permettano di produrre un vino nel rispetto dell'ambiente e degli obiettivi aziendali. Riguardo quest'ultimo punto, la commissione europea ha ampliato l'area di manovra delle metodologie di comunicazione e promozione, permettendo alle aziende di raggiungere anche i consumatori più remoti. Inoltre, è stato possibile ampliare i territori di negoziazioni introducendo la possibilità di stipulare contratti internazionali di libero scambio sia per via bilaterale che per via multilaterale⁸⁴.

Il settore vinicolo europeo, al pari con altre tipologie di settori, necessita di essere regolamentato per poter garantire il corretto funzionamento. A tal fine, l'Unione Europea ha deciso di istituire l'Osservatorio del Mercato Vitivinicolo (WMO, Wine Market Observatory), con lo scopo di garantire sicurezza e trasparenza nei rapporti tra produttore, distributore e cliente tramite la diffusione giornaliera dei dati di mercato. Nello specifico, l'obiettivo dell'Osservatorio viene perseguito grazie a quattro canali:

- Applicazione pubblica sui prezzi del vino, la quale divulga informazioni riguardo i prezzi dei vini di qualunque fascia di qualità⁸⁵.
- Applicazione pubblica sui vini prodotti e sulle scorte, la quale divulga annualmente informazioni riguardo la produzione dei vini, le scorte iniziali, le disponibilità finali e le superfici vitivinicole⁸⁶.

⁸⁴ La possibilità di stipulare accordi tra paesi dell'Unione Europea e paesi terzi deve necessariamente avvenire dietro mandato negoziale della Commissione Europea.

⁸⁵ Ai sensi del Regolamento UE 2917/1185, art. 12a, allegato 11.3a

⁸⁶ Applicazione in vigore dal 1997.

- Database sul commercio del vino, il quale divulga informazioni circa i dati di importazione ed esportazione delle diverse categorie di vini europei⁸⁷.
- Dashboard del vino, il quale raccoglie e divulga una vasta quantità di informazioni circa il settore del vino.

3.7 Come la crisi pandemica ha colpito il settore vinicolo

Tra la fine del 2019 e i primi mesi del 2020 un virus chiamato Covid – 19 ha provocato un’infezione a livello globale con conseguenze disastrose in campo economico e sociale. La pandemia ha colpito in un momento in cui vi erano già forti incertezze sui mercati vinicoli globali, relativi ai fragili equilibri commerciali tra i vari paesi. Uno dei primi provvedimenti adottati da diversi paesi a livello mondiale è stata la chiusura del canale Horeca, ovvero il canale di distribuzione di prodotti vinicoli in alberghi, ristoranti, bar, catering e simili, a seguito delle restrizioni e dei vari lockdown. La scelta di chiudere il canale Horeca ha avuto conseguenze disastrose: ha causato un improvviso blocco delle forniture di vini, provocando non solo un decremento delle vendite, ma anche gravi problemi relativi ai pagamenti dei prodotti già consegnati. A seguito della chiusura dei punti di ristoro, le aziende produttrici di vini hanno dovuto amplificare la vendita tramite canali non convenzionali, ovvero tramite l’utilizzo dei social, dei siti online o tramite la vendita diretta nelle cantine. Da un’analisi svolta nei primi mesi successivi allo scoppio della pandemia, l’utilizzo di tali canali di vendita ha permesso di compensare le perdite iniziali e, in alcuni casi, di generare un profitto aggiuntivo rispetto a quello previsto⁸⁸.

Da una prima lettura sembra che il settore del vino sia stato in grado di proteggersi dalla crisi. Ma così non è, o almeno, così non è stato per tutte le tipologie di azienda. Nei primi paragrafi di questo capitolo è stata fatta una distinzione tra le diverse qualità di vino; a qualità differenti corrispondono prezzi differenti. I vini da tavola, i più economici in termini di prezzo e di costo di produzione, hanno saputo reagire al meglio, essendo ben diversificati sui mercati ed utilizzando canali distributivi a stretto contatto con il cliente. Stesso discorso va fatto per i vini di alta qualità: solitamente questa tipologia di vini viene venduta direttamente dal distributore al consumatore, senza avvalersi di canali supplementari. Per i vini di qualità intermedia, ovvero i vini ad indicazione geografica tipica, il discorso cambia: affidando la distribuzione del prodotto finito al canale Horeca, hanno subito un forte danno alle vendite e al fatturato.

Le conseguenze della crisi pandemica non sono le stesse per tutti i mercati del vino, anche se tutti i principali paesi produttori di vino hanno subito una perdita dei ricavi derivanti dagli scambi internazionali.

⁸⁷ Database in vigore dal 2001.

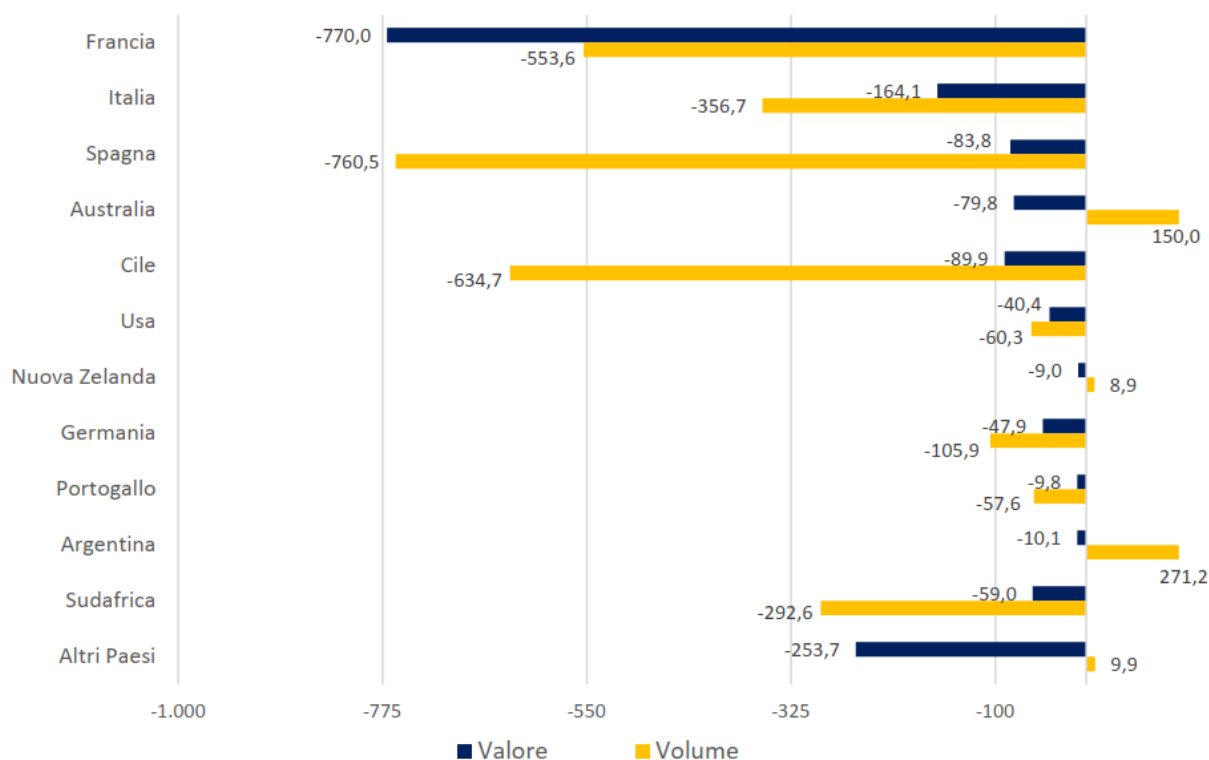
⁸⁸ “*Wine Quarterly Q3 2020: Covid-19 and the US Premium Wine Market, Part II: Building an E-Commerce Team 101*” – Rabobank – luglio 2020

La Francia, nonostante sia al podio dei produttori di vino a livello mondiale, è stata la nazione che ha subito le peggiori conseguenze: nei primi mesi della pandemia, ha perso oltre 770 milioni di euro e 55 milioni di litri di vino non venduto. Anche l'Italia è stata duramente colpita dalla crisi. Già prima della diffusione del Covid – 19, un numero rilevante di società vinicole italiane presentava debolezze che avrebbero causato danni, in ogni caso. Le principali imperfezioni delle aziende vinicole riguardavano la struttura commerciale e giuridica, la mancanza di comunicazione tra i diversi produttori, la limitata conoscenza di alcuni vini italiani nel mondo e la non diversificazione dei canali distributivi. Riguardo quest'ultimo punto, la maggior parte delle aziende collega l'indebolimento delle vendite alla chiusura del canale Horeca: utilizzare un unico canale di distribuzione porta, conseguentemente, a risultati negativi nel lungo termine specialmente per le piccole e medie imprese.

Ciò nonostante, la maggior parte dei paesi produttori di vino hanno registrato riprese nei mesi successivi al primo lockdown, riprese non in termini di aumento di fatturato, quanto in termini di diminuzione delle perdite. Le aziende vinicole francesi sono riuscite a ridurre le perdite del 20%, passando da un -30% ad un -10%. Anche l'Italia è riuscita a ristabilizzarsi, portando le perdite da un livello elevato pari al 10% ad uno stabile pari al 2%. A livello mondiale, solo l'Australia e la Nuova Zelanda non hanno subito perdite ma, al contrario, hanno aumentato i propri ricavi realizzando scambi con paesi esteri: in termini di volume di vendita, l'Australia e la Nuova Zelanda sono riuscite ad innalzare del 1,3% le proprie vendite solo nei primi tre mesi della pandemia⁸⁹.

⁸⁹ "Il mercato del vino in Italia e nel mondo prima e dopo il Covid – 19. Situazione, tendenze e sfide per il vino a livello mondiale" – Rafael Del Rey, Fabio Piccoli – dicembre 2020

Figura n.20 – Rappresentazione delle esportazioni in termini di vendita e di volume dei principali paesi nel 2019 e nel 2020⁹⁰



Il settore vinicolo, sia italiano che mondiale, non tornerà ai livelli pre – pandemia fino a quando questa non sarà sconfitta, o quanto meno attenuata. Malgrado ciò, un cambiamento sostanziale nelle modalità di produzione, vendita e marketing del prodotto – vino potrebbe portare alla ripresa nel breve periodo. In primo luogo, le aziende dovrebbero adottare un approccio orientato al Voice of Customer (VOC). La pandemia da Covid – 19 non ha provocato cambiamenti solo nell’economia, ma anche nei comportamenti e nei bisogni dei consumatori. Ecco che risulta essenziale migliorare l’esperienza del consumo, al fine di attirare quanti più nuovi clienti e di fidelizzare i clienti già acquisiti. Lo scopo della Voice of Customer, in italiano “voce del cliente”, è proprio questo: acquisire le aspettative, le preferenze e le avversioni del cliente tramite un processo complesso composto da fasi di ricerca qualitative e quantitative. La VOC è una ricerca di mercato che colloca i bisogni e i desideri del cliente in una scala gerarchica in relazione all’importanza delle necessità e alla possibilità di sostituzione del prodotto. La VOC è, quindi, in grado di raccogliere informazioni a sostegno del marketing e del branding aziendale.

Precedentemente è stato precisato quanto l’Italia abbia subito gravi perdite anche a causa del mancato riconoscimento a livello mondiale dei vini prodotti. Le aziende italiane dovrebbero imparare a adattarsi a

⁹⁰ Fonte “RRN – Ismea su dati GTA/HIS”

specifici ambienti o mercati esteri e a determinate nazioni e culture. Conoscere gli usi e le abitudini dei consumatori esteri permette di definire le modalità migliori di comunicazione con il cliente e di individuare gli strumenti idonei a promuovere il prodotto in un ambiente internazionale.

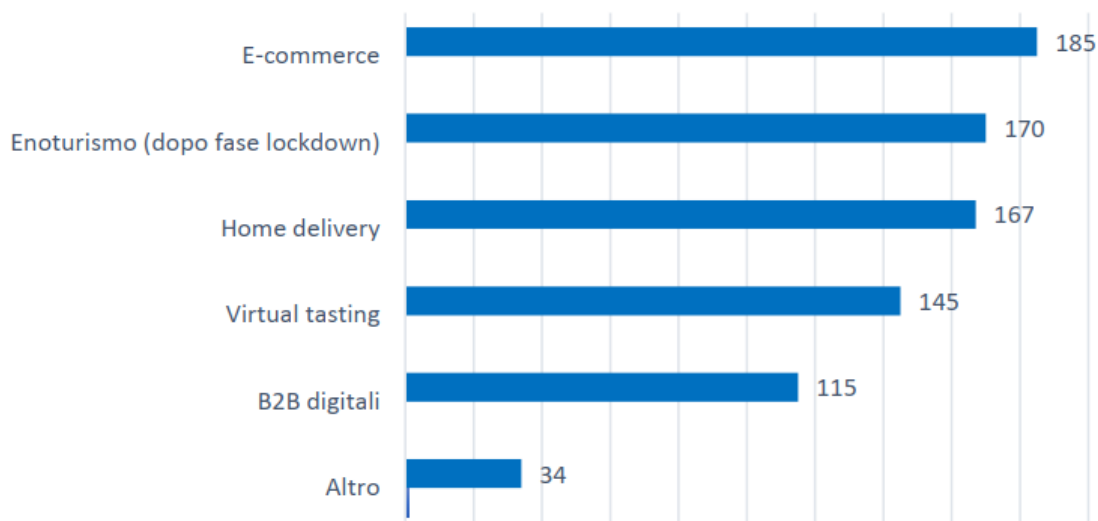
Punto in comune alle strategie adottate dalle aziende per fronteggiare la crisi è il ricorso alla digital commerce⁹¹. La crisi pandemica ha modificato le abitudini di acquisto del vino, orientando i consumatori verso strumenti digitali che permettono di acquistare il prodotto in tempi brevi e senza contatto con il pubblico. Alla luce delle nuove scelte e dei nuovi bisogni dei consumatori, le aziende hanno deciso di adottare una strategia a tre stadi, la così detta formula – 3:

1. E – commerce. Con l'espressione e – commerce ci si riferisce all'insieme di transazioni tra la domanda e l'offerta messe in atto grazie all'internet.
2. Home delivery. L'home delivery si riferisce alla consegna diretta del prodotto al cliente, senza ci sia un contatto tra punto vendita e consumatore. Anche se può sembrare una metodologia di vendita tradizionale, l'home delivery, ad oggi, non potrebbe esistere senza essere connesso ad un canale digitale. In un periodo in cui la distribuzione del prodotto ha subito notevoli cambiamenti, anche le modalità di comunicazione sono mutate. Le aziende hanno utilizzato i social media, le newsletter, i siti aziendali per informare i propri clienti della possibilità di effettuare la consegna a domicilio dei prodotti richiesti.
3. Enoturismo. L'enoturismo è una specifica tipologia di turismo basata sull'informazione del vino e sulle metodologie di produzione. Due solo le ragioni per cui l'enoturismo, a differenza del turismo nella sua forma classica, non è stato duramente colpito dalla crisi economica: in primo luogo, non necessita di un gran numero di turisti, ma solo di una cerchia ristretta; inoltre, l'enoturismo si sviluppa in ambienti aperti, permettendo il pieno rispetto delle norme di sicurezza in tema Covid – 19.

Le prime due strategie della formula – 3 sono di natura digitale, ma non sono le uniche risposte digitali adottabili. La business – to – business strategy (b2b) fa riferimento alle transazioni economiche tra impresa e fornitori prima che il prodotto venga commercializzato. Le b2b rimandando non solo agli incontri digitali tra impresa e compratore, ma sono anche strumenti utilizzati per intercettare nuovi investitori e distributori. Altra strategia digitale adottabile sono le degustazioni digitali: ovvero, esperienze digitali che permettono al potenziale cliente di conoscere tutti i tratti distintivi del prodotto offerto e di incentivarne l'acquisto.

⁹¹ "Settore viticolo e digitale. Quali opportunità per il 2021" – Noesperience team – 21 ottobre 2020

Figura n.21 – Strategie adottate per fronteggiare la crisi⁹²



Prima di concludere il discorso riguardante le strategie migliori per contrastare la crisi, è utile definire le ultime riflessioni di carattere generale. Dall'analisi condotta, risulta evidente che per ridurre il rischio di perdita basta diversificare i mercati, approcciandosi anche ad un pubblico estero. La ragione è molto semplice: non tutti i mercati hanno reagito allo stesso modo alla crisi pandemica; se l'azienda riuscisse ad individuare i punti di sbocco in un mercato diverso da quello usuale, riuscirebbe non solo a stabilizzare le vendite, ma anche ad implementarle. La diversificazione dovrebbe riguardare non solo i mercati, ma anche i canali di vendita, al fine di rendere prolifera la posizione dei vini prodotti.

Alla luce dell'analisi svolta fino ad ora, emergono i punti di debolezza delle varie aziende vinicole, i quali verranno di seguito riassunti:

- Scarse capacità di analisi aziendale: molte aziende vinicole non sono in grado di valutare l'azienda in modo oggettivo.
- Limitati canali di comunicazione: la crisi pandemica ha messo in luce come solo le aziende che hanno diversificato la comunicazione siano riuscite a ristabilire i livelli di vendita;
- Mancanza di un target di riferimento: limite principale della maggioranza delle aziende vinicole è non diversificare le vendite a seconda dei diversi segmenti di clientela e di mercato;
- Utilizzo di un canale distributivo: la crisi pandemica ha obbligato le aziende ad ampliare i canali distributivi utilizzati per poter stabilizzare il rapporto con il cliente;
- Mancato riconoscimento del marchio: il problema della scarsa conoscenza del brand è decisamente peggiorato durante la crisi, obbligando le aziende a migliorare sia le modalità di promozione sia i segni distintivi del prodotto.

⁹² Fonte "Elaborazione RRN – Ismea su un campione di imprese"

In conclusione, le modalità di crescita e ripresa del settore vinicolo sono molteplici, ma tutte basate sull'implementazione dei canali digitali. Inoltre, riuscire a conoscere le nuove esigenze del consumatore, riuscire a fidelizzarlo, aumentare le vendite online e raggiungere anche mercati esteri sono il fulcro della ripresa. Ad ogni modo, a prescindere dalla tipologia di vino prodotta o dall'obiettivo aziendale, un'impresa forte dal punto di vista finanziario e che non basa il proprio funzionamento sui finanziamenti provenienti da terzi riesce a fronteggiare la crisi, di qualunque tipo, in maniera efficiente.

3.8 Il modello di business

Il successo aziendale è strettamente legato alla scelta del modello di business: scegliere correttamente il business plan comporta non solo miglioramenti delle performance aziendali, ma anche una più efficiente combinazione tra risorse raccolte e progetti in essere. Il compito di scegliere il modello più adeguato spetta ai manager. I manager non devono solo scegliere il modello nel momento della costituzione d'azienda, ma devono anche essere in grado di modificarne l'assetto nel momento in cui si presentano minacce e/o opportunità. In linea generale, il modello di business raccoglie tutte le informazioni riguardanti:

- i progetti messi in atto per portare l'azienda in una posizione favorevole sul mercato;
- le modalità di valorizzazione del fattore umano con conseguente miglioramento dell'ambiente lavorativo⁹³;
- le modalità di scelta tra i diversi fornitori e clienti;
- la valutazione delle performance aziendali.

Per quel che riguarda il settore vinicolo, non esiste una regola fissa per la scelta del modello di business, ma questa dipende dal tipo di azienda e dal fine ultimo della stessa, e non solo. Prima di passare allo studio dei modelli più innovativi, di seguito verrà riportata una prima classificazione basata sulla governance dell'azienda.

La seguente classificazione verrà fatta su due tipologie di imprese nel settore vinicolo: imprese familiari ed imprese non familiari. Anche se il modello di governance alla base non è lo stesso, le caratteristiche del modello di business di entrambi i tipi di azienda sono molto simili, se non uguali. Partiamo col dire che la clientela, per ambedue le tipologie di azienda, è formata da importatori, distributori o professionisti del settore; di seguito, il manager dovrebbe escludere il consumatore finale, nonostante sia il soggetto maggiormente redditizio, poiché non esiste una connessione diretta tra azienda e consumatore. Inoltre, mentre per le imprese familiari il terreno ed il territorio non costituisce un elemento chiave per la creazione di valore, per le imprese non familiari questi diventano fattori fondamentali essendo, per la maggior

⁹³ Creando un ambiente di lavoro più favorevole si incentiva il personale ad essere più efficiente ed innovativo.

parte dei casi, non di loro proprietà. Inoltre, è necessario segnalare che, ancora per le imprese non familiari, non vi è uno sguardo ed un impegno ad una produzione più sostenibile; sostenibilità che, invece, è uno dei punti che maggiormente influenza la scelta del cliente. Da questa breve analisi ne consegue che il modello di business adottato dalle imprese familiari risulta più efficiente, non solo perché queste sono orientate anche allo scambio con clienti esteri, ma anche perché, negli ultimi anni, le aziende familiari stanno investendo per rendere la propria azienda più sostenibile nei confronti dell'ambiente e della società.

Altra distinzione del modello di business può essere fatta in base ai fattori distintivi del settore geografico in cui si opera⁹⁴. Come evidenziato per le imprese non familiari, anche per le imprese produttrici di vini di media qualità e localizzate nel meridione o nel settentrione italiano, la clientela è principalmente nazionale, non essendoci una forte richiesta estera di vini non a denominazione controllata o non a denominazione controllata e garantita. Tuttavia, principalmente per le imprese collocate nel Nord Italia, i manager hanno scelto di investire per migliorare i programmi di produzione del prodotto finito al fine di alzarne il livello della qualità.

Ultima distinzione da fare riguarda la scelta del modello di business per le piccole e medie imprese. Nonostante le performance delle singole imprese siano diverse tra loro, è possibile individuare alcuni elementi in comune. In entrambe le tipologie di imprese, nonostante il cliente sia un fattore essenziale per la creazione di valore, è quasi completamente assente la clientela formata dal consumatore finale. Sotto il profilo della sostenibilità, è emerso come tale concetto sia recepito ma non completamente integrato nella governance aziendale. Tuttavia, le piccole e medie aziende stanno investendo in progetti più sostenibili non tanto col fine ultimo di ridurre i costi di produzione, quanto per cercare di fidelizzare quanto più possibile la clientela.

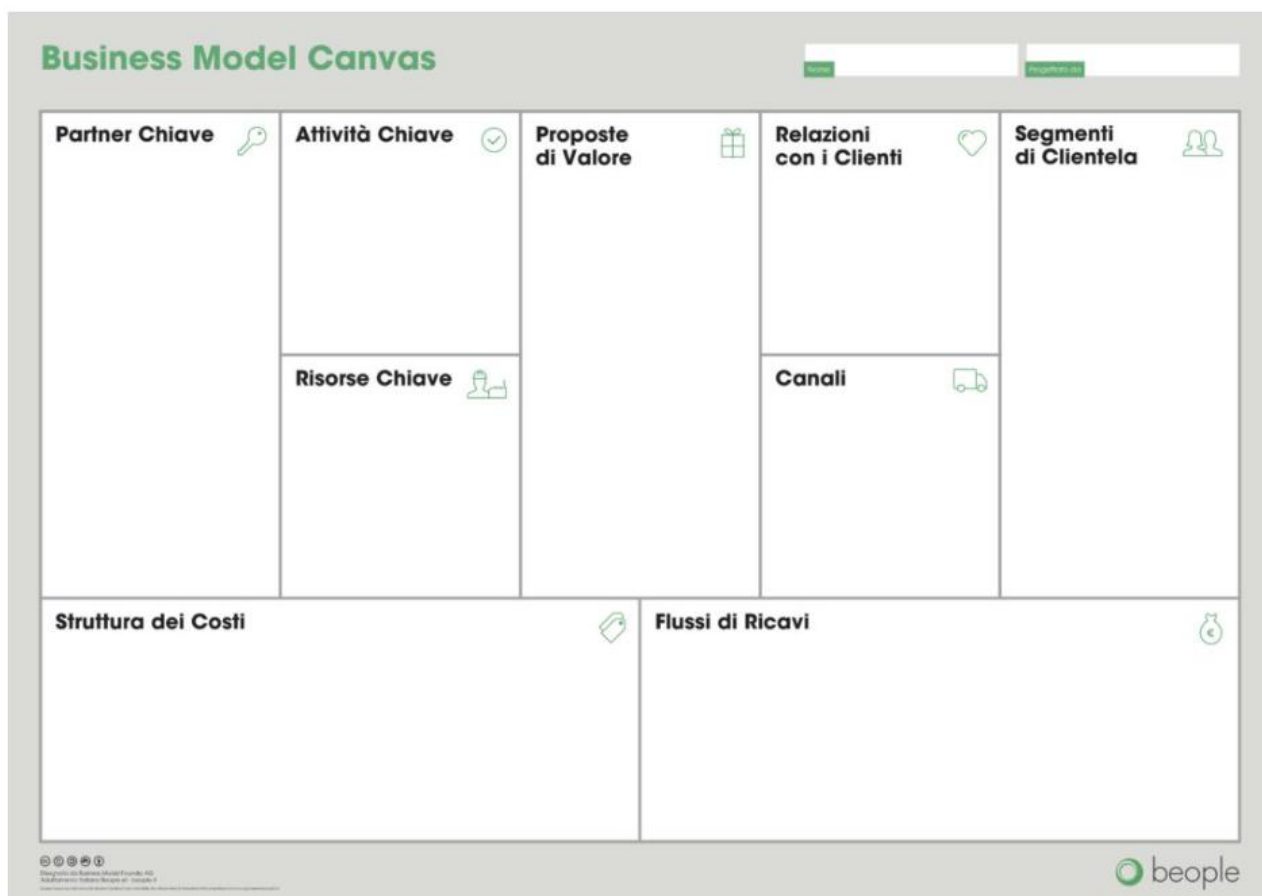
Dall'esposizione appena fatta si comprende come il business model è una chiara rappresentazione di come un'azienda decide di creare, distribuire e catturare valore. Nell'ottica del settore viticolo, la scelta del modello di business risulta strettamente connessa alle richieste della clientela, richieste che sono sempre più rivolte ad una produzione più sostenibile ed attenta all'impatto ambientale. Di fatto, dai dati raccolti, si deduce che il consumatore tende ad essere maggiormente attratto da un vino prodotto da un'azienda che pone l'attenzione ad una produzione più sostenibile, pagando anche un prezzo più elevato, piuttosto che ad un'azienda che propone lo stesso prodotto a livello di qualità ed uva utilizzata, ma che non adotta un approccio sostenibile. Nell'ottica di tale andamento, negli ultimi anni, sono stati sviluppati modelli "innovativi" di business che, tramite un approccio a 360 gradi sul mercato e sull'ambiente lavorativo, riesce a garantire le migliori performance con il minor impatto ambientale. Tra i vari modelli utilizzati in campo viticolo, sicuramente particolare attenzione merita il business model Canvas: creato da Alexander Osterwalder, il modello Canvas ha risolto uno dei problemi alla base del business model del settore viticolo

⁹⁴ Non essendoci dati recenti a livello europeo o mondiale, tale analisi si baserà sulla suddivisione per aree geografiche del mercato viticolo italiano.

fornendo una visione chiara e semplice della società. Il problema principale delle aziende vinicole è, oltre alla scarsa attenzione a processi più sostenibili, anche l'incapacità di inquadrare gli ostacoli che non permettono il riconoscimento del marchio nel mondo. Soprattutto per le imprese vinicole di piccole e medie dimensioni, risulta difficile e oneroso mettere in atto una politica di comunicazione e promozione sia a livello internazionale che a livello nazionale. Ragion per cui, molte aziende di piccole e medie dimensioni hanno adottato negli ultimi anni il modello di business Canvas.

Basandosi su nove building block, il modello Canvas dà la possibilità anche ai meno esperti di capire le basi del funzionamento finanziario dell'azienda. Inoltre, permette, con il minor costo, di effettuare analisi mirate a comprendere i bisogni e le necessità del cliente. In tal modo, sarà possibile anche per le piccole aziende raggiungere alti obiettivi a livello di performance e riconoscibilità del brand.

Figura n.22 – I nove building block del business model Canvas⁹⁵



⁹⁵ Fonte "Business Model Canvas: cos'è, come farlo e vantaggi per le aziende" – Network Digital 360° - <https://www.startupbusiness.it/business-model-canvas-cose-come-farlo-e-vantaggi-per-le-aziende/100133/>

Di seguito verranno brevemente esaminati i nove blocchi⁹⁶.

1. I segmenti di clientela o customer segments. I segmenti di clientela fanno riferimento all'insieme di consumatori e/o organizzazioni interessate al prodotto offerto dall'azienda. Questo è un blocco fondamentale poiché è strettamente correlato con la proposta di valore: questa relazione permette di differenziare la proposta di valore in base al segmento di clientela a cui si riferisce. Tale blocco non solo permette di suddividere il tipo di clientela, ma anche di selezionare il settore di mercato a cui ci si rivolge.
2. Le proposte di valore o value propositions. Fortemente relazionato al blocco precedente, la value propositions è il blocco centrale su cui si basa l'intero modello. Permette di differenziare i vantaggi, ovvero i benefici, che l'azienda propone rispetto ad altre proposte simili, permettendo di manifestare esplicitamente il valore creato dall'azienda. I vantaggi derivanti dalle proposte di valore sono molteplici. Principalmente, permette di ottenere una posizione competitiva efficiente; permette, inoltre, di risolvere tempestivamente i problemi e di trasferire al cliente non solo il prodotto finito, ma anche il valore intrinseco dello stesso.
3. I canali o channels. Il blocco dei canali è una sorta di linea guida per raggiungere i differenti segmenti di clientela, al fine di presentare ad ognuno il prodotto offerto dall'azienda. Altro non è che un sistema di distribuzione che spiega le modalità di acquisto del prodotto.
4. Relazioni con i clienti o customer relationships. Questo blocco descrive il modo con cui l'azienda si relaziona con le diverse tipologie di clienti, indicando la prassi adottata per acquisire nuovi clienti e fidelizzare clienti già esistenti. In breve, si tratta di maturare un know how riguardante l'esperienza con il cliente, tale da permettere di modificare il business model a seconda dei bisogni e delle esigenze espresse dai consumatori.
5. Flussi di ricavi o revenue streams. Questo blocco è uno dei più strategici del modello Canvas poiché descrive le modalità con cui l'azienda genera ricavi derivanti dalla vendita del prodotto al singolo segmento di clientela. È facile pensare come questa possa essere la finalità di ogni tipo d'azienda, ovvero generare ricavi. In questo caso, però, il discorso è più ampio: si cerca di comprendere in che modo la vendita viene effettuata in modo tale da migliorarne l'organizzazione, eventualmente aumentare il prezzo di vendita e, di conseguenza, i ricavi annuali.
6. Risorse chiave o key resources. In questo blocco vengono racchiuse tutte le scelte strategiche che l'azienda deve prendere per creare e sviluppare il proprio business model. Il fine ultimo rimane trasferire al mercato la proposta di valore aziendale e per far ciò ci si avvale sia di

⁹⁶ "Business Model Canvas" – People

asset fisici (come punti vendita, nuovi macchinari, nuovi collaboratori, ecc.) che di asset non fisici (il network, i marchi, le tecnologie innovative di produzione, ecc.).

7. Attività chiave o key activities. In questo blocco vengono inserite tutte le attività che l'azienda deve mettere in atto per generare e sostenere la proposta di valore. Facciamo riferimento a tutte le scelte strategiche volte a raggiungere i clienti o a creare reddito e, perciò, non esiste un insieme generale, ma si differenziano a seconda dell'attività svolta dall'azienda.
8. Partner chiave o key partners. I partner chiave non sono altro che l'agglomerato di fornitori, professionisti e rivenditori di cui l'azienda necessita per poter sostenere il modello di business scelto.
9. Struttura dei costi o cost structure. L'ultimo blocco del modello Canvas riguarda l'insieme dei costi da sostenere per permettere il corretto funzionamento del business model. L'insieme dei costi è composto da costi fissi, costi variabili, economie di scala e di scopo.

Da questa breve descrizione, è facile comprendere come il business model Canvas sia un modello chiaro ed intuitivo che permette alle aziende di ogni tipologia e dimensione di muoversi sul mercato e di rendere l'offerta proposta quanto più in linea con i bisogni della clientela.

Ad ogni modo, dall'analisi condotta è emerso che, a prescindere dal tipo d'azienda, il modello di business scelto deve essere molto flessibile e facilmente adattabile alle esigenze del settore e della clientela. La flessibilità è un elemento chiave del modello di business poiché, anche per modelli adottati da tempo e che continuano a garantire performance efficienti, vi è la necessità di adattarsi alle nuove richieste dei consumatori. È da evidenziare, anche, come, tramite il modello di business, è possibile combinare le diverse risorse dell'azienda per creare valore e ritorno economico tali da garantire la sopravvivenza della stessa in un settore tanto competitivo quanto quello vinicolo.

Capitolo 4: Il caso Masi Agricola S.p.A.

4.1 Informazioni generali sulla società

Masi Agricola è un'azienda produttrice di vini e liquori pregiati con sede a Sant'Ambrogio di Valpolicella, Verona, ed è presente in oltre 140 paesi a livello mondiale con una quota di esportazione del 78% del fatturato complessivo. Utilizzando uva di produzione propria e processi di produzione innovativi e sostenibili, Masi è diventato uno dei brand italiani più conosciuti e richiesti a livello globale e, inoltre, è stata la prima società vinicola italiana ad essere quotata in borsa sul mercato AIM. La storia di Masi Agricola risale agli inizi del diciassettesimo secolo, precisamente al 1772, quando la famiglia Boscaini, fondatrice della società e tutt'ora proprietaria, decide di acquistare un vasto terreno di vigneti di alta qualità in un territorio denominato Valle dei Masi, da cui prende ispirazione il nome del brand. Da oltre 200 anni, Masi lavora nel settore viticolo diventando leader mondiale nella produzione di Amarone, un vino rosso fermo a denominazione di origine controllata e garantita prodotto esclusivamente nella provincia di Verona. Ad oggi, la società produce cinque diversi tipi di Amarone, diventando la prima società sul mercato internazionale a proporre la più ampia gamma di vini di tale categoria.

L'azienda Masi è continuamente impegnata nella difesa e nella preservazione delle uve prodotte e delle tecniche del territorio. Di fatto, le è stata riconosciuta ed autenticata una particolare tecnica di appassimento utilizzata per concentrare i gusti e gli odori del vino, da cui deriva il più vasto assortimento di vini di alta qualità. Pertanto, il metodo di produzione del vino è decisamente cambiato nel corso del tempo, ma rimane comunque strettamente legato al territorio e deve rispettare determinati requisiti:

- Sono ammesse solo uva provenienti da vigneti collinari. Per la produzione di Amaroni, può essere utilizzata solo uva proveniente da vigneti situati nella provincia di Verona;
- L'appassimento è fase fondamentale del processo di produzione. Deve rispettare requisiti in termini di areazione, umidità e temperatura, e durare 120 giorni;
- Tutte le fasi di produzione devono essere tenute sotto costante controllo da apparecchiature e macchinari dotati di una specifica tecnologia;
- È richiesto un invecchiamento minimo di due anni;
- Non è possibile vanificare le uve appassite prima del primo dicembre di ogni anno.

Nel rispetto del processo tecnologico e delle richieste della clientela, la società Masi basa la propria attività di produzione sulla preservazione ed il rispetto dell'ambiente, operando in un clima orientato all'etica sociale ed ambientale. A tal proposito, Masi Agricola si è impegnata ad utilizzare, quanto meno possibile, processi chimici per la maturazione dell'uva, lasciando che il terreno si sviluppi in modo naturale e vegetativo. Tramite il progetto Uve di Qualità, la società ha prediletto metodologie di conservazione del territorio rispettose dell'ambiente. In particolare, si preferisce utilizzare acqua piovana per l'irrigazione, piuttosto che impianti idraulici tradizionali; nel rispetto delle norme dettate dal Ministero delle Politiche Agricole, vengono utilizzati solo concimi naturali e non chimici; infine, è preferita una presenza nei vigneti

di diverse tipologie di organismi naturali tali da garantire un automatico processo di appassimento dell'uva. Riguardo quest'ultimo punto, le fasi di vanificazione e appassimento dell'uva non usufruiscono di sostanze derivanti da animali o contenenti allergeni, in modo tale da approcciarsi anche ad un pubblico attento allo sfruttamento di animali. L'impatto ambientale non viene solo ridotto tramite un cambiamento nei processi di viticoltura, ma anche utilizzando materiali da riciclo per l'imballaggio e la conservazione del prodotto; di fatto, l'azienda ha di recente aderito al progetto Rafecycle, un programma creato per il riciclo ed il riutilizzo di etichette, sfridi e matrici.

Ancora nell'ottica della sostenibilità, la società Masi conduce un processo di produzione dell'uva nel pieno rispetto nella normativa internazionale ISO 14001 sul rispetto della normativa ambientale e di standard internazionali. Tale normativa prevede che:

- Vengano utilizzati pannelli solari per produrre almeno il 15% del fabbisogno giornaliero di energia;
- Circa il 30% della parte restante di energia deve provenire da fonti rinnovabili;
- L'energia solare ed il metano devono alimentare l'intero sistema di riscaldamento dell'acqua;
- Infine, bisogna condurre un'ottimale politica di differenziazione degli scarti tale da favorirne il riciclo.

La società Masi, per quanto innovativa e attenta ad ogni aspetto della società odierna, rimane sempre radicata al territorio d'appartenenza, offrendo un prodotto locale ma all'avanguardia. Ragion per cui, da ormai quarant'anni, la società si è impegnata in un progetto di innovazione delle antiche tenute di vino del territorio veneto, lavorando a stretto contatto con i Canavel (storici produttori di spumanti di alta qualità), i conti Serego Alghieri (proprietari della più antica tenuta vinicola della Volpicella) e i conti Bossi Fedrigotti (marchio del trentino produttore di vini pregiati). Inoltre, Masi Agricola non possiede solo tenute storiche ma, impegnandosi nel creare un prodotto sostenibile, ha acquistato terreni biologici non solo in Italia, ma anche all'estero, in Argentina: ad oggi, la società produce dieci diverse tipologie di vino biologico certificate e rivendute in tutto il mondo.

Per riuscire a produrre un vino di alta qualità e nel pieno rispetto dell'ambiente vi è bisogno di un gran numero di lavoratori esperti. Sin dagli anni '80, la società Masi si avvale di esperti in campo enologico, agronomico, di marketing, di vendite e di addetti al controllo qualità.

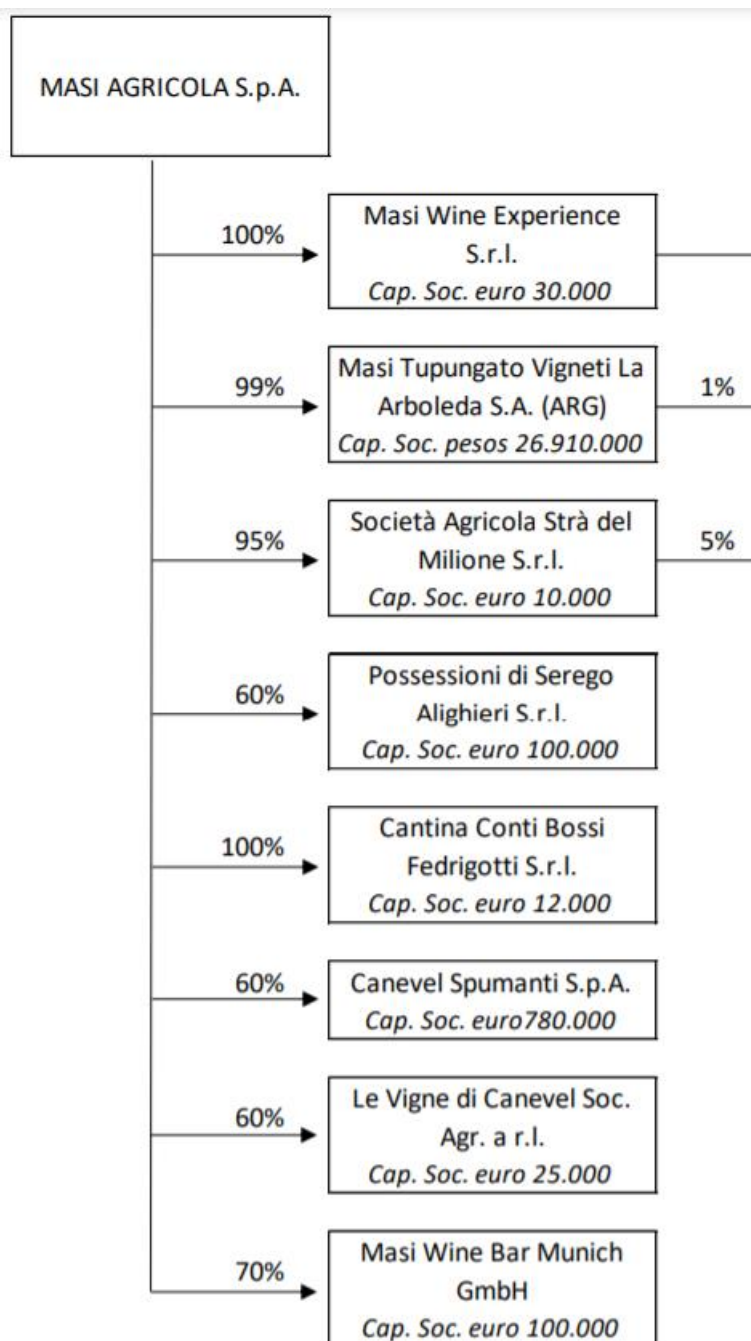
4.2 Il gruppo Masi

Il successo della società Masi non può che derivare anche dall'efficienza e dalla qualità del gruppo imprenditoriale. Il modello imprenditoriale scelto dal Gruppo Masi, basando le proprie scelte sul connubio tra alta qualità, efficienza e rispetto dei valori e delle tradizioni del territorio, si differenzia sia per il core

business sia per i progetti in essere per la promozione e valorizzazione del territorio veneto, ma non solo. Le strategie di business garantiscono risultati efficienti anche grazie all'adesione a progetti di sostenibilità ambientale e alla continua ricerca della combinazione perfetta tra innovazione tecnologica e processi di produzione tradizionali. Ragion per cui, Masi Agricola è diventato uno dei più grandi produttori di vino pregiato italiano conosciuto e ricercato in tutto il mondo. La strategia del modello di business della società segue una logica a tre stadi:

1. Rafforzamento della posizione assunta nei mercati tramite una crescita organica efficiente;
2. Ampliamento della gamma dei prodotti offerti strettamente legati al territorio veneziano;
3. Rafforzamento del contatto diretto con il cliente fidelizzato.

Figura n.23 – Area di consolidamento della società Masi al 31/12/2020⁹⁷



Prima di passare all'esame dei principali dati di bilancio, è necessario fare un'ultima precisazione. Nel capitolo precedente si è parlato di quanto la crisi derivante dallo scoppio della pandemia abbia impattato sul mercato vitivinicolo, mettendo in condizioni sfavorevoli anche le grandi società. Masi Agricola, nonostante sia leader mondiale nel campo dei vini, ha subito delle spiacevoli conseguenze. L'espansione del Coronavirus, prima in Italia e poi nel resto del mondo e le conseguenti misure restrittive hanno avuto un

⁹⁷ Fonte "Masi Agricola S.p.A. – Bilancio consolidato al 31 dicembre 2020"

impatto deterministico sul modello di business adottato e sui ricavi annuali. Le limitazioni alle attività economiche, la chiusura del canale Horeca ed i continui lockdown a livello nazionale hanno messo a dura prova le capacità manageriali del brand, costringendo i principali attori della società a ricercare e creare nuove modalità di vendita e di promozione del prodotto. Il problema principale della società Masi è stato che lo scoppio della pandemia è avvenuto in un momento in cui la società aveva stipulato degli accordi di distribuzione in mercati strategici, quali la Germania e gli Stati Uniti (accordi che sono stati temporaneamente sospesi). Tuttavia, il monopolio del Gruppo Masi in campo di distribuzione e produzione a livello mondiale di determinate categorie di vini ha permesso di attenuare il deterioramento dei ricavi totali. In particolare, la società ha implementato le modalità di acquisto telematico del prodotto: grazie alle vendite online, i ricavi, soprattutto durante le prime fasi della pandemia, sono incrementati in maniera significativa⁹⁸.

Le principali manovre di gestione e controllo della crisi adottate vengono, di seguito, sintetizzate:

- Le attività operative nei vigneti e nelle cantine sono proseguite anche durante la pandemia, nel pieno rispetto delle norme comportamentali imposte dal Ministero della Salute;
- La stabilità economica e la stabilità gestionale sono diventate il fulcro delle decisioni manageriali, orientate comunque ad un'ottica di volumi ridotti e mantenimento dei livelli di occupazione;
- La società ha, inoltre, avviato modalità di lavoro smart (tutt'ora previste in alcuni casi), in modo tale da permettere anche ai soggetti più deboli e a rischio di continuare l'attività lavorativa;
- La società ha avviato l'implementazione delle polizze assicurative a favore dei dipendenti, per garantire un supporto, anche a livello economico, in caso di contagio.

Come già detto precedentemente, la riduzione dei ricavi nel 2020 e nei primi mesi del 2021 è stata causata dallo scoppio della pandemia e dalle conseguenti limitazioni e lockdown sia in Italia che nei vari paesi in cui l'azienda Masi opera. Per meglio comprendere quanto sia stato negativo l'impatto del Covid – 19, si è preferito dividere l'anno del 2020 in quattro trimestri: nel primo e nel terzo semestre l'andamento dei ricavi è stato positivo, relativo al fatto che nel primo semestre la pandemia non era ancora presente in tutto il mondo e che nel terzo semestre le misure restrittive sono state diminuite; nel secondo semestre, ovvero quando la pandemia è scoppiata in Italia, si è registrata una differenza di fatturato rispetto all'anno precedente pari al 47% in meno (differenza che verrà leggermente colmata nel quarto ed ultimo semestre dell'anno 2020).

⁹⁸ Tuttavia, la struttura distributiva della società Masi si basa principalmente sul canale Horeca. Le vendite online hanno mitigato le perdite, ma comunque non hanno permesso una crescita significativa del fatturato.

Figura n.24 – Differenza di fatturato tra il 2019 ed il 2020 divisa per trimestri⁹⁹

	2020	2019	Differenza	Diff. %	Trend progressivo %
I trimestre	12.996	13.320	(324)	(2,4)%	(2,4)%
II trimestre	8.693	16.406	(7.713)	(47,0)%	(27,0)%
III trimestre	13.955	15.867	(1.912)	(12,1)%	(21,8)%
IV trimestre	16.038	19.305	(3.267)	(16,9)%	(20,4)%

In ogni caso, ad oggi, non è ancora possibile stimare con certezza le perdite e gli impatti sui risultati patrimoniali, finanziari ed economici relativi alla crisi pandemica, poiché non è possibile determinare quando la crisi avrà fine, né tanto meno è possibile comprendere a pieno quanto e se la crisi cambierà i comportamenti dei consumatori una volta terminata. Sulle base delle analisi svolte¹⁰⁰ fino ad oggi, è previsto che l’impatto della crisi abbia effetti non solo nel 2021, ma anche sull’esercizio dell’anno successivo. Motivo per cui, il manager della società ha deciso di rimandare alcuni investimenti, preferendo di supportare determinati progetti di crescita e sviluppo del marchio. Non è stato previsto un cambiamento determinante nei target strategici aziendali, ma ci si orienta verso il contenimento di eventuali eventi sfavorevoli che potrebbero portare ad un decremento degli obiettivi a breve termine.

4.3 I risultati di bilancio

Nel 2020 il gruppo Masi ha realizzato ricavi per un valore pari a più di 51.682 migliaia di euro, con una differenza di circa 13 milioni rispetto all’anno precedente che si è concluso con un ricavo di vendita pari a 64.898 migliaia di euro. L’EBIT generato dalla società nel 2020 è pari a 1.348 migliaia di euro, in diminuzione rispetto al 2019 il quale era pari a 7.264 migliaia di euro. Com’è già stato detto nei paragrafi precedenti, l’azienda Masi opera soprattutto nei mercati esteri ed è esattamente in questi mercati che si ottengono i risultati migliori anche in tempi di crisi: il mercato statunitense ed il mercato europeo risultano essere i più redditizi. Tuttavia, nonostante l’incremento delle vendite in tali mercati, ciò non è bastato a superare i risultati dell’anno precedente: di fatto, i ricavi vendite negli Stati Uniti ed in Europa sono diminuiti, rispettivamente del 14.33% e del 24% rispetto il 2019.

⁹⁹ Fonte “Masi Agricola S.p.A. – Bilancio consolidato al 31 dicembre 2020”

¹⁰⁰ Le analisi si basano sulla verifica di tre elementi: l’esposizione della società alla crisi nei 12 – 24 mesi successivi alla data dell’analisi; la capacità aziendale di resistere agli ostacoli nei 12 – 24 mesi successivi alla data dell’analisi; la capacità di mantenere lo stesso livello di reddito nel medio/lungo termine anche in periodi negativi.

Figura n.25 – Risultati di periodo ed EBIT a confronto tra il 2019 ed il 2020¹⁰¹

<i>(in migliaia di euro)</i>	1H-2021	%	1H-2020	%	Esercizio 2020	%	1H-2019	%
Ricavi netti	29.266	100,0%	21.689	100,0%	51.682	100,0%	29.726	100,0%
EBITDA	5.407	18,5%	1.772	8,2%	5.495	10,6%	5.492	18,5%
EBIT	3.327	11,4%	(198)	(0,9)%	1.348	2,6%	3.651	12,3%
Risultato del periodo	2.147	7,3%	(552)	(2,5)%	795	1,5%	1.730	5,8%

Figura n.26 – Differenza di ripartizione delle vendite per area geografica tra il 2019 ed il 2020¹⁰²

<i>(migliaia di euro)</i>	Esercizio 2020		Esercizio 2019		Delta	Delta %
	2020	%	2019	%		
Italia	11.452	22,2%	14.741	22,7%	(3.289)	(22,3)%
Altri paesi europei	19.621	38,0%	25.820	39,8%	(6.199)	(24,0)%
Americhe	19.020	36,8%	22.202	34,2%	(3.182)	(14,3)%
Resto del Mondo	1.589	3,1%	2.135	3,3%	(545)	(25,5)%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	51.682	100,0%	64.898	100,0%	(13.216)	(20,4)%

Per quel che riguarda l'anno corrente, abbiamo dati sufficienti solo per i primi sei mesi che permettono, comunque, di fare una prima analisi sull'andamento generale dell'esercizio. Il primo semestre del 2021 si è concluso con un livello di ricavi pari a 29.27 milioni di euro, in aumento rispetto la prima metà del 2020 in cui era pari a circa 21.7 milioni di euro; inoltre, guardando i dati relativi ai primi sei mesi del 2019, la società nell'esercizio in corso ha subito una perdita pari solo al 1.5% sui fatturati semestrali, a dimostrazione dell'impegno a ritornare ai livelli pre-pandemia. Anche il margine operativo lordo, ovvero il MOL, è in netto miglioramento passando da 1.77 milioni di euro a circa 5.41 milioni di euro. Di conseguenza, anche il margine è aumentato del 10%, arrivando al 18.5%. Il gruppo Masi Agricola ha concluso il primo semestre del 2021 con un net income positivo pari a 2.15 milioni di euro: potrebbe sembrare un risultato inefficiente, ma così non è se messo a confronto con le perdite registrate nell'anno precedente pari a 552.000 euro. Come conseguenza di questi primi risultati positivi, anche l'indebitamento generale della società si è ridotto passando da 6.44 milioni di euro a 6.27 milioni di euro.

¹⁰¹ Fonte "Masi Agricola S.p.A. – Bilancio consolidato al 31 dicembre 2020"

¹⁰² Fonte "Masi Agricola S.p.A. – Bilancio consolidato al 31 dicembre 2020"

Figura n.27 – Risultati del periodo 2020/1H – 2021¹⁰³

<i>(in migliaia di euro)</i>	1H-2021	%	1H-2020	%	Esercizio 2020	%	1H-2019	%
Ricavi netti	29.266	100,0%	21.689	100,0%	51.682	100,0%	29.726	100,0%
EBITDA	5.407	18,5%	1.772	8,2%	5.495	10,6%	5.492	18,5%
EBIT	3.327	11,4%	(198)	(0,9)%	1.348	2,6%	3.651	12,3%
Risultato del periodo	2.147	7,3%	(552)	(2,5)%	795	1,5%	1.730	5,8%

<i>(in migliaia di euro)</i>	30.06.2021	31.12.2020	30.06.2020
Indebitamento finanziario netto (*)	6.273	6.442	9.259
Patrimonio netto	131.302	128.624	127.779

Prima di continuare con l'analisi dei dati economici e finanziari, è bene precisare che lo scopo di tale esame è quello applicare i metodi di valutazione, studiati nel secondo capitolo, ad una realtà aziendale ed i dati a cui si farà riferimento sono relativi all'esercizio 2019 e 2020 e ai primi sei mesi del 2021. Inoltre, si precisa che la volatilità dell'andamento del settore vitivinicolo, conseguentemente all'incertezza circa la fine o l'evolversi della crisi pandemica, rende difficile effettuare una stima certa ed accurata delle prospettive economico – finanziarie dell'azienda.

4.3.1 L'applicazione del metodo del Discounted Cash Flow

Nel secondo capitolo di questo elaborato sono stati esaminati i diversi approcci alla valutazione aziendale. Si è visto come, a discapito dei metodi tradizionali, i metodi più diffusi e maggiormente idonei a garantire un risultato efficiente siano i metodi finanziari. Tra i vari metodi proposti, si è scelto di applicare il metodo del Discounted Cash Flow all'azienda Masi. Sapendo che il metodo DCF ha come scopo la determinazione dei flussi di cassa attesi, rappresentati non solo dal cash flow ma anche dai dividendi, di seguito verrà riportata una sintesi dei calcoli effettuati per l'esame del DCF sulla base dei dati economici e finanziari ritrovati nei bilanci del 2019, del 2020 e dei primi sei mesi del 2021.

¹⁰³ Fonte: "Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2021" – Masi Agricola

Figura n.28 – Calcolo del Discounted Cash Flow per l'azienda Masi¹⁰⁴

Masi Agricola S.p.A.	2021 - 1H	2020	2019
EBITDA	5407	5495	11189
Ammortamenti	-1995	-4005	-3763
Svalutazioni	-84	-142	-162
EBIT	3328	1348	7264
Proventi finanziari	6	20	40
Oneri finanziari	-919	-567	-531
(Oneri)/Proventi da partecipazioni	53	-740	45
Utile (perdite) su cambi	515	-54	-400
Risultato ante imposte	2981	7	6418
Imposte sul reddito	-834	788	-2102
Risultato d'esercizio	2147	795	4317
Ammortamenti e svalutazioni	1995	4005	3763
Altre rettifiche	230	-902	310
Cashflow da attività operativa	2159	7850	9891
Investimenti netti	-2085	-4011	-5711
Free cashflow	74	3839	4180
Discount factor		1	1
Discounted Cash Flow	74	3839	4180

Per riassumere:

- Dall'analisi del primo semestre del 2021 si può prevedere che il risultato d'esercizio tenderà ad aumentare, piuttosto che diminuire, entro fine anno;
- Gli oneri finanziari sono crescenti;
- La quota di ammortamento è aumentata nel 2020 rispetto al 2019, ma è decisamente diminuita nel 2021;
- Nel primo semestre del 2021 si è registrato un utile sui cambi, piuttosto che una perdita.

Per la valutazione aziendale, vi è bisogno anche di una valutazione degli elementi finanziari dell'azienda. Ricordando che la formula per il calcolo del valore aziendale secondo il DCF è pari a:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

¹⁰⁴ Fonte: elaborazione propria su dati forniti dai bilanci d'esercizio 2019/2020/1H – 2021

dove FCF_t = flussi di cassa annuali da oggi alla fine dell'orizzonte temporale

TV = terminal value o valore residuo

r = tasso di attualizzazione

n = numero di anni dell'orizzonte temporale

è importante precisare il calcolo sia della variazione del capitale immobilizzato che della variazione del capitale circolante netto operativo (relativo al periodo 2020/1H – 2021)¹⁰⁵:

- $\Delta \text{Capitale immobilizzato} = \text{Capitale immobilizzato 2021} - \text{Capitale immobilizzato 2020}$

$\Delta \text{Capitale immobilizzato}$

$$\begin{aligned} &= (\text{immobilizzazioni materiali 2021} \\ &+ \text{immobilizzazioni immateriali 2020}) \\ &- (\text{immobilizzazioni materiali 2020} \\ &+ \text{immobilizzazioni immateriali 2020}) \end{aligned}$$

$$\Delta \text{Capitale immobilizzato} = (62.028 + 15.437) - (61.399 + 15.437) = 154.301$$

- $\Delta CCNO = \Delta CCNO_{2021} - \Delta CCNO_{2020} = 54.814 - 51.849 = 2965$

Per il calcolo del valore economico utilizzeremo l'ottica asset side studiata nel secondo capitolo, secondo cui il valore economico può essere calcolato come:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - D + \frac{TV}{(1 + WACC)^{n+1}} + SA$$

dove $FCFO$ = free cash flow from operation o flussi di cassa operativi

$WACC$ = weighted average cost of capital o costo medio ponderato del capitale

TV = terminal value

D = debiti

SA = asset in surplus, ovvero provenienti da attività accessorie e non definiti flussi

Valore determinante in tale formula sono sicuramente i flussi di cassa operativi. Per giungere al calcolo del FCFO ci si basa sui calcoli precedentemente effettuati per la valutazione del cash flow. Si parte dal calcolo dell'EBIT, ottenuto sottraendo gli ammortamenti e gli accantonamenti al valore dell'EBITDA. Una volta sottratte le imposte, otterremo il risultato operativo netto, a cui verranno aggiunti nuovamente gli ammortamenti e gli accantonamenti e le variazioni dei fondi per ottenere il flusso del capitale circolante. Per ottenere il flusso della gestione caratteristica basta aggiungere o sottrarre gli aumenti o le diminuzioni del CCNO. Giunti a questo punto, aggiungendo o sottraendo le variazioni in immobilizzazioni e gli investimenti ed i disinvestimenti, otterremo il flusso di cassa operativo.

¹⁰⁵ I numeri sono intesi in migliaia di euro

Figura n.29 – Calcolo del flusso di cassa operativo per gli anni 2019/2020/1H – 2021¹⁰⁶

Masi Agricola S.p.A.	2021	2020	2019
EBITDA	5407	5495	11189
Ammortamenti	-1995	-4005	-3763
Svalutazioni	-84	-142	-162
EBIT	3327	1348	7264
Imposte	-834	788	-2102
Reddito operativo netto	2493	2136	5162
Ammortamenti	1995	4005	3763
Svalutazioni	84	142	162
Flusso di capitale circolante	4572	6283	9087
ΔCCNO	2965	-3427	
Flusso di cassa della gestione caratteristica	7537	2856	
▲ Immobilizzazioni materiali	629	1967	
▲ Immobilizzazioni immateriali	15	105	
FCFO	8181	4928	

Per concludere, dal calcolo del valore aziendale tramite il metodo del DCF si è evidenziato come, in effetti, l'azienda abbia subito le conseguenze negative delle crisi, soprattutto in termini di volume di vendita e di costi fissi e variabili. Ad ogni modo, le prospettive per l'anno in corso sono positive: ci si aspetta un aumento del ricavo totale, nonché del risultato d'esercizio; inoltre, si prevede che si risanino più della metà delle perdite degli anni precedenti, portando l'azienda ai suoi livelli standard. L'andamento previsionale per il 2021 risulta, quindi, positivo, con una prospettiva di aumento sia dell'EBIT che dei flussi di cassa, i quali, da quanto riportato dai dati semestrali, risultano in notevole crescita. Per l'appunto, si evidenzia una maggiore capacità dell'azienda di generare flussi di cassa operativi positivi e di riportarli ai livelli prepandemia. Anche i free cash flow sono in aumento, ciò a dimostrazione di come il gruppo Masi riesca a capire quali siano i punti di debolezza dell'azienda e a trovare la soluzione idonea a mitigare le perdite in ogni situazione di crisi.

¹⁰⁶ Fonte: elaborazione propria su dati forniti dai bilanci degli anni 2019/2020/1H - 2021

CONCLUSIONE

Da quanto visto fino ad ora, si è capito come la stima del valore aziendale non è da ritenersi efficiente se non tiene conto anche di tutti gli elementi che compongono l'azienda e ne permettono il corretto funzionamento. Si è visto come non esiste una metodologia unica ed applicabile ad ogni situazione aziendale, ma bisogna esaminare con accuratezza la singola realtà aziendale e, in certi casi, si è visto come risulta più opportuno usare uno o più metodi di valutazione ad integrazione dei risultati ottenuti con il metodo principale prescelto. Ad ogni modo, lo scopo ultimo di ogni metodologia è riuscire ad ottenere una stima del valore che possa rappresentare la realtà dell'impresa nel modo più rappresentativo e realistico possibile.

Inoltre, tale elaborato ha fatto luce su come, nello stimare il valore di una società vitivinicola, non contino solo gli asset tangibili, ma anche gli asset intangibili, quali il marchio e la riconoscibilità dello stesso ed il legame con il territorio. La richiesta ed il riconoscimento del vino sono strettamente legati al territorio in cui viene prodotta la materia prima, ovvero l'uva. Prima di procedere ad un atto di fusione, acquisizione o cessione dell'azienda vitivinicola, bisogna effettuare una valutazione che tenga conto del legame tra territorio e vino poiché, nel momento in cui verrà ceduta solo l'azienda ma non i terreni di coltivazione, verrà meno il tratto distintivo del prodotto e di conseguenza l'interesse verso quello specifico vino sarà destinato a svanire.

Le performance di un'azienda vitivinicola, come ogni altra azienda, sono anche legate alla scelta del modello di business. Sono stati esaminati i vari modelli disponibili e si è giunti alla conclusione che, specialmente per le piccole imprese e per le start – up, il modello maggiormente idoneo risulta essere il business model Canvas. Essendo che la riconoscibilità del brand accresce con l'aumentare dell'interesse del consumatore, il modello Canvas si concentra proprio sul capire ed utilizzare i desideri ed i bisogni del cliente per migliorare le scelte gestionali e garantire il miglior risultato.

Infine, è stato studiato un caso concreto, ovvero il caso Masi Agricola S.p.A., una delle più grandi aziende produttrici di vino di alta qualità riconosciute a livello internazionale. Dall'applicazione di uno dei metodi di valutazione alla realtà aziendale, è emerso come a causa della crisi pandemica i risultati d'esercizio dell'anno 2020 siano stati decisamente peggiori rispetto ai risultati del 2019. Prima dello scoppio della pandemia, era stato previsto che i ricavi e le vendite per l'anno 2020 aumentassero notevolmente, anche grazie ai nuovi accordi che l'azienda avrebbe stipulato per la creazione di nuovi canali di vendita con la Germania e gli Stati Uniti. Tuttavia, tali accordi sono stati inevitabilmente rimandati. La società ha preferito concentrare le proprie risorse nell'applicare un piano per la ripresa post – pandemico. Nonostante l'esercizio dell'anno 2021 non sia ancora concluso, dalla relazione finanziaria di metà anno si è visto come l'azienda si sta lentamente riprendendo. In particolare, confrontando i risultati di metà anno del 2020 e quelli del 2021 emerge una netta differenza sia in termini di vendita sul mercato nazionale e sul mercato estero, sia in termini di risultati finanziari ed indebitamento generale. Ad oggi, non è ancora possibile stimare con certezza le performance future dell'azienda essendo che ancora non è possibile capire quando e se finirà la

pandemia da Covid – 19. Ciò nonostante, dall'analisi dei primi dati aziendali dell'anno in corso è emerso come sia possibile ritornare ai livelli prepandemia, anche grazie all'ausilio di nuovi canali di comunicazione e vendita che permettano all'azienda di operare anche in caso di restrizioni.

Bibliografia

- Art. 2555, Codice civile
- “Analisi e valutazioni per le decisioni d’impresa” – Maurizio Dallochio – EGEEA – 1998
- “Bilancio consolidato al 31 dicembre 2020 – Masi Agricola S.p.A.”
- “Business Model Canvas” – Beople
- Direttiva 2004/109/CE
- “Elaborazione RRN – Ismea su un campione di imprese”
- “Guida per la stima di valore di reddito agricolo” – Ufficio generale dell’agricoltura – 2018
- “I moltiplicatori nella valutazione delle aziende. Metodi e strumenti” – L. Guatri, M. Bini – 2002
- “I numeri del vino. Statistiche produttive, dati di mercato e di consumo, risultati economici dei vari operatori” – I numeri del vino
- “I numeri del vino e OIV”
- “Il capitale d’impresa. Configurazioni e valutazione” – Alessandro Musai – 2009
- “Il mercato del vino. Tendenze strutturali e strategie dei concorrenti” – Gian Paolo Cesaretti, Raul H. Green, Angela Mariani, Eugenio Pomarici – 2006
- “Il mercato del vino in Italia e nel mondo prima e dopo il Covid – 19. Situazione, tendenze e sfide per il vino a livello mondiale” – Rafael Del Rey, Fabio Piccoli – dicembre 2020
- “Indagine sul settore vinicolo. Area Studi Mediobanca” – 26 maggio 2020 – Milano
- “Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets” – John Wiley – 2012
- “La stima del capitale economico come base per il valore di singole quote del capitale sociale” – Antonio Ricciardi
- “La valutazione dell’azienda” – Daniele Balducci – 21 dicembre 2010 – libera università degli studi sociali
- “La valutazione delle aziende” – Zanda Gianfranco, Lacchini Marco, Onesti Tiziano – Giappichelli – 2005
- “La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto” - Libera università degli studi sociali – Luigi Guatri – 20 maggio 1991
- “La valutazione delle aziende in fase di quotazione” – Mirco Leonelli – aprile 2006
- “La valutazione economica del capitale d’impresa” – Ferrero Giovanni – Giuffrè – 1996
- “Progettazione del modello di business e sostenibilità: analisi delle piccole e medie imprese operanti nel settore vinicolo” – Giappichelli Editore
- “Qualche dato sul settore del vino dell’Unione Europea” – Veneto agricoltura
- R. d. l. del 15 ottobre 1925 – n. 2033 – art. 13
- Reg. CE n. 1493/1999

- “Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2021” – Masi Agricola S.p.A.
- “RRN – Ismea su dati GTA/IHS”
- “Settore viticolo e digitale. Quali opportunità per il 2021” – Noesperience team – 21 ottobre 2020
- “Valuation, measuring and managing the value of companies” - McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels – 2010
- “Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges” – Damodaran A. – 2009
- “Valutare l’impresa” - Tollyrd J., Frykman D – 2005
- “Wine Quarterly Q3 2020: Covid-19 and the US Premium Wine Market, Part II: Building an E-Commerce Team 101” – Rabobank – luglio 2020

Sitografia

- “Business Model Canvas: cos’è, come farlo e vantaggi per le aziende” – Network Digital 360° - <https://www.startupbusiness.it/business-model-canvas-cose-come-farlo-e-vantaggi-per-le-aziende/100133/>
- “Glossario finanziario – beta” – Borsa italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html>
- “How to value a company” – Investopedia - <https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp>
- “Il metodo DCF – discounted cash flow” – Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>
- “Le denominazioni di origine e il vino” – Quattro calici Marcello Leder - <https://www.quattrocalici.it/conoscere-il-vino/la-piramide-della-qualita/>
- “Le figure professionali del settore vinicolo” – Famiglia Cecchi - <https://www.famigliacecchi.it/it/news/le-figure-professionali-nel-settore-vitivinicolo/718>
- “Post – Money Valuation” – Investopedia - <https://www.investopedia.com/terms/p/postmoneyvaluation.asp>
- Valutazione d’azienda: logiche e principi – Centro Studi Finanza - <https://www.centrostudifinanza.it/valutazione-dazienda-logiche-e-principi/>
- “Valutazione d’azienda con il metodo dei multipli” – Angelo Fiori - <https://www.angelifiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>
- “Valutazione d’azienda con il metodo dei multipli” – Fortarezza. Dottori commercialisti Milano - <https://commercialistainfo.it/valutazione-dazienda-con-il-metodo-dei-multipli/>
- “Valutazione economica del marchio” – Giambrocono & C. s.p.a. - <https://www.valutazionemarchi.it/VALUTAZ-ECONOM.html>
- “Vino. Sostegno e protezione dei prodotti di uva, dei prodotti di vino, dei commercianti e consumatori dell’UE attraverso la politica, la legislazione, l’etichettatura, le misure commerciali e il monitoraggio del mercato” – Commissione Europea - https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/plants-and-plant-products/plant-products/wine_it
- WACC – definizione e significato – dizionario economico - <https://dizionarioeconomico.com/wacc>

Indice delle figure

Figura n.1: Immagine comparativa tra valore e prezzo.....	Pag. 17
Figura n.2: Rappresentazione sintetica delle fasi del processo valutativo.....	Pag. 21
Figura n.3: Fenomeni esterni ed interni che influenzano il capitale economico.....	Pag. 23
Figura n.4: I metodi tradizionali di valutazione aziendale.....	Pag. 31
Figura n.5: Calcolo del Flusso di Cassa Operativo.....	Pag. 36
Figura n.6: Calcolo del flusso di Cassa Effettivo.....	Pag. 39
Figura n.7: Approccio asset side ed equity side a confronto.....	Pag. 41
Figura n.8: Tabella riassuntiva dei principali multipli di mercato.....	Pag. 50
Figura n.9: Differenze tra l'approccio a asset side ed equity side nel metodo dei multipli di mercato....	Pag. 51
Figura n.10: Le fasi del processo di valutazione economica di un brand.....	Pag. 59
Figura n.11: Esempio di calcolo del valore del reddito sulla base delle spese di realizzazione..	Pag. 63
Figura n.12: Specifiche delle detrazioni generali delle spese di realizzazione.....	Pag. 63
Figura n.13: Piramide della qualità dei vini in Italia ed in Europa.....	Pag. 68
Figura n.14: Produzione mondiale del vino.....	Pag. 69
Figura n.15: Suddivisione dei principali esportatori di vino.....	Pag. 70
Figura n.16: Piramide gerarchica del tipo di aziende vinicole.....	Pag. 73
Figura n.17: Suddivisione di consumatori in base al tipo di azienda vinicola.....	Pag. 76
Figura n.18: Andamento delle principali società vinicole italiane e dell'indice di borsa.....	Pag. 80
Figura n.19: Principali produttori di vini europei per zona geografica.....	Pag. 80
Figura n.20: Rappresentazione delle esportazioni in termini di vendita e di volume dei principali paesi nel 2019 nel 2020.....	Pag. 84
Figura n.21: Strategie adottate per fronteggiare la crisi.....	Pag. 86
Figura n.22: I nove building bloc del business model Canvas.....	Pag. 89
Figura n.23: Area di consolidamento della società Masi al 31/12/2020.....	Pag. 96
Figura n.24: Differenze di fatturato tra il 2019 ed il 2020 divisa per trimestri.....	Pag. 98
Figura n.25: Risultati di periodo ed EBIT a confronto tra il 2019 ed il 2020.....	Pag. 99
Figura n.26: Differenze di ripartizione delle vendite per area geografica tra il 2019 ed il 2020.....	Pag. 99
Figura n.27: Risultati del periodo 2020/1H – 2021.....	Pag. 100
Figura n.28: Calcolo del Discounted Cash Flow per l'azienda Masi.....	Pag. 101
Figura n.29: Calcolo del flusso di cassa operativo per gli anni 2019/2020/1H – 2021.....	Pag. 103

Indice dei grafici

- Grafico n.1: Rappresentazione in percentuale dell'utilizzo dei principali metodi valutativi..... Pag. 32
- Grafico n.2: Rappresentazione grafica del coefficiente angolare β Pag. 44

RIASSUNTO

A partire dagli anni ottanta si è lentamente sviluppato il concetto di valutazione aziendale, a seguito, soprattutto, dei processi di evoluzione settoriale e finanziaria. Ad oggi, il processo di stima del valore aziendale è diventato un elemento essenziale sia per il corretto funzionamento dell'azienda, sia per i casi di cessione e/o acquisizione e/o fusione della società. Per meglio capire, dalla stima del valore aziendale si comprende quanto siano efficienti le performance della società e, eventualmente, si modificano le scelte di gestione nel caso in cui i risultati fossero insoddisfacenti. Ancora, nel caso di un atto di cessione, acquisizione o fusione il processo di stima aiuta a stabilire il reale valore e, conseguentemente, il reale prezzo della società permettendo una transazione quanto più equa e onesta possibile. A tal proposito, è utile chiarire che il concetto di valore ed il concetto di prezzo, seppur legati tra di loro, non sono la stessa cosa: il prezzo è semplicemente il valore economico di un bene o di un servizio; mentre, il valore è il quantitativo teorico, espresso in denaro, dell'azienda.

La prima parte di questo elaborato si concentra sullo studiare il concetto di valore e le metodologie di valutazione. In particolare, si vedrà come esistono tre tipi di valutazione: valutazioni indipendenti e di parte, valutazioni interne ed esterne e valutazioni legali e volontarie. Ad ogni modo, a prescindere dalla tipologia di valutazione, ogni processo di stima si compone di quattro fasi:

1. L'identificazione dell'oggetto della valutazione;
2. La raccolta e l'analisi di tutte le informazioni;
3. La scelta del metodo di valutazione più in linea con l'ambito e l'oggetto della stima;
4. La stima del valore aziendale e la compilazione di una relazione sulla stima.

In relazione alla terza fase, esistono quattro metodi principali di valutazione aziendale. Anzitutto, il metodo patrimoniale, ovvero un metodo basato sui flussi di reddito attesi. Dopo di che, abbiamo il metodo reddituale, metodo che pone l'attenzione sull'andamento futuro dei flussi di cassa. Esiste, poi, il metodo misto, ovvero un metodo che altro non è che la combinazione tra il metodo patrimoniale ed il metodo reddituale. Oltre a tali metodi tradizionali, esistono anche una serie di metodi innovativi, tra cui il metodo dei multipli di borsa, il quale pone l'attenzione sull'andamento del prezzo di mercato dell'azienda. In ogni caso, a prescindere dal tipo di metodologia che s'intende applicare, la valutazione d'azienda dovrà necessariamente rispettare i requisiti di stabilità, dimostrabilità, neutralità e razionalità.

Procedendo al secondo capitolo di questo elaborato, verranno studiati ed esaminati i vari metodi di valutazione. Per essere più precisi, verrà fatto un cenno generale ai così detti metodi tradizionali, per poi concentrarsi sui così detti metodi innovativi. Innanzitutto, verrà affrontato il metodo del Discounted Cash Flow. Quest'ultimo è una delle metodologie maggiormente utilizzate nella prassi dalle banche e dalle grandi istituzioni finanziarie, in quanto permette di stimare il valore aziendale tramite l'analisi dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri. Altro metodo innovativo è il Venture Capital Model, ossia un metodo il cui obiettivo è determinare il livello del valore che l'azienda sarà in grado di raggiungere al termine di un

orizzonte temporale prestabilito. Infine, come già citato prima, verrà affrontato il metodo dei multipli di borsa, il cui risultato della valutazione viene stimato partendo dai prezzi dei titoli di imprese concorrenti, negoziati sullo stesso mercato di riferimento in cui opera l'azienda. In riferimento a quest'ultimo metodo, verrà affrontata la differenza di approccio alla valutazione tra le aziende quotate e le aziende non quotate. Nonostante la maggior parte dei metodi che verranno affrontati possano essere applicati a qualsiasi tipo di azienda, è utile fare una precisazione. Lo scopo ultimo della valutazione cambia a seconda della tipologia di impresa: nel caso di aziende quotate, queste sono soggette a specifici obblighi di divulgazione ed informazione dei risultati, perciò, nel momento in cui verrà effettuata la valutazione, questa dovrà essere resa pubblica e facilmente comprensibile; le aziende non quotate, invece, non essendo obbligate alla divulgazione delle informazioni, non utilizzeranno un approccio basato sui risultati delle performance storiche dell'azienda, ragion per cui bisognerà analizzare i risultati di bilancio e le informazioni ottenute con maggiore accuratezza.

Ricordiamo che il tema principale di questo elaborato è, sì, studiare ed analizzare le varie tipologie di stima del valore aziendale, ma orientate ad uno specifico settore, ovvero il settore viti – vinicolo italiano ed europeo. Prima di procedere allo studio del settore in questione, è bene capire come cambia il processo di valutazione per un'azienda viti – vinicola. Anzitutto, il valore di una società produttrice di vini è strettamente legato al livello di conoscenza e riconoscibilità del marchio. La ragione alla base di questa correlazione è facilmente comprensibile: l'alta qualità di un vino dipende anche dalla materia prima con cui viene prodotto, ovvero l'uva. A territori diversi corrispondono qualità dell'uva diverse. Per cui, nel momento in cui si procede alla stima del valore dell'azienda per ragioni di cessione, acquisizione o fusione, bisogna ben capire quanto il valore dell'azienda sia legato al valore del territorio: nel caso in cui si decida di cedere solo l'azienda ma non i terreni di coltivazione, inevitabilmente si perderà il collegamento tra vino e territorio, portando ad una svalutazione del valore del prodotto e ad una riduzione della riconoscibilità e richiesta del marchio. Ecco perché verrà dedicato un intero paragrafo all'esame dei processi di valutazione economica del marchio. La valutazione del marchio si scompone di tre fasi fondamentali:

1. L'esame preliminare. Prima di procedere con la stima del valore vera e propria, è necessario effettuare una prima analisi del marchio al fine di verificare che esistano e siano rispettati i requisiti in termini di monopolio dei tratti distintivi del prodotto, di monopolio trasferibile e non facilmente influenzabile dagli eventi (come, ad esempio, il non uso prolungato del marchio) e, infine, in termini di monopolio per uso puramente economico.
2. La due diligence. La due diligence è un'analisi giuridico – amministrativa che si compone di quattro sotto – fasi:
 - L'esame della natura del marchio;
 - La verifica della non esistenza di marchi simili a quello oggetto della valutazione;
 - L'analisi della copertura dei prodotti registrati e dei territori in cui vengono commercializzati;

- La verifica della non esistenza di ostacoli di qualsiasi tipo alla registrazione del marchio.
3. La scelta del metodo di stima del valore aziendale. È da precisare che nella prassi non esiste un vero e proprio metodo di valutazione del marchio. In effetti, il metodo di valutazione del marchio si basa sull'analisi di alcuni dati economici che risultano idonei ad individuare il valore espresso in termini economici del marchio.

Prima di procedere con lo studio di un caso concreto, nel terzo capitolo è stato studiato a fondo il settore viti – vinicolo italiano ed europeo. Per capire il funzionamento di tale settore non si può prescindere dal capire la definizione del vino. Non esiste una definizione unica a livello mondiale, ma si utilizzano due definizioni, una relativa alla normativa nazionale ed una relativa alla normativa internazionale (entrambe le normative hanno come oggetto il campo agricolo). Secondo il regolamento della Comunità Europea numero 1493 dell'anno 1999 si definisce vino *“il prodotto ottenuto esclusivamente dalla fermentazione alcolica totale o parziale di uve fresche, pigiate o no, o di mosti di uve¹⁰⁷”*. Per una definizione completa, è inevitabile perfezionare la definizione di vino con le varie classificazioni del settore vinicolo. Nell'allegato XI – ter del regolamento CE n. 491/2009, i vini vengono suddivisi in:

- Vini di qualità prodotti in una specifica regione: tali vini devono necessariamente rispettare determinate restrizioni. Precisamente:
 - *Vino liquoroso*: vino con tasso alcolico effettivo compreso tra il 15% ed il 22% di volume;
 - *Vino spumante di qualità*: vino con tasso alcolico delle perdite non inferiore al 9% di volume;
 - *Vino frizzante*: vino con una sovrappressione compresa tra 1 e 2.5 bar e con un tasso alcolico non inferiore al 7% di volume.
- Vini da tavola prodotti nei territori dell'Unione Europea: tali vini, a differenza dei precedenti, non devono sottostare a specifiche normative.

Tornando, invece, alla normativa nazionale, la definizione di vino è da ritrovarsi nel regio decreto – legge del 15 ottobre 1995, che dichiara *“il nome vino è riservato al prodotto della fermentazione alcolica del mosto di uva fresca o leggermente appassita in presenza od in assenza di vinacce. Sono considerati non genuini tutti i vini che non corrispondono alla precedente definizione compresi quelli ottenuti con uve secche e quelli preparati mediante la fermentazione di soluzioni zuccherine in presenza di fecce di vino o di vinacce di uva.”¹⁰⁸*. A seguito del recepimento della normativa europea, anche a livello nazionale i vini vengono suddivisi in base alla qualità. Nello specifico:

¹⁰⁷ Reg. CE n. 1493/1999

¹⁰⁸ R. d. l. del 15 ottobre 1995 – n. 2033 – art. 13

- Vini da tavola (VdT): si fa riferimento a vini prodotti senza l'obbligo di rispettare specifiche normative circa l'uva utilizzata (l'uva utilizzata può anche provenire da diverse zone geografiche o da vendemmie differenti). L'etichetta di tali vini deve necessariamente indicare il colore, ma non è consentito descrivere la provenienza, l'anno di produzione, i vitigni utilizzati o altri elementi qualitativi.
- Vini a indicazione geografica tipica (IGT): si fa riferimento a vini prodotti in determinate aree geografiche, la cui produzione è autorizzata per legge, e che devono seguire un generico sistema di produzione. Sull'etichetta di tali vini è possibile indicare, oltre al colore, anche l'anno di produzione ed i vitigni utilizzati, ma nessun altro elemento qualitativo.
- Vini a denominazione di origine controllata (DOC): si fa riferimento a vini le cui caratteristiche sono strettamente legate alle zone geografiche di produzione (stato del terreno, vitigno, potatura, particolare esposizione al sole, ecc.).
In Italia sono presenti più di 350 vini con la denominazione di origine controllata, la maggior parte localizzati in Piemonte.
- Vini a denominazione di origine controllata e garantita (DOCG): si fa riferimento a vini già riconosciuti con denominazione DOC da almeno cinque anni e ritenuti pregiati e di particolare notorietà sia a livello nazionale che a livello internazionale nell'ambito di elementi naturali, umani e storici. La denominazione DOCG è il massimo riconoscimento esistente nel settore vinicolo e, ad oggi, in Italia sono presenti solo 44 vini con tale denominazione.

Dopo aver brevemente argomentato i vari aspetti che permettono ad un vino di essere definito come tale, passiamo al comprendere l'andamento del settore viti – vinicolo. Per quel che riguarda il mercato italiano, nonostante vi siano state innumerevoli innovazioni in tema di creazione di una maggiore competitività e di creazione di un sistema viti – vinicolo a livello mondiale, non è stato inizialmente travolto dai cambiamenti di tale settore. Ciò nonostante, il mercato italiano è uno dei mercati leader a livello mondiale di produzione ed esportazione di vini di alta qualità, contendendosi i primi posti della classifica con la Francia e la Spagna. A livello europeo, secondo un'analisi svolta dall'Organizzazione Internazionale della Vigna e del Vigneto, l'Unione Europea *“rappresenta il 45% delle zone viticole mondiali, il 65% della produzione, il 60% del consumo mondiale e il 70% delle esportazioni”¹⁰⁹*. I principali produttori di vini a livello europeo sono, per l'appunto, l'Italia, la Francia e la Spagna, con un livello di produzione del vino rispettivamente pari a 27.2%, a 28.6% e a 24.7%.

Il successo del settore vinicolo, ovviamente, dipende dai processi di coltivazione, conservazione e

¹⁰⁹ Fonte “Vino. Sostegno e protezione dei prodotti di uva, dei prodotti di vino, dei commercianti e consumatori dell'UE attraverso la politica, la legislazione, l'etichettatura, le misure commerciali e il monitoraggio del mercato” – Commissione Europea - https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/plants-and-plant-products/plant-products/wine_it

produzione della materia prima. Ragion per cui, non si può prescindere dal citare i vari operatori presenti sia nelle piccole che nelle medie e grandi aziende vinicole. Le figure professionali proprie del settore vinicolo sono le seguenti¹¹⁰:

- L'agronomo tecnico. L'agronomo è il professionista che guida, regola e dirige le fasi di progettazione dell'impianto vinicolo, con particolare attenzione alla fase del preimpianto, verificando che le analisi pedoclimatiche, di terreno e di innesto siano conformi alle normative. L'agronomo, inoltre, può non solo supervisionare il lavoro del viticoltore, ma anche prestare servizi di consulenza, dato il riconosciuto know how in termini di caratteristiche del territorio e del terreno.
- Il viticoltore. Il viticoltore è colui che possiede il vigneto e lavora direttamente nei campi e tra i terreni. Durante la stagione vinicola, si occupa dell'attività di mantenimento degli standard del terreno e delle viti (potatura, zappatura, annaffiatura). Infine, il viticoltore monitora la crescita delle piante e si occupa della vanificazione dell'uva.
- Il responsabile di analisi e controllo qualità. È il team leader di un gruppo di persone responsabili del controllo fisiologico delle viti e della maturazione dell'uva. Il lavoro svolto da tale responsabile è di primaria importanza, poiché permette di fare una prima classificazione della qualità del vino prodotto e, conseguentemente, di poter collocare il prodotto finale all'interno dei vari rating di classificazione.
- L'enologo. L'enologo controlla tutte le fasi di produzione del vino, assicurandosi che la stessa avvenga nel rispetto delle norme di sicurezza, chimiche e legislative.

Prima di procedere con l'analisi della scelta del modello di business, è bene capire quanto le scelte di gestione dipendano anche dal tipo di cliente con cui ci si appropria. Esistono due categorie principali di clienti: la clientela estera e la clientela nazionale. L'obiettivo di ogni azienda è individuare i bisogni del consumatore e creare un prodotto che li rispetti e li soddisfi a pieno. Da quanto descritto in questo elaborato, è emerso che il consumatore richiede un prodotto finale di alta qualità, ma che sia anche orientato alla sostenibilità dell'ambiente. Per soddisfare tali necessità, bisogna necessariamente mettere in atto due progetti distinti, ma tra loro collegati: la produzione di vini di alta qualità ed un progetto di sostenibilità. Ulteriore distinzione della clientela del settore viti – vinicolo si basa sull'esistenza di tre condizioni:

- Consumatore abituale e fidelizzato;
- Consumatore occasionale e sporadico;
- Consumatore potenziale e a cui avvicinarsi.

Passiamo, ora, all'analisi della scelta del modello di business: scegliere correttamente il business plan

¹¹⁰ "Le figure professionali del settore vinicolo" – Famiglia Cecchi - <https://www.famigliacecchi.it/it/news/le-figure-professionali-nel-settore-vitivinicolo/718>

comporta non solo miglioramenti delle performance aziendali, ma anche una più efficiente combinazione tra risorse raccolte e progetti in essere. Il compito di scegliere il modello più adeguato spetta ai manager. I manager non devono solo scegliere il modello nel momento della costituzione d'azienda, ma devono anche essere in grado di modificarne l'assetto nel momento in cui si presentano minacce e/o opportunità. Non esiste una regola fissa per la scelta del modello di business, ma questa dipende dal tipo di azienda e dal fine ultimo della stessa. In questa sezione viene fatta una prima analisi di distinzione dei modelli di business di imprese a conduzione familiare ed imprese non a conduzione familiare, portando alla conclusione che il modello di business adottato dalle imprese familiari risulta più efficiente, non solo perché queste sono orientate anche allo scambio con clienti esteri, ma anche perché, negli ultimi anni, le aziende familiari stanno investendo per rendere la propria azienda più sostenibile nei confronti dell'ambiente e della società.

Tuttavia, tra i vari modelli utilizzati in campo vinicolo, sicuramente particolare attenzione merita il business model Canvas: il modello Canvas ha risolto uno dei problemi alla base del business model del settore vinicolo fornendo una visione chiara e semplice della società. Il problema principale delle aziende vinicole è, oltre alla scarsa attenzione a processi più sostenibili, anche l'incapacità di inquadrare gli ostacoli che non permettono il riconoscimento del marchio nel mondo. Soprattutto per le imprese vinicole di piccole e medie dimensioni, risulta difficile e oneroso mettere in atto una politica di comunicazione e promozione sia a livello internazionale che a livello nazionale. Ragion per cui, molte aziende di piccole e medie dimensioni hanno adottato negli ultimi anni il modello di business Canvas.

Questo elaborato si conclude con il quarto capitolo, dove è stato studiato un caso concreto, ovvero il caso Masi Agricola S.p.A., una delle più grandi aziende produttrici di vino di alta qualità riconosciute a livello internazionale. Dall'applicazione di uno dei metodi di valutazione alla realtà aziendale, è emerso come a causa della crisi pandemica i risultati d'esercizio dell'anno 2020 siano stati decisamente peggiori rispetto ai risultati del 2019. Prima dello scoppio della pandemia, era stato previsto che i ricavi e le vendite per l'anno 2020 aumentassero notevolmente, anche grazie ai nuovi accordi che l'azienda avrebbe stipulato per la creazione di nuovi canali di vendita con la Germania e gli Stati Uniti. Tuttavia, tali accordi sono stati inevitabilmente rimandati. La società ha preferito concentrare le proprie risorse nell'applicare un piano per la ripresa post – pandemico. Nonostante l'esercizio dell'anno 2021 non sia ancora concluso, dalla relazione finanziaria di metà anno si è visto come l'azienda si sta lentamente riprendendo. In particolare, confrontando i risultati di metà anno del 2020 e quelli del 2021 emerge una netta differenza sia in termini di vendita sul mercato nazionale e sul mercato estero, sia in termini di risultati finanziari ed indebitamento generale. Ad oggi, non è ancora possibile stimare con certezza le performance future dell'azienda essendo che ancora non è possibile capire quando e se finirà la pandemia da Covid – 19. Ciò nonostante, dall'analisi dei primi dati aziendali dell'anno in corso è emerso come sia possibile ritornare ai livelli pre-pandemia, anche grazie all'ausilio di nuovi canali di comunicazione e vendita che permettano all'azienda di operare anche in caso di restrizioni.

