



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

Facoltà di Economia

Corso di Laurea Magistrale in Finanza e Assicurazioni

Tesi di Laurea in Valutazione d'Azienda

La valutazione del capitale economico d'impresa.

Il caso della Brembo Spa

Laureando
Massimo De Giorgi
Matricola 1354974

Relatore
Prof. Stefano Fontana

Anno Accademico 2012 - 2013

A mia sorella Federica e ai miei genitori

Ringrazio con grande stima e affetto il mio amico/collega Francesco che, attraverso una stretta e reciproca collaborazione, mi ha aiutato a raggiungere questo importante ed ambizioso traguardo.

Introduzione

La valutazione delle aziende è un tema da sempre centrale nelle discipline economico-aziendali, un'esigenza avvertita sin dalla nascita dell'impresa capitalistica, ma che solo negli ultimi decenni ha acquistato il rilievo che oggi le è unanimemente e giustamente riconosciuto.

Il fenomeno si accentua nei primi anni '90, in seguito ai processi di privatizzazione di attività produttive svolte dagli Stati e da altri Enti pubblici allo scopo di ridurre i deficit e per incrementare l'efficienza delle aziende. Queste grandi trasformazioni centrate sul passaggio dal pubblico al privato, hanno richiesto un massiccio intervento di esperti per assistere gli enti pubblici nelle varie fasi in cui si articola il processo di privatizzazione ed in particolare nella fase di valutazione delle imprese coinvolte nelle ristrutturazioni.

In Europa invece, l'attenzione al tema cresce a partire dagli anni '80 principalmente per il diffondersi dei processi di acquisizione/fusione di imprese ed in generale per le crescenti negoziazioni di capitale, sia di controllo sia di semplice partecipazione¹.

Sono molteplici le situazioni operative in cui si manifesta l'esigenza di stimare il valore di un'azienda nel suo complesso:

- *Operazioni genericamente definite di "finanza straordinaria"*. Si tratta di situazioni particolari (fusioni, scissioni, scorpori, trasformazioni, ecc.) che si possono verificare nel corso della vita di un'impresa e che richiedono un giudizio sul valore, affidato solitamente ad esperti indipendenti e talora designati da una pubblica autorità, con lo scopo di garantire l'esistenza e la

¹ Luigi Guatri, La valutazione delle aziende: Teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto, EGEA, Milano, 1990, Cap. 1.

correttezza di un certo valore di capitale, nell'interesse di tutti gli *stakeholders* (portatori di interessi) e dei mercati finanziari. A tali funzioni di garanzia, tipiche della vita societaria, è riconducibile, storicamente, l'origine della pratica delle valutazioni aziendali, in quasi tutti i Paesi.

- *Strategie di sviluppo, integrazione e ristrutturazione.* Si tratta di una serie di situazioni spesso decisive per la sopravvivenza ed il successo delle aziende e che, per diverse ragioni, implicano un'attenzione particolare al problema valutativo. A titolo d'esempio, citiamo le operazioni di fusione ed acquisizione, di ristrutturazione finanziaria, di *leveraged buy-out* e molte altre ancora.
- *Elaborazione di stime sulle performances delle imprese e di previsioni sulla loro probabile evoluzione futura.* Questo punto si collega all'ormai diffusa consapevolezza che i risultati puramente contabili rappresentino, per motivi diversi, misure inadeguate delle *performances* effettive delle imprese. Sulla scorta di tale convinzione, va sempre più affermandosi l'idea che qualsiasi azienda debba provvedere periodicamente a valutare se stessa per conoscere la "dinamica del valore", la quale appare la sola misura efficace delle *performances* realizzate in concreto.

Dobbiamo, inoltre, rilevare il ruolo centrale che la valutazione delle aziende ha assunto per gli analisti, i consulenti finanziari e gli investitori. Tali operatori fanno, infatti, un uso intenso dei numerosi e differenti strumenti e modelli, messi a punto a livello teorico e pratico, per l'apprezzamento del valore delle imprese. Ciò deriva dall'esigenza che essi hanno di conoscere nel miglior modo possibile le reali situazioni attuali e prospettive delle varie società operanti sul mercato, al fine di individuare quelle che presentano superiori prospettive di successo e di predisporre ed implementare strategie ottimali d'investimento e di gestione del portafoglio.

Il presente lavoro ha, quali finalità principali, quella di definire, da un punto di vista teorico, gli elementi fondamentali che caratterizzano i principali metodi di valutazione. Il tutto alla luce della trattazione di un opportuno caso pratico avente lo scopo di definire il valore economico di Brembo S.p.A. operante nel settore degli accessori auto. La Brembo SpA verrà dapprima analizzata attraverso un'analisi di Bilancio, in particolare utilizzando i principali indici di Bilancio per comprendere l'attuale situazione patrimoniale, economica e finanziaria. Successivamente si procederà con l'applicazione di alcuni metodi di valutazione e dai risultati ottenuti si metteranno in evidenza punti di forza e di debolezza degli stessi.

CAPITOLO 1

La valutazione del capitale economico di un'impresa

1.1 Introduzione alla valutazione d'impresa

L'impresa, per concorde dottrina, viene definita come un “*centro organizzato per la sistematica produzione di beni e servizi, volta, attraverso lo scambio, al conseguimento di un surplus: termine con il quale si designa genericamente l'eccedenza dei valori prodotti (espressi di norma da ricavi o, comunque, da prezzi di mercato) sui valori consumati per produrre*”².

La valutazione d'impresa³, ossia quel processo di stima volto, mediante tecniche tra le più varie, alla definizione del valore del capitale economico, ossia del valore del patrimonio investito nell'azienda, rappresenta un tema centrale nell'ambito delle discipline economico aziendali che ha da sempre interessato il mondo professionale e quello accademico tenuto conto dei suoi rilevanti risvolti pratici e teorici.

² Cfr., per tutti, CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio di esercizio. Una introduzione*, Milano, 1998

³ In materia di azienda e di valutazione d'impresa cfr., tra gli altri, BRUNETTI GIORGIO – AIROLDI GIUSEPPE – CODA VITTORIO, *Lezioni di economia aziendale*, Bologna, 1989, p. 327 e ss.; CAPALDO PELLEGRINO, *Reddito, capitale e bilancio di esercizio. Una introduzione*, Milano, 1998 p. 327 e ss.; COPELAND T.E., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa*, EGEA, Milano 1998; MONTRONE ALESSANDRO – FABBRINI GIUSEPPE, *Economia aziendale: fondamenti ed evoluzione della disciplina*, Milano, 2002, p. 301 e ss.; ONIDA PIETRO, *Economia aziendale*, Torino 1986, p. 55 e ss.; PAOLONI MAURO, *Appunti di economia aziendale*, 2001, p. 51 e ss.; SARCONE SALVATORE, *L'azienda: caratteri d'istituto, soggetti, economicità*, op. cit.; TERZANI SERGIO, *Il sistema dei bilanci*, Milano 2003, p. 291 e ss.; TROINA G., *L'impresa in rete. Presupposti logici ed operativi*, Giappichelli, Torino, 2001; TROINA G., *Lezioni di economia aziendale*, CISU, Roma, 1999; ZANDA G., *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996; ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2001.

Occorre altresì sottolineare come la valutazione del capitale economico di un'azienda non significhi semplicemente misurare, da un punto di vista monetario, dei beni ma, consiste in un procedimento valutativo sia quantitativo che qualitativo. Infatti, la sintesi numerica che scaturisce dal procedimento valutativo, sottintende un “giudizio”, un “apprezzamento” sul modo di essere di un bene economico e sulle particolari relazioni che lo legano al complesso aziendale (aspetto qualitativo).

1.2 Le nozioni di azienda e di valore

Per cogliere concretamente le diverse sfaccettature che caratterizzano la valutazione del capitale economico d'azienda occorre soffermarsi su tre concetti fondamentali: l'azienda, il valore e il capitale economico.

In relazione al concetto di azienda, occorre in primo luogo sottolineare che l'art. 2055 c.c. definisce l'azienda come “*il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'attività d'impresa*”. Tale definizione giuridica riguarda solo le aziende di produzione in genere tenuto conto del fatto che l'impresa consiste, secondo il nostro legislatore, nell'esercizio di “*un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni e servizi*”.

Dal punto di vista economico-aziendale, l'azienda si presenta come un sistema organizzato di beni e servizi nuovo rispetto a singoli elementi che lo compongono: un complesso organizzato di fattori materiali e immateriali idoneo all'esercizio economico della produzione di beni o servizi volti alla soddisfazione dei bisogni umani.

L'azienda, pertanto non rappresenta semplicemente la mera somma del valore delle singole componenti, bensì un qualcosa di nuovo, di complesso, di

organizzato, in grado di operare proprio mediante i fattori materiali e immateriali della quale la stessa si compone.

Illustri autori si sono espressi sul tema. Tra questi basti a titolo esemplificativo la definizione fornita da Gino Zappa, uno dei principali padri fondatori dell'economia aziendale, secondo il quale l'azienda rappresenta un *“istituto economico atto a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, compone e svolge in continua coordinazione la produzione o l'acquisizione e il consumo della ricchezza”*⁴.

Tale nozione conferma quanto già sottolineato in precedenza: per determinare il valore di un'azienda è necessario partire dalla consapevolezza che la stessa rappresenta un istituzione economica volta a perdurare nel tempo, utile alla produzione di beni e/o allo scambio di servizi al fine di realizzare un profitto di impresa. L'azienda infatti, rappresenta una entità unitaria, che ha vita continua nel tempo, nonostante il passaggio delle persone e dei beni ad essa vincolati e delle coordinazioni economiche nelle quali si esplica la sua attività. Pertanto assolvono ad una funzione fondamentale nella valutazione di una azienda non soltanto i beni di cui la stessa si compone, ma anche la “gestione futura” a cui la stessa sarà soggetta.

In relazione alla nozione di valore occorre precisare che in economia aziendale il valore è il perno fondamentale intorno a cui ruotano le imprese e la sua creazione è motivo stesso della loro esistenza. La creazione di valore rappresenta la ragione essenziale della sopravvivenza a lungo termine dell'azienda, della sua attiva partecipazione alla produzione di risorse per la collettività, del suo contributo al benessere sociale.

⁴ ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, cit., p.76

Un complesso aziendale che non crea valore o addirittura che lo distrugge non è in grado di remunerare in modo adeguato le risorse in esso investite, motivo per il quale difficilmente l'azienda sarebbe in grado di perdurare nel tempo.

Peraltro, occorre precisare che il valore dell'azienda è sempre un dato relativo, non unico, non univoco, ma valido per lo scopo, il tempo, le condizioni in cui viene espresso ed è subordinato all'obiettivo perseguito nella stima⁵.

I valori possibili da attribuire al capitale d'azienda, rispetto al momento di determinazione, sono principalmente due: il valore autonomo (valore astratto) e il valore concreto.

Il valore autonomo è il valore del capitale economico stabilito da un valutatore indipendente ex ante il trasferimento. A tale valore sempre più spesso viene attribuito la denominazione di valore astratto in quanto "astrae" dal considerare le modifiche che l'ingresso del trasferimento determinerà sul sistema delle forze aziendali. Il valutatore deve considerare le forze proprie dell'azienda, "al netto" delle forze non trasferite. Tale valore costituisce una base obiettiva di partenza per dialogare sul prezzo di trasferimento.

Il valore concreto è il valore del capitale economico, stabilito da un valutatore indipendente, a cui si perviene ex post il trasferimento. Questo valore tiene conto dell'impatto tra l'azienda e la nuova realtà⁶.

A questo punto, merita un cenno *la contrapposizione tra prezzo e valore*, tipica delle discipline aziendali. Il *prezzo* è una grandezza espressa dal mercato mentre il

⁵ "Il capitale d'impresa costituisce un'entità astratta, che si presta ad essere valutata e quantificata diversamente in relazione alle sue diverse configurazioni; le diverse configurazioni sono risultate dalle svariate finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire" (ZANDA G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005, cit., p.7)

⁶ FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1996

valore è il risultato di un processo logico di stima in cui intervengono previsioni di flussi, di quantità- stock e giudizi sul rischio. Entrambi sono determinati da fattori esterni ed interni all'impresa. I primi rappresentano sia variabili generali (che caratterizzano l'intera economia di un Paese, ad esempio l'efficienza e l'efficacia dei mercati finanziari) sia variabili specifiche di settore. I secondi sono fenomeni più controllabili come l'apprezzamento del rischio, la previsione dei flussi, ecc. Un primo motivo della dissonanza che si può manifestare tra prezzi e valore è riconducibile ad alcuni fattori, sia interni sia esterni, che influenzano il prezzo, ma non il valore. Ad esempio, in un settore caratterizzato da un'intensa dinamica di concentrazioni, i prezzi delle imprese più "appetite" possono risultare temporaneamente "gonfiati" dalla forte domanda, a prescindere dal loro effettivo valore.

Una seconda spiegazione di questa possibile differenza è ravvisabile nei vari tipi di prezzo e nelle svariate modalità di misura del valore esistenti. Ad esempio, i prezzi per il pacchetto di controllo di una società non sono uguali a quelli per quote minoritarie né alle quotazioni di Borsa.

Un altro esempio può riguardare il prezzo di scambio che tendenzialmente è maggiore del capitale di funzionamento. Infatti il sistema aziendale venduto comprende: beni, capitale umano, tutte le relazioni con gli altri sistemi e tutte le operazioni che l'azienda fa con gli altri sistemi.

La valutazione di un'azienda pertanto è un'operazione complessa in quanto il sistema aziendale è:

- a) complesso: l'azienda non è una macchina che funziona in maniera prevedibile ma funziona attraverso l'instaurazione di molte relazioni ed è composta da molti elementi:

- b) probabilistico: le relazioni non sono pienamente individuabili e prevedibili in maniera sicura ma non prevedibili soltanto in termini probabilistici
- c) aperto verso l'ambiente: è influenzato dalle variazioni dei mercati con cui si relaziona dalla politica economica e dall'adempimento di doveri di responsabilità sociale
- d) Dinamico.

1.3 La nozione di capitale economico d'azienda

Le nozioni di azienda e di valore sono fondamentali al fine di cogliere il significato dell'espressione "*capitale economico*" Con esso si è soliti indicare "*quella particolare configurazione del capitale d'impresa, che si intende determinare quando si valuti il sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento e nell'ottica del perito indipendente*"⁷.

Il capitale economico è definito dalla disciplina ragionieristica una "quantità astratta variamente configurabile", ma per comprendere a cosa ci si riferisca con tale espressione, occorre in primo luogo definire le principali nozioni di capitale d'impresa⁸. La dottrina distingue alcune accezioni principali:

- nell'ipotesi di continuità della gestione aziendale con il medesimo assetto proprietario si definisce "capitale di funzionamento" (o "di bilancio") la ricchezza a disposizione dell'impresa per lo svolgimento della gestione futura⁹; tale grandezza trova rappresentazione nello stato patrimoniale del bilancio di esercizio, come differenza tra poste attive e passive e costituisce un valore di natura astratta, unico e inscindibile, la cui determinazione è fondamentale

⁷ ZANDA G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005, cit. , p.5

⁸ PELLATI G e RINALDI L. *Guida alla valutazione d'azienda*, Il sole 24, Pirola, 2004

⁹ SOSTERO U., BUTTIGNON F., *Il modello economico finanziario*, Giuffrè, 2001

condizionata dalle finalità, dai vincoli e dai principi che disciplinano la redazione del documento di bilancio¹⁰;

- Nelle ipotesi di cessazione dell'attività aziendale e di liquidazione del patrimonio, si perviene alla nozione di “capitale di liquidazione”, inteso come entità data della mera somma dei valori assegnabili ai singoli beni che sono inclusi nel complesso aziendale, al netto delle obbligazioni ancora da assolvere. In fase di liquidazione vendono meno le relazioni di complementarità ed interdipendenza tra i beni non ha quindi più senso considerare l'azienda come “investimento” per cui la destinazione economica dei beni viene ad essere modificata a oggetti di scambio¹¹. I beni poiché non più suscettibili di utilità futura vengono valutati in base al presunto valore di realizzo sul mercato¹²;
- Nelle ipotesi di cessione delle quote sociali, conferimento d'azienda e, in generale, in tutte le transazioni che comportano il “trasferimento dell'azienda”, non ci si riferisce tanto alle sue nozioni di capitale in precedenza descritte quanto al valore di *capitale economico*, inteso come grandezza comprensiva di ogni elemento d'impresa in grado di contribuire alla futura produzione di

¹⁰ Un'impresa che ha un capitale di funzionamento, o di “bilancio” superiore al valore di capitale economico, è un'impresa in cui l'organizzazione dei beni a la destinazione unitaria degli stessi non possono dirsi conseguite “con successo”, in quanto nel complesso l'impresa (in base alla prospettiva dei risultati futuri) non genera un valore superiore a quello delle singole poste patrimoniali. Questa situazione implica, che il valore globalmente attribuito alle singole componenti patrimoniali non è “economicamente sostenibile” in altri termini l'assegnare un valore alle poste patrimoniali, che non può poi “recuperabile tramite l'uso” non è razionalmente compatibile con il considerare l'azienda come un istituto finalizzato alla futura produzione di ricchezza. In conclusione, il valore del capitale economico d'azienda dovrebbe essere considerato il limite massimo a cui il capitale di funzionamento della stessa può essere valutato.

¹¹ PELLATI G. e RINALDI L., *Guida alla valutazione d'azienda*, il sole 24, Pirola, 2004

¹² Il valore del capitale economico aziendale risulta essere inferiore al “capitale di liquidazione” quando il valore attribuibile ai “risultati futuri” è minore del valore assegnabile all'immediata cessione dei singoli beni aziendali; in questo caso l'azienda stessa non avrebbe ragione economica di esistere, e l'alternativa più conveniente e più razionale sarebbe per l'appunto la liquidazione. Da ciò discende che il valore del “capitale di liquidazione” è la grandezza-limite al disotto della quale una stima di capitale economico non può razionalmente spingersi.

ricchezza. In altri termini, il “capitale economico” è l’entità che rappresenta il valore dell’azienda, e che, in quanto tale, è in grado di meglio approssimare il valore di scambio della stessa¹³;

- Viene definito “capitale di costituzione” quel capitale al momento della costituzione dell’azienda rappresentato dall’insieme dei beni conferiti dai sottoscrittori. Nel caso di soli conferimenti in denaro il capitale di costituzione è una quantità misura. Nel caso di conferimenti in natura il capitale è suscettibile di valutazione (quantità astratta). I conferimenti sono rilevati a valori correnti;
- Si parla di “capitale di trasformazione” al momento del cambiamento della veste giuridica dell’impresa.

Secondo autorevole dottrina il capitale economico di una azienda esprime “*una valutazione generale, razionale, dimostrabile e possibilmente obiettiva e stabile*”¹⁴. Tale valutazione, pertanto, dovrà possedere quattro requisiti fondamentali:

- a) La generalità, in quanto la valutazione dovrà valere per tutti i potenziali acquirenti in condizioni normali di mercato, prescindendo dall’utilità di acquisizione da parte di un soggetto, senza tener conto della natura delle parti, degli specifici interessi in gioco e della forza contrattuale che esprimono i soggetti che intervengono nella negoziazione;
- b) la razionalità, in quanto il metodo deve essere valido concettualmente e deve seguire un percorso logico chiaro e condivisibile;
- c) l’obiettività, poiché il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno notevolmente credibili;

¹³ PELLATI G. e RINALDI L., *Guida alla valutazione d’azienda*, il sole 24, Pirola, 2004

¹⁴ Luigi Guatri, *La valutazione delle aziende: Teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto*, EGEA, Milano, 1990

- d) la dimostrabilità, poiché i dati utilizzati nelle formule devono essere veritieri e obiettivi;
- e) la stabilità, poiché la stima non deve essere influenzata da fatti provvisori e mutevoli.

Esiste però un principio base indicato dall'U.E.C. (Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers) su cui va fondata la valutazione dell'azienda: la "relatività"¹⁵ del valore aziendale, ossia l'individuazione di un valore differente a seconda delle diverse occasioni o finalità valutative. Poiché nessuna metodologia di stima del capitale economico è in grado di soddisfare contemporaneamente e pienamente i suddetti requisiti, bisognerà volta per volta essere coscienti dei limiti e dei vantaggi insiti nelle metodologie applicate.

La vera nozione di base del capitale economico d'impresa è sicuramente quella fornita da Gino Zappa, secondo cui il capitale economico "*non è fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri*"¹⁶. Tale affermazione che ha sconvolto radicalmente l'economia aziendale dell'epoca, viene, ad oggi, universalmente accettata nella sua impostazione di fondo, ossia nel considerare il valore del capitale delle aziende come il risultato dell'attualizzazione di grandezze di flusso che un'azienda "genera" nel tempo (quali dividendi, redditi o flussi di cassa, a seconda del metodo utilizzato) e non come la semplice considerazione del valore che può essere attribuito, in un dato momento, ad un complesso aziendale, come somma algebrica dei valori attribuibili alle singole componenti patrimoniali.

Il capitale economico, pertanto, assume una connotazione concettualmente differente dal capitale di funzionamento e dal capitale di liquidazione. Questi

¹⁵ BREDET O., *La valutazione delle aziende*, ETAS, Milano, 1991, p.4.

¹⁶ ZAPPA G., *Il reddito d'impresa*, cit., p.81

ultimi possono essere separati nelle loro parti analitiche mentre il capitale economico è un complesso aggregato costituito da fattori complementari¹⁷. Per questa ragione il valore del capitale economico, può talvolta essere significativamente distante dal valore rappresentato in bilancio dal patrimonio netto. Il valore contabile di un'impresa e i criteri di valutazione utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio infatti non costituiscono normalmente una base adeguata per la valutazione del capitale economico di un'impresa. Le valutazioni di bilancio non sono mirate alla determinazione del valore d'impresa, ma alla determinazione del reddito d'esercizio in un determinato momento. Inoltre, il criterio base utilizzato nelle valutazioni di bilancio è quello del costo storico, mentre oggi si tende a valutare un'impresa soprattutto sulla base delle sue prospettive future.

Nel momento stesso in cui si necessita della stima del capitale economico di una azienda occorre individuare due principali requisiti: un requisito oggettivo, relativo alla finalità del trasferimento (segnatamente casi di cessione o fusione) ed un requisito soggettivo, riguardante la posizione del perito indipendente¹⁸, il che significa che la stima è Stand Alone. Il perito non tiene conto degli interessi delle parti in causa e tiene conto delle sinergie e diseconomie che possono esistere tra l'azienda e le economie del venditore. Se manca la condizione soggettiva ricadiamo in altre 2 situazioni: valutazione strategica in ottica dell'acquirente

¹⁷ *“Il capitale economico è il valore di un unico complesso economico, costruito da fattori complementari tali da non consentire un loro distinta valutazione per pervenire alla conoscenza del complesso valore che si vuole determinare. La valutazione del capitale economico non consiste infatti, nel valutare il capitale netto con i suoi elementi attivi e passivi, bensì, l'effetto della valutazione è l'istituzione economico-aziendale destinata a perdurare nel tempo, la quale è determinata sia dai suoi elementi che dalle relazioni di complementarietà che si instaurano tra questi elementi”.* (Zappa G., *Il reddito d'impresa*, cit., p.78) *“Il capitale economico non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico”* (FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1996, cit., p.13).

¹⁸ ZANDA G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005, cit. , p.5

(prezzo massimo) e valutazione strategica nell'ottica del venditore (prezzo minimo).

Il capitale economico stabilito dal perito indipendente incontra i favori di entrambe le parti perché è superiore al prezzo minimo ed inferiore al prezzo massimo accettabili dalle parti.

Il valore del capitale economico di un'azienda viene definito in dottrina da due principali orientamenti: quello aziendalistico e quello finanziario.

Il primo orientamento, caratteristico della scuola tedesca, considera il reddito quale valore originario: l'azienda ha valore in quanto idonea a produrre in futuro un flusso di redditi. Il capitale economico è quindi funzione del reddito economico atteso normalizzato e della consistenza patrimoniale dell'azienda.

Il secondo orientamento (di tipo finanziario), tipico della cultura anglosassone, assume come base concettuale, che il valore dell'azienda è funzione dei flussi di natura finanziaria che essa genererà all'investitore in futuro. Determinazione del capitale economico d'impresa perciò si ottiene dalla sommatoria dei flussi monetari positivi che essa è in grado di generare in un determinato arco temporale, attualizzati ad un tasso espressivo della stessa remunerazione degli investimenti che presentino il medesimo grado di rischio^{19 20}.

1.4 Elementi fondamentali per la valutazione delle aziende

Il processo valutativo tradizionale consiste nella semplice applicazione di formule e il valore finale dell'azienda viene espresso numericamente come se fosse una grandezza certa, un valore assoluto e veritiero. Il ricorso alle formule spiega il

¹⁹ D'ADDARIO F., *Aspetti tipici della valutazione del capitale economico d'impresa*, Cacucci, 1999

²⁰ GUATRI L., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 2005, cit., p. 23

tentativo di rendere il valore il più possibile oggettivo e dimostrabile dunque scevro da valutazioni di carattere soggettivo. In realtà la valutazione di un'azienda non può ridursi a causa delle caratteristiche intrinseche del fenomeno osservato, ad una mera "misurazione" di tipo lineare.

Tale valore infatti, è frutto di un processo valutativo più complesso che deve essere adeguatamente verificato perché alla base può contenere limitazioni e incertezze concettuali.

Oggi infatti in tema di valutazione d'impresa è sempre più diffusa l'idea che l'applicazione delle semplici formule sia insufficiente per analizzare le capacità e competenze effettive di un'azienda. I principali limiti riscontrabili nelle formule riguardano prevalentemente la scarsa dimostrabilità e l'incompletezza.

Queste sono considerate le principali ragioni per cui con il passare del tempo nell'ambito della valutazione d'impresa ricercatori e studiosi, a seguito di nuove osservazioni e scoperte, si sono resi conto che il paradigma valutativo tradizionale si è deteriorato ed è diventato obsoleto.

Tra i nuovi approcci valutativi²¹ Luigi Guatri, in un recente studio²², ha proposto un nuovo paradigma valutativo denominato Giudizio Integrato di Valutazione (GIV), costituito, non più dalla pura e semplice applicazione di formule, ma da un processo valutativo più complesso, capace di ottenere risultati più affidabili credibili e meglio dimostrabili²³.

²¹ Oltre al GIV esistono altri approcci innovativi di valutazione, come ad esempio: il nuovo processo orientato allo "sviluppo integrale"

²² Lo studio al quale si fa riferimento è "*Il giudizio integrato di valutazione delle formule al processo valutativo*".

²³ GUATRI L., "*Il giudizio integrato di valutazione dalle formule al processo valutativo*"

Il nuovo approccio valutativo proposto da Guatri è retto da tre pilastri:

1. la base informativa: svolge due funzioni: la prima, quella indiretta, è di ausilio rispetto agli altri due pilastri; la seconda quella diretta influisce direttamente sul GIV. Nel primo caso essa consente di prevedere in modo più completo ed efficiente le grandezze da utilizzare per le formule (i flussi attesi, il tasso di capitalizzazione, ecc.) e di scegliere in maniera più razionale, cercando di rispettare il requisito dell'omogenità tra imprese, le società comparabili da considerare per calcolare i multipli. Nella sua funzione diretta, invece essa ha la finalità di completare il GIV, cercando di colmare le carenze informative determinate dalle formule e dai multipli, considerando tutta una serie di aspetti ritenuti fondamentali per stimare il valore di un'azienda che non vengono colti dagli altri due pilastri²⁴.
2. Le formule: consentono di stimare il capitale economico sulla base di vari principi, criteri, metodi.
3. I multipli: consentono di ottenere una verifica sulla valutazione effettuata.

La raccolta dei dati e delle informazioni costituisce un primo aspetto operativo cruciale del processo di valutazione: dalla qualità e dalla quantità delle informazioni raccolte dipende gran parte dell'attendibilità dei risultati raggiunti. E' certamente una delle fasi più importanti del processo di valutazione che pertanto non dovrebbe mai essere trascurata per poter operare una valutazione.

Tanto più le informazioni su tali variabili sono complete, tanto più la valutazione (e le previsioni sulle quali esse stesse si fondano) sarà affidabile e credibile. L'affrontare questa fase in modo corretto infatti, contribuisce a ridurre l'incertezza

²⁴ Per approfondimenti sul contenuto della base informativa, si veda Guatri L., op. cit., 2000, pp. 45-55 e Guatri L. e Bini M., op. cit., pp. 52-113.

che, quando presente in modo eccessivo, può svilire l'utilità di una valutazione compromettendone l'attendibilità.

Le informazioni comunque raccolte devono possedere, al fine della valutazione aziendale, i seguenti requisiti essenziali: affidabilità, completezza, aggiornamento. Successivamente alla raccolta devono essere scrupolosamente vagliate dal valutatore che nel caso scarterà quelle inutili o insignificanti.

Le informazioni da raccogliere possono suddividersi in tre gruppi principali:

1. Informazioni interne: riguardano la storia dell'azienda, le sue competenze, le sue abilità (competenze distintive²⁵), le sue risorse, i suoi dati principali, le relative sedi, l'assetto giuridico, nonché i prodotti e i servizi offerti. Tutti i dati raccolti sulla storia dell'azienda, sulle sue risorse e sui suoi obiettivi (dalla fondazione alla situazione attuale), forniscono al valutatore un quadro di riferimento al quale rapportare tutte le informazioni di cui verrà a conoscenza, che costituiscono altresì la base per prevedere i risultati economici futuri²⁶.
2. Informazioni contabili: esse consistono prevalentemente nel bilancio di esercizio che assolve alla importante funzione di fornire informazioni sull'azienda. Per utilizzare efficacemente le informazioni contabili, ai fini di una affidabile valutazione dell'azienda, occorre in via preliminare procedere innanzitutto ad una riclassificazione del bilancio d'esercizio²⁷ e successivamente calcolare gli indici di redditività (ROE²⁸, ROA²⁹, ROS,

²⁵ Le competenze distintive di un'azienda "è ciò che sa fare particolarmente bene"

²⁶ BALDUCCI D., "la valutazione d'azienda", Edizione Fag., Milano, 2008.

²⁷ I tre prospetti contabili che devono essere riformulati, corretti e riclassificati, ai fini di un efficace utilizzo dei dati contabili nell'ambito delle valutazioni aziendali, sono: lo stato patrimoniale, il conto economico e il prospetto dei flussi finanziari.

²⁸ Il ROE (rapporto tra reddito netto e capitale netto) sintetizza la redditività del capitale proprio evidenziano la redditività complessiva dell'impresa. Anche se risente delle variazioni di capitale e del

TURNOVER, ROI³⁰) e le grandezze finanziarie (indici di solvibilità, autofinanziamento, flussi di cassa, interessi passivi, leverage, ecc) più significative. Tali indicatori, ai fini della valutazione d'impresa, sono utili solo calcolando e confrontando il loro valore nel tempo (trend). L'estrapolazione dei trend storici è sicuramente un valido punto di partenza, ma non si può limitare ad un calcolo a tavolino senza un riscontro con le problematiche reali che si possono ricavare da analisi di tipo qualitativo quali l'analisi di settore, che possono incidere sui valori futuri. Perciò le informazioni esterne si possono dire complementari e allo stesso tempo fondamentali per prevedere i futuri flussi;

3. Informazioni esterne: sono relative al mercato di riferimento al settore di appartenenza, alla clientela, ai fornitori ed ai *competitors*. Consiste in una ricerca sull'ambiente in cui l'impresa opera. Si inizia da alcuni dati relativi al

carico dei oneri finanziari, questo indicatore deve essere sempre alto e crescente (anche se oltre certi limiti potrebbe evidenziare non una ottima redditività quanto invece un capitale netto insufficiente) e può essere interpretato valutando la redditività delle singole aree della gestione.

²⁹ Il ROA (rapporto tra reddito operativo e totale attivo) misura l'efficienza nella gestione del capitale, quindi misura la capacità dell'impresa di trarre profitto dagli investimenti. Calcolato in funzione del risultato operativo, il ROA non risente della gestione finanziaria ma è influenzato solamente dai risultati delle politiche relative all'impiego dei fattori produttivi ed alle politiche di posizionamento sui mercati di sbocco. In linea di massima questo indicatore dovrebbe essere sempre elevato ed, essendo fortemente influenzato dal sistema di appartenenza, è opportuno confrontarlo con i valori degli esercizi precedenti e con le imprese dello stesso settore.

³⁰ Il ROI, calcolato come rapporto tra il reddito operativo ed il totale delle risorse finanziarie investite nell'impresa (debiti a breve e a medio e lungo termine e capitale netto): questo indicatore fornisce un'indicazione approssimativa della massima remunerazione disponibile per tutti i prestatori di risorse (banche, azionisti ed eventuali altri finanziatori esterni). E' opportuno che questo indicatore sia particolarmente elevato in quanto segnala (per lo meno in via approssimativa) che l'impresa dispone di risorse adeguate per remunerare i finanziatori.

macro-settore³¹ (situazione economica e sociale complessiva) per passare più dettagliatamente al micro-settore di interesse³².

³¹ L'analisi del settore macro si propone di rivolgere uno sguardo al quadro generale e riguarda aree che l'impresa non può controllare, ma che possono influenzare la vita sotto forma di "opportunità" da cogliere o di "minacce" da evitare. Può includere fattori molto diversi quali: *congiuntura economica, aspetti sociali, legislazione attuale o in corso di approvazione, clima politico, evoluzione tecnologica, rapporti con l'estero* e via dicendo.

³² L'analisi micro riguarda la situazione presente e prospettica relativa a: clienti, fornitori, concorrenti, intermediari commerciali.

CAPITOLO 2

Metodi tradizionali di valutazione delle aziende

2.1 Metodi di valutazione diretti ed indiretti

La dottrina economico-aziendale e la pratica hanno messo a punto diversi procedimenti per la valutazione dell'azienda. Solitamente i criteri di valutazione delle aziende vengono distinti in *diretti* ed *indiretti*³³. Si dicono diretti quei criteri che stimano il valore del capitale economico sulla base dei prezzi (o dei moltiplicatori) espressi dal mercato per l'azienda considerata o per aziende simili a quella oggetto di valutazione. La frequente impossibilità pratica di disporre di prezzi di mercato per valutare le aziende, unita alla scarsa significatività di tali prezzi quando disponibili, rende necessario percorrere altre vie per la determinazione del valore. Si qualificano invece con il termine indiretti quei metodi che derivano il valore del capitale economico da altre grandezze aziendali (flussi finanziari, reddito, consistenza del patrimonio, ecc.). Le metodologie indirette danno origine a tre classi di criteri di valutazione:

- 1) Metodi fondati sui flussi: *reddituali*, pongono in primo piano la presumibile redditività futura dell'azienda oggetto di valutazione; *finanziari*, attribuiscono primaria importanza ai flussi finanziari disponibili in futuro per l'investitore.
- 2) Metodi fondati su grandezze stock: *patrimoniali*, attribuiscono primaria importanza alla struttura analitica del patrimonio aziendale.
- 3) Metodi costruiti su grandezze flusso-stock: *misti*, risultano cioè da una combinazione degli elementi considerati nei metodi precedenti.

³³ LAMBERITNI F., *La valutazione dei gruppi di imprese*, Patron Editore, Bologna, 1995, pp. 73-77.

Facendo un breve excursus storico possiamo affermare che dagli anni '50 ad oggi si è rilevato, in ambito nazionale ed internazionale, un generale cambiamento nella scelta dei metodi di valutazione del capitale d'impresa. Si passa dall'impiego di metodologie basate su grandezze stock, all'utilizzo di criteri fondati su grandezze flusso, in particolar modo dei metodi finanziari. Al livello europeo la prassi nella valutazione d'azienda è stata fortemente influenzata dalla posizione assunta dall'U.E.C., Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari. Il primo interessamento dall'U.E.C alla questione della stima del capitale economico d'impresa avvenne nel 1955 quando venne istituita una Commissione con il compito di affrontare la problematica della valutazione d'azienda. Le metodologie raccomandate dalla Commissione nel primo scritto, pubblicato nel 1961, raccomandavano l'utilizzo dei criteri misti³⁴ per la determinazione del valore d'impresa. Non vi furono ulteriori interventi della U.E.C. in forma organica come avvenne per il primo testo base. Solo nel dicembre dell'80 l'U.E.C. tornò ad occuparsi del problema nello scritto "Procedure to be followed by Accountants in valuing an Undertaking as a Going Concern" con lo scopo di aggiornare la sua posizione e puntualizzare le metodologie. Dal testo risulta evidente che il metodo ritenuto maggiormente corretto per la determinazione del valore economico di un'impresa è il metodo finanziario fondato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi³⁵. Oggigiorno metodi diversi sono diffusi ed utilizzati in sistemi caratterizzati da tratti economico-giuridici differenti. E' possibile affermare che nei paesi anglosassoni le valutazioni sono principalmente effettuate con metodi finanziari, mentre nel contesto europeo continentale ed in molti paesi asiatici, si sono imposte metodologie reddituali e patrimoniali. Una diversa struttura del mercato dei capitali giustifica la diffusione di prassi valutative differenti.

³⁴ UEC, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas Kompass, Milano, 1961, p.32.

³⁵ U.E.C. *Procedure to be followed by Accountants in valuing an Undertaking as a Going Concern*, 1980, p. 3

Ci occuperemo prima dei metodi indiretti, maggiormente conosciuti e applicati, per poi accennare a quelli diretti.

2.2 Metodi indiretti basati sui flussi: reddituali e finanziari

Con l'espressione metodi basati sui flussi s'intendono indicare due soluzioni valutative per il capitale d'impresa: quella reddituale e quella finanziaria. Sono gli unici metodi ritenuti razionali e universali, poiché guardano ai risultati futuri delle aziende e sono in grado di attualizzare tali risultati. La loro superiorità è dimostrata dalla loro ampia diffusione in tutti i Paesi e presso tutti gli esperti e dalla possibilità di essere utilizzati per tutti i fini e gli obiettivi attinenti alla valutazione del capitale d'impresa. Particolarmente interessati alla valutazione delle aziende tramite i metodi dei flussi sono: gli anglosassoni, orientati ai flussi finanziari; i tedeschi, orientati ai flussi reddituali; gli italiani che prediligono i metodi reddituali ma non escludono il metodo finanziario.

2.2.1 Metodi reddituali

I metodi reddituali permettono di esprimere il valore di un'azienda in funzione dei redditi che essa è in grado di generare in futuro. In altri termini il metodo reddituale giunge a definire un valore odierno, che possa essere considerato equivalente ai flussi di reddito che l'impresa produrrà in futuro.

Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo. Gino Zappa, a metà del secolo scorso, affermava infatti che “il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri”. È quindi evidente che, per il celebre economista, il capitale varia al variare dei redditi futuri e del tasso di interesse scelto per l'attualizzazione degli stessi. Come dire che il reddito è il “valore originario” e il capitale quello “derivato”.

Riformulando il concetto appena espresso in termini matematici, è possibile considerare il valore dell'azienda come una funzione di redditi attesi³⁶:

$$W = f(R)$$

dove:

W = valore dell'azienda che si vuole valutare;

R = reddito generabile dalla "normale" gestione.

Questa relazione di tipo generale esige una serie di precisazioni in merito a:

- 1) Il tipo di funzione che lega W a R;
- 2) La definizione dei parametri della funzione scelta;
- 3) Il modo secondo il quale R deve essere definito e misurato.

Quanto al primo punto, si tratta di una funzione di capitalizzazione o d'attualizzazione, nel senso che la grandezza W s'intende formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. Ovviamente la funzione presenterà apprezzabili differenze secondo se i redditi si presumano:

- di durata indefinita;
- di durata limitata nel tempo;

Nel primo caso si parlerà di *metodo reddituale puro* e la funzione coinciderà con quella che la matematica finanziaria chiama rendita perpetua, cioè:

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

³⁶ Maurizio Dallochio, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, EGEA, 1995, pp. 666-670. Anche nel prosieguo del § 2.3.1 seguiremo il pensiero dell'Autore che si distingue per la sintesi e la chiarezza espositiva

dove i è un tasso d'attualizzazione opportunamente prescelto.

Nel secondo caso si tratterà di *metodo reddituale complesso* e si limitano le osservazioni a n anni, ritenendo troppo aleatorio proiettare i flussi di reddito per periodi più prolungati. Si assume così il valore attuale della rendita annua posticipata di n anni:

$$W = R a_{n-i}$$

dove a_{n-i} rappresenta il fattore di attualizzazione dei redditi di ciascuno degli anni considerati, sempre al tasso i .

Il ricorso alla rendita perpetua è molto frequente ed è la soluzione generalmente preferita ovunque, poiché l'azienda è un istituto economico destinato a durare nel tempo e perché l'attribuzione di una durata probabile alla vita di un'azienda suscita spesso gravi difficoltà. Inoltre la differenza tra il valore attuale di una rendita limitata a n anni ed il valore della rendita perpetua diventa trascurabile oltre un certo numero d'anni.

Prima di passare all'analisi di tali variabili, fondamentali per una razionale applicazione del metodo reddituale, è solo il caso di accennare le principali fattispecie di utilizzo. Essenzialmente i casi che richiedono il ricorso a tale metodologia sono:

- situazioni in cui è possibile costruire previsioni attendibili sui flussi futuri;
- aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno scarsa rilevanza;
- conferimenti / cessioni di rami d'azienda con oggetto principale la cessione di elementi immateriali, quali contratti, Know – how e forza lavoro;
- acquisizioni e joint – venture.

Una volta definite le funzioni utilizzabili, è ora necessario analizzare le singole componenti che concorrono a determinare il valore reddituale, ossia il reddito da attualizzare (R), il numero di anni per cui attualizzare il reddito (n), il tasso di attualizzazione (i).

Il reddito da attualizzare

Il metodo reddituale è un metodo di valutazione sintetico, in quanto perviene al valore di un'azienda senza considerare analiticamente le sue componenti patrimoniali, bensì scegliendo il reddito quale unico indicatore di sintesi della composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio aziendale e della attitudine del patrimonio stesso a produrre risultati economici positivi³⁷. Il valore di un'azienda calcolato con il metodo reddituale è funzione diretta dei suoi redditi. La determinazione di questo reddito futuro è un argomento complesso che tiene conto di diverse componenti³⁸, per ciascuna delle quali si pongono varie alternative:

1) La prima serie di alternative riguarda il fatto che questo reddito futuro sia inteso come:

- la serie di redditi annuali, puntualmente attesi per un certo periodo di tempo (metodo complesso);
- il valore emergente da una media aritmetica di tali redditi (metodo puro).

La scelta è effettuata in funzione della regolarità dei redditi considerati e della maggiore o minore necessità di mediare eventuali oscillazioni rilevanti. In

³⁷ Si veda P. Jovinetti, *Valore dell'impresa*, Pirola, Milano, 1990, p. 46.

³⁸ Per approfondimenti Luigi Guatri, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Milano 1994, pp. 108 e ss.

proposito dottrina e prassi concordano nell'assegnare alla seconda alternativa una maggiore affidabilità oltre a un'oggettiva, semplicità di applicazione. La misurazione puntuale dei redditi annui potrà essere realizzata solo in particolari circostanze, laddove sia presente un'elevata prevedibilità dei risultati d'esercizio.

2) La seconda serie di alternative riguarda le tecniche di previsione del reddito futuro. Quest'ultimo potrà essere calcolato³⁹:

- con il *metodo dei risultati storici*, ossia supponendo il permanere dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti. Il reddito futuro viene definito in base ai risultati economici conseguiti negli anni passati;
- con il *metodo di proiezione dei risultati storici*, proiettando i risultati storici nel futuro, in funzione dell'ipotizzabile comportamento di alcune variabili. La validità del metodo dipende dal grado di accuratezza e dalla fondatezza delle ipotesi su cui riposano le proiezioni;
- con il *metodo dei risultati programmati*, cioè attualizzando i risultati economici espressi nei budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri;
- con il *metodo dell'innovazione*, ossia definendo nuove condizioni di gestione futura, e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito.

La scelta tra le diverse tecniche di previsione del reddito da prendere in considerazione per la valutazione, è funzione sia del sistema informativo aziendale, sia del permanere di condizioni di omogeneità e prevedibilità per tutto il periodo preso in considerazione.

³⁹ A. G. Mauri, *La valutazione delle aziende nelle operazioni di gestione straordinaria*, ISDAF, Pavia, 1996, p. 136-140

3) La terza serie di alternative riguarda le possibili figure di reddito utilizzabili. Si tratta in sostanza di scegliere tra:

- reddito contabile;
- reddito normalizzato, depurato da componenti straordinarie, eccezionali e non ripetitive rispetto alla gestione ordinaria dell'azienda;
- reddito prelevabile, cioè quella parte di reddito che può essere distribuita dai soci senza compromettere la capacità di prosecuzione e sviluppo dell'azienda.

La seconda alternativa è normalmente privilegiata in sede applicativa. Il criterio del reddito normalizzato è infatti adatto a rappresentare fedelmente l'andamento economico dell'azienda da valutare poiché elimina l'influenza distorcente derivante da situazioni di carattere straordinario, e dunque non sistematicamente riferibili agli accadimenti di gestione. Il processo di "normalizzazione" del reddito si svolge generalmente eliminando:

- *proventi e costi straordinari*: attraverso questa fase si evita il rischio che i risultati di singoli esercizi siano esaltati o depressi a causa della casuale distribuzione degli eventi nel tempo;
- *proventi e costi estranei alla gestione caratteristica*: il riferimento è, a titolo di esempio, ai compensi attribuiti ai proprietari e/o agli amministratori delle aziende familiari non allineati (in senso positivo o negativo) ai valori di mercato;
- *effetti derivanti dalle cosiddette "politiche di bilancio"* (fiscali e non): per politiche di bilancio si intendono tutte quelle valutazioni non ispirate dal principio di neutralità, cui sempre dovrebbe conformarsi chi redige un bilancio, ma dalla composizione di interessi, più o meno

complessi, che gravano sul processo di determinazione del reddito di esercizio;

In sostanza sono cancellate dal reddito di esercizio quelle componenti di natura non ripetitiva, che non possono essere inquadrare nell'ambito di una normale gestione aziendale. Il reddito rettificato così ottenuto si presta perfettamente ad essere utilizzato nella formula della rendita perpetua, che presuppone il permanere indefinito del reddito da attualizzare.

Il periodo di attualizzazione

La scelta del periodo di attualizzazione (n) che può andare da alcuni anni, 5 o 7, per arrivare all'infinito è spesso influenzata dai dati disponibili in relazione ai redditi da attualizzare. E' in genere piuttosto difficoltoso poter disporre di dati attendibili quando le proiezioni inserite nei piani si spingono oltre un certo numero di anni. Questo soprattutto se si vogliono attualizzare i redditi dei singoli esercizi futuri. Va d'altra parte considerato il fatto che in condizioni di normale gestione, appare piuttosto arbitrario limitare ad un periodo predefinito il numero di anni in cui l'azienda sarà in grado di generare risultati economici. Ciò è particolarmente vero per quelle entità di non recente fondazione che operano in comparti in cui il rischio è ragionevolmente prevedibile e che non manifestano intense variazioni degli indici di redditività nel tempo. In questi casi in particolare, ma in generale in tutte le situazioni nelle quali è ragionevolmente prevedibile il permanere dell'attività nel tempo, coerentemente con i più comuni obiettivi della gestione d'impresa, tanto dottrina quanto la prassi valutativa privilegiano l'utilizzo della formula della rendita perpetua. Esistono tuttavia delle situazioni, quali ad esempio le fattispecie relative a piani di ristrutturazione, a possibili riorganizzazioni aziendali o a progetti di uscita da contingenze di segno negativo, per le quali è ragionevole pensare di calcolare puntualmente i redditi previsti per alcuni anni, e

solo in un secondo momento (dopo 3-5 anni in prevalenza) passare ad una condizione normale adottando la formula della rendita perpetua. Naturalmente il valore derivante dall'applicazione della formula in questione andrà attualizzato al momento in cui accade la valutazione.

La scelta del tasso di attualizzazione

Metodi reddituali e metodi finanziari hanno in comune il problema della scelta del tasso di attualizzazione, che intende riferire al momento attuale i valori dei flussi attesi nel corso di vita dell'impresa. Si sottolinea l'assoluta delicatezza di tale operazione, in quanto anche lievi variazioni di tale parametro possono portare a notevoli differenze nella determinazione del capitale economico.

In particolare si riportano le seguenti osservazioni:

- Ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri, pertanto maggiore è il suo valore, minore sarà il valore attuale di tali flussi. Se i redditi futuri fossero particolarmente incerti sarebbe opportuno utilizzare un tasso piuttosto elevato, che diminuisse l'incidenza dei flussi più lontani nel tempo e quindi più incerti.
- Deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando; maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto.
- Deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare, in particolare potranno essere presi in riferimento i principali indici di redditività settoriali.
- Affinché si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dell'effetto inflazione: in periodi di forte

aumento dei prezzi dovrà essere caricato di un maggior spread richiesto da tale fenomeno.

Quindi chiameremo i il tasso di attualizzazione, ossia il tasso destinato a riportare al momento della stima una serie di flussi incerti $f_1, f_2 \dots f_n$ che si prevedono ottenibili ai momenti $t_1, t_2 \dots t_n$, della quale il capitale economico W rappresenta l'equivalente certo al momento t_0 . Il tasso di attualizzazione è notoriamente costituito da due componenti⁴⁰:

- il compenso per il decorrere del tempo (componente finanziaria);
- il compenso del rischio (componente specifica).

Questo principio si traduce nella seguente espressione concettuale:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 = tasso di attualizzazione "puro";

i_2 = remunerazione per il rischio generale d'impresa.

Il tasso puro di interesse i_1 , è la remunerazione finanziaria di investimenti "senza rischio", legata al solo decorrere del tempo. E' un tasso determinabile con buona attendibilità, infatti come termine di riferimento significativo si assume, nella pratica, il rendimento dei Titoli del debito pubblico. Questo tasso deve essere "reale" cioè va depurato dalla componente inflazionistica, se presente. Il tasso puro di interesse va poi maggiorato del premio per il rischio generale d'impresa i_2 ,

⁴⁰ Osvaldo Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Torino, UTET, 1990, pp. 36-41. Per approfondimenti sull'argomento Luigi Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, EGEA, 1998, pp. 76 e ss

ossia il premio per il rischio legato all'investimento nell'azienda specifica. Questo rischio è rappresentato dall'eventualità di subire perdite di gestione che intacchino il capitale proprio. I fattori del rischio sono molteplici, ma quelli più significativi sono:

- fattori generali: riguardanti la situazione politico-sociale del Paese dove l'azienda opera, la congiuntura economica, l'inflazione in atto, ecc.;
- fattori settoriali: ossia la struttura del settore produttivo di appartenenza, la condotta di mercato dei concorrenti, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- fattori aziendali: la variabilità dei risultati operativi dell'azienda da valutare, la solidità patrimoniale, il livello e la composizione dell'indebitamento, la situazione di liquidità, ecc.;
- fattori speciali: stati giuridici particolari dell'azienda, regime vincolistico dei prezzi, ecc.

La maggiorazione da applicare al tasso puro di interesse va dunque commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio. Il discorso più complesso della scelta del tasso attiene alla quantificazione di i_2 , che nonostante vari tentativi non trova ancora soluzioni pienamente soddisfacenti.

La determinazione del costo del capitale proprio, che rappresenta il rendimento richiesto dai soli conferenti del capitale di rischio, è uno dei problemi aperti della finanza moderna. Le difficoltà nella stima del costo dei mezzi propri risiedono nel fatto che non si tratta di un dato certo, come ad esempio gli interessi passivi corrisposti sul debito, ma di un "costo-opportunità" (l'opportunità di investire diversamente). Il tasso esprime infatti il rendimento atteso da un determinato investimento e il compenso per il rischio di non conseguire il rendimento previsto.

Il costo del capitale netto si può definire come il tasso di rendimento che coloro che investono nel capitale netto di una società si aspettano di realizzare. La sua stima richiede l'applicazione di un metodo in grado di misurare il rischio e tradurre tale misura in termini di rendimento atteso dagli investitori azionari.

Per quantificare il rischio sono stati seguiti vari approcci di tipo sintetico-soggettivi ed analitico-quantitativi. La valutazione soggettiva è desunta da un apprezzamento complessivo del rischio generale d'impresa basato sulla cultura, sull'intuito e sull'esperienza del valutatore. La valutazione analitico-quantitativa consiste invece nell'individuazione delle principali componenti del rischio generale d'impresa, nella loro misurazione per zone di variabilità e quindi nella sintesi di tali misurazioni attribuendo ad esse appropriati pesi.

Tra questi ultimi approcci menzioniamo quello classico del Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁴¹. Il modello del CAPM approfondisce le relazioni fra rendimento e rischio negli investimenti evidenziando il fatto che gli investitori richiedono rendimenti crescenti all'aumentare del rischio dell'investimento. In dettaglio il rischio connesso all'investimento di un'impresa può essere scomposto in due tipi di rischio: il rischio specifico e il rischio sistematico. Il rischio specifico è connesso allo svolgimento dell'attività di una determinata impresa e quindi ai suoi risultati competitivi, mentre il rischio sistematico si collega a fenomeni di carattere macro-economico e in particolare alla congiuntura economica generale. Secondo questa teoria il tasso di attualizzazione deriva da:

$$i = i_1 + \beta (R_m - i_1)$$

dove:

⁴¹ Cfr. Poli. A. *Il costo del capitale. Teoria della finanza e mercati finanziari*, ETAS Libri, 1997, pp. 67 e ss., A. G. Mauri, *La valutazione delle aziende nelle operazioni di gestione straordinaria*, ISDAF, Pavia, 1996, 152-156

β = volatilità del rendimento del titolo della azienda da valutare;

R_m = rendimento di un portafoglio rappresentativo del mercato;

$(R_m - i_1)$ = premio per il rischio di mercato.

La componente di rischio i_2 è dedotta direttamente dal mercato e risulta composta dalla maggiorazione per il rischio azionario $(R_m - i_1)$ moltiplicata per il beta β di ogni specifica società. Il valore ottimale di β sarebbe quello prospettico, ma numerosi studi ed analisi hanno attestato la validità dell'utilizzo di dati storici come stima attendibile dei valori futuri. In proposito sono disponibili in tutti i mercati i cosiddetti "Beta book", pubblicazioni che riportano per tutte le società quotate i beta rilevanti e le loro variazioni. Nel caso di società non quotate si prendono in considerazione i β del settore di appartenenza dell'azienda, rettificato in funzione della società. In luogo del CAPM sono a volte consigliati procedimenti alternativi, pure a base quantitativa, quale l'Arbitrage Pricing Model (APM)⁴².

L'approccio sintetico-soggettivo, anche se indimostrabile e influenzato da chi compone la valutazione, risulta il più adottato nella pratica europea. E' la soluzione più diffusa anche se priva di ogni supporto oggettivo. Ciò si deve al fatto che i metodi analitico-quantitativi esigono una massa di dati di riferimento che in alcuni paesi non esistono, dall'eccessivo impegno da impiegare rispetto ai risultati modesti (difficoltà di calcolo) e dal credito insufficiente sulla esattezza di tali teorie. Si ricorda anche che in questo approccio la scelta, la quantificazione e la ponderazione dei componenti di rischio si basano su ipotesi arbitrarie.

⁴² Per approfondimenti cfr. A. Damodaran, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 1996, p. 38-40.

La formula di Hamada

In finanza aziendale, l'equazione di Hamada, che prende il nome dal Professor Robert Hamada, è utilizzata per il calcolo del β delle aziende di recente quotazione oppure per le aziende non quotate, in quanto, lo stesso, è di difficile determinazione. Per ovviare a tale difficoltà, la prassi valutativa è solita approssimare il valore del β con quello medio di un campione di aziende quotate operanti nello stesso settore di quella valutanda e con caratteristiche simili a questa. Tale β medio esprime infatti il valore del rischio operativo medio e del rischio finanziario medio relativi al campione di riferimento (c.d. Beta levered di mercato).

A ben vedere, però, se è ragionevole ipotizzare che l'azienda di recente quotazione e/o quella non quotata abbiano un rischio operativo simile a quello medio di settore, altrettanto non può dirsi per il rischio finanziario nel caso in cui il rapporto di indebitamento si discosti da quello medio di settore. E' per questo che laddove si assista ad uno scostamento tra i due tassi di indebitamento diventa opportuno correggere il β medio calcolato. Più in particolare, è necessario:

- a. depurare il β medio delle aziende simili (beta levered di settore) del rischio finanziario medio ad esse relativo ottenendo così il β unlevered o β operativo di settore;
- b. aumentare il β operativo del rischio finanziario specifico dell'azienda valutanda. In questo modo si ottiene il β levered dell'azienda valutanda al netto dell'imposta.

Per effettuare quest'ultimo passaggio utilizziamo la citata equazione di Hamada per cui risulta:

$$\beta \text{ levered } v = \beta \text{ unlevered } s * \left[1 + \left[\frac{CC}{CP} v * (1 - t) \right] \right]$$

dove:

$\beta \text{ levered } v$: è il $\beta \text{ levered}$ dell'azienda valutanda;

$\beta \text{ unlevered } s$: è il $\beta \text{ unlevered}$ di settore;

$\frac{CC}{CP} v$: è il rischio finanziario specifico dell'azienda valutanda;

t : è l'imposta.

L'importanza dell'equazione di Hamada è che separa il rischio operativo dell'azienda nel rischio sopportato dagli azionisti e dai creditori. Pertanto il β unlevered di un'azienda è dato dalla media ponderata del beta levered del capitale proprio e del rischio del capitale di debito al netto dell'effetto fiscale. La rischiosità del debito, viene assunta tendente a zero, in quanto l'intero rischio viene nei fatti a gravare sui portatori di capitale di rischio (gli azionisti). Il rischio del finanziamento, da parte dei creditori, è incorporato nel tasso d'interesse da essi contratto con l'impresa.

Limiti del metodo reddituale

Il metodo reddituale si fa apprezzare per la fondatezza dei criteri generali assunti a base della valutazione. I maggiori limiti di questo metodo risiedono nelle incertezze e difficoltà presenti nelle successive fasi di elaborazione, come la stima del reddito normalizzato, espressione di durevole redditività del capitale proprio e la scelta del tasso di capitalizzazione. Nelle pagine precedenti sono emerse le incertezze e le difficoltà di determinazione di questi parametri e la frequente necessità di ricorrere a soluzioni empiriche, utili ma sempre discutibili. Inoltre il

metodo reddituale è applicabile solo ad aziende funzionanti e in grado di conseguire risultati economici tendenzialmente positivi, essendo il suo utilizzo privo di significato in presenza di ripetute perdite di esercizio passate, presenti e future. In questi casi sarà meglio optare per metodi patrimoniali o per metodi misti patrimoniali-reddituali.

2.2.2 Metodi finanziari

Il metodo finanziario, il cosiddetto *Discounted Cash Flow (DCF)*, molto diffuso nei paesi anglosassoni ma poco in Europa continentale, porta ad esprimere il valore del capitale economico di un'impresa in funzione del valore attuale dei flussi di cassa che un'azienda è in grado di rendere disponibili. Questo metodo di valutazione ha trovato in Italia un'applicazione ancor più limitata di quanto non sia avvenuto nel contesto europeo, a causa della aleatorietà e soggettività insite nella stima dei flussi di cassa riferiti a periodi temporali prolungati. Solo di recente, sia la dottrina che la prassi, sembrano inclini a riconoscere una validità a tale criterio.

Il DCF, è il criterio di determinazione del capitale economico più diffuso e più corretto, almeno dal punto di vista teorico. La giustificazione di tale affermazione risiede nei requisiti di correttezza e razionalità di cui questo metodo è dotato⁴³.

Sul piano pratico però, si incontrano numerose difficoltà, specie se l'azienda da valutare non dispone di capacità di previsione⁴⁴. La determinazione futura dei

⁴³ GUATRI L., ha affermato che il metodo finanziario “*ha senza dubbio una larga preferenza nel mondo anglosassone; preferenza che si è poi diffusa presso gli operatori finanziari di tutto il mondo. La teoria e la pratica di creazione del valore, che trovano origine negli Stati Uniti, risentono chiaramente di ciò, nel senso che esse fanno dei metodi finanziari lo strumento unico, e almeno apparentemente indiscusso, nella misurazione dei valori*”, probabilmente, perché gli operatori americani hanno a loro disposizione una maggiore quantità di informazioni utili, fornite dal mercato e dall'azienda.

⁴⁴ JOVENITTI P., “*Valore dell'impresa*”, p. 58

flussi di cassa è infatti, strettamente connessa alle strategie e alle politiche aziendali, che a loro volta, sono frutto di specifiche e soggettive scelte imprenditoriali, e al momento della valutazione tali fattori sono spesso imprevedibili.

L'impresa è considerata pari ad un investimento, il cui valore è dato dai flussi di cassa attesi della gestione operativa, attualizzati al tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi omogenei e quindi confrontabili. Tale valore non risulta completamente oggettivo poiché il tasso di attualizzazione scelto per attualizzare i flussi di cassa futuri viene scelto dal soggetto che effettua la valutazione e quindi assume un carattere soggettivo.

La relazione matematica utilizzata per calcolare il valore del capitale economico dell'azienda è:

Metodo finanziario puro

$$W = Ca/Ba t^0 + \frac{Fl}{i}$$

Metodo finanziario complesso

$$W = Ca/Ba t^0 + \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+i)^t}$$

dove:

W = valore economico dell'azienda;

$Ca/Ba t^0$ = saldo delle liquidità disponibili al 31/12 dell'anno di valutazione;

$\frac{Fl}{i}$ = flusso di cassa medio prospettico attualizzato;

F_t = flussi finanziari di ciascuno degli n anni considerati nelle proiezioni;

i = tasso di attualizzazione.

All'interno di questa logica si possono riscontrare due approcci che implicano scelte metodologiche diverse⁴⁵:

- la valutazione del capitale d'azienda (equity valuation);
- la valutazione dell'investimento complessivo aziendale (firm valuation).

Il primo approccio si fonda sull'attualizzazione dei flussi di cassa che indicano l'ammontare di denaro disponibile, cioè prelevabile senza pregiudicare l'equilibrio finanziario dell'impresa, denaro a disposizione dei proprietari, complessivamente generato dalla gestione aziendale (sia gestione operativa che gestione finanziaria), E' denominato anche flusso *levered*. Il secondo metodo prevede invece l'attualizzazione di flussi di cassa operativi, cioè al netto della componente finanziaria, non tiene conto del flusso di cassa generato dai debiti e, conseguentemente, dai proventi e dagli oneri finanziari. E' denominato anche flusso *unlevered*.

Esistono diverse tecniche per la determinazione dei flussi di cassa *levered* e/o *unlevered* come: l'analisi dei mastri di cassa; il confronto di stati patrimoniali successivi; la tecnica basata sugli stati patrimoniali e sul conto economico oppure sulla scomposizione del reddito operativo.

Prenderemo in considerazione in particolare la tecnica basata sul confronto degli stati patrimoniali successivi nel tempo. Il Flusso di Cassa Netto Disponibile

⁴⁵ A. Damodaran, *Damodaran on valuation*, J. Wiley & Sons, New York, 1994, p. 10 e ss.

(FCND) o flusso levered lo si può ottenere seguendo lo schema riportato in **Tabella 2.1:**

Tabella 2.1 Determinazione del flusso di cassa netto disponibile

Utile netto di esercizio al 31/12
+ Δ Fondo ammortamento
+ Δ Fondi rischi e oneri
+ Δ Fondo TFR
+ Δ Debiti tributari
+ Δ Debiti finanziari
- Δ CCN
- Δ Immobilizzazioni
<hr/>
= FCND

Il Flusso di Cassa Lordo (FCL), flusso operativo o unlevered lo si può ottenere seguendo lo schema riportato in **Tabella 2.2:**

Tabella 2.2 Determinazione del flusso Lordo

Utile netto di esercizio al 31/12
+ Δ Fondo ammortamento
+ Δ Fondi rischi e oneri
+ Δ Fondo TFR
+ Δ Debiti tributari
- Δ CCN
- Δ Immobilizzazioni
<hr/>
= FCL

In entrambi i metodi la stima dei flussi di cassa avviene su base annuale per un certo periodo di anni (da 5 a 10). Al valore determinato sulla base

dell'attualizzazione dei flussi annuali viene poi sommato un secondo addendo che rappresenta il valore finale dell'azienda V_n al termine del periodo di valutazione dei flussi anno per anno, il quale a sua volta deve essere attualizzato.

Il valore dell'azienda è dunque determinato dalle seguenti formule:

Metodo finanziario puro:

Equity Valuation:

$$W = Ca/Ba t^0 + \frac{FCND}{i}$$

Firm Valuation:

$$W = Ca/Ba t^0 + \frac{FCL}{WACC} - D$$

Metodo Finanziario Complesso:

Equity Valuation:

$$W = Ca/Ba t^0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCND t}{(1+i)^t} + \frac{Vn}{(1+i)^t}$$

Firm Valuation:

$$W = Ca/Ba t^0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCL t}{(1+WAC)^t} + \frac{Vn}{(1+WAC)^t} - D$$

Il Terminal Value

Il valore finale, V_n , assume spesso un peso molto significativo nella determinazione di W (peso che non di rado arriva anche all'80%), soprattutto quando l'indisponibilità di informazioni attendibili per periodo molto lunghi (nei paesi anglosassoni non sono rare valutazioni dei flussi per periodi anche superiori a 10 anni) impone di avvicinare la realizzazione alla data della valutazione.

Proprio l'incidenza del TV sul valore complessivo dell'impresa rispetto a quella dei flussi previsti in via analitica costituisce una delle fasi più delicate dell'intero processo valutativo soprattutto, ad esempio, per le imprese in fase di rapido sviluppo o alle start up. Per tali imprese, infatti, i flussi individuati per il periodo di previsione analitica sono spesso modesti e negativi: di conseguenza il TV ha un impatto rilevante sul valore complessivo.

Di fatto, peraltro, vi è anche da rilevare che in termini di soluzioni concettuali e operative, per la determinazione del terminal value, non vi è ancora totale omogeneità di vedute e di comportamenti tra gli operatori del settore.

La scelta del momento dell'individuazione del valore finale è diretta conseguenza dell'estensione del periodo di previsione analitica. In proposito, è frequente rilevare l'adozione di soluzioni standardizzate da parte di vari operatori, i quali tendono ad utilizzare un periodo di previsione analitica di durata pari il più delle volte a 5 anni e più raramente a 10 anni. Meno frequente è l'adozione di un periodo di previsione analitica determinato *ad hoc*, tenendo in considerazione le caratteristiche dell'azienda e i criteri utilizzati nella determinazione del TV.

La prassi indica diverse alternative per calcolare il valore residuo, tra cui:

- il valore di liquidazione dell'attivo: in alcune valutazioni è possibile ipotizzare che l'impresa cesserà le operazioni a una certa data futura e venderà le sue attività al miglior offerente;
- l'impiego di moltiplicatori empirici: secondo questo approccio, il valore di un'impresa ad una data futura viene stimato applicando un multiplo agli utili o ricavi conseguiti dall'impresa in quell'anno.
- il valore corrispondente all'attualizzazione illimitata del reddito operativo netto o del flusso finanziario prospettico medio.

Quest'ultimo criterio, consiste nella determinazione di un valore assoluto, che l'azienda sarà in grado costantemente di conseguire a partire dal termine del periodo di previsione esplicita. Una delle soluzioni applicate con maggior frequenza vede il ricorso all'ultimo flusso conseguito: vale a dire, in ottica di equity-side, l'ultimo dividendo e in ottica di asset-side, l'ultimo flusso di cassa operativo. Questa soluzione è soddisfacente solo in presenza di aziende stabili e che non abbiano più in atto processi di sviluppo rilevanti. In assenza di tali condizioni ed in particolare qualora l'azienda sia ancora in fase di crescita l'ultimo flusso conseguito risulta infatti depresso, rispetto a quello prodotto dalla gestione corrente, a causa degli ingenti investimenti in capitale fisso e circolanti necessari per sostenere lo sviluppo. Il flusso inoltre difficilmente potrà essere costante nel tempo in quanto tenderà ad aumentare via via che si ridurranno gli investimenti in capitale fisso e circolante. In tali situazioni si assiste sovente al ricorso ad aggiustamenti del tasso di attualizzazione, in modo che questo tenga conto non solo dell'eventuale natura reale del flusso, ma anche del suo tasso di sviluppo previsto. Sotto il primo profilo, se il flusso ha natura nominale, ed è pertanto destinato a rimanere costante in termini monetari ma non di potere di acquisto, anche il tasso dovrà essere espresso in termini nominali. Qualora viceversa il flusso avesse natura reale, nel senso che è destinato a sottrarsi agli effetti dell'inflazione e quindi a conservarsi stabile in termini di potere d'acquisto, il tasso dovrà anch'esso essere espresso in termini reali, ovvero al netto del tasso di inflazione. Inoltre, nel caso il flusso fosse destinato a crescere in termini reali e in misura costante, si potrà fare ricorso al modello di Gordon⁴⁶, che prevede che il tasso di attualizzazione sia espresso da $(i-g)$, dove i è il tasso base di attualizzazione e g rappresenta il tasso di crescita degli utili o tasso di sviluppo

⁴⁶ Nel modello di Gordon il costo del capitale proprio è calcolato come: $K_e = d_1 / P_0 + g$. Dove P_0 è il valore di un'azione al tempo 0; D_t sono i dividendi distribuiti sull'azione; K_e è il rendimento atteso dall'azionista; g è il tasso di crescita costante atteso nei dividendi.

costante previsto per il futuro. Il tasso di crescita g viene determinato usando la seguente relazione:

$$g = (1 - \text{payout}) ROE$$

Dove:

payout = il tasso di distribuzione degli utili (dividendi / utili);

$1 - \text{payout}$ = tasso di ritenzione degli utili.

Limiti del metodo finanziario

La critica più decisa ai metodi finanziari riguarda la scelta del valore da attualizzare: si chiede perché sia necessario attualizzare i flussi di cassa e non, per esempio, il reddito di esercizio come nei metodi reddituali. Il metodo finanziario DCF si fonda sull'assunzione che il reddito d'esercizio non determina utilità per l'azionista fino a quando non si traduce in cassa, ossia in liquidità disponibile per l'azionista stesso. Se un'azienda ottiene redditi economici elevati nello stesso momento in cui si verificano elevati fabbisogni finanziari per sostenere le spese d'investimento, l'impresa potrà trovarsi nella situazione di generare reddito ma non di cassa. In questa situazione, la valutazione col metodo finanziario porterà a risultati meno favorevoli rispetto a quella effettuata con il metodo reddituale.

Un secondo genere di critiche riguardano la difficoltà di effettuare previsioni per periodi lunghi e la forte influenza esercitata da componenti soggettive e arbitrarie, specie nella determinare proiezioni e tasso di sconto. Infatti la definizione quantitativa di molti elementi che entrano nel calcolo dei flussi monetari è caratterizzata da elevati gradi di astrazione. Il DCF rappresenta però la "metodologia più valida dal punto di vista teorico ed esauriente dal punto di vista

pratico, [...] in grado di riflettere gli sviluppi futuri della società invece di focalizzarsi sui dati storici⁴⁷”.

Infine un’ultima considerazione. Con l’utilizzo del metodo finanziario, l’attenzione dell’analista si sposta dal conto economico e dallo stato patrimoniale sul terzo dei tre fondamentali prospetti di bilancio, il rendiconto finanziario. Sarà quindi fondamentale la corretta costruzione del rendiconto finanziario, sia al livello prospettico sia storico, cosa che spesso non avviene poiché viene costruito per aggregazione di dati economici e per differenze di saldi patrimoniali, compresi i dati non finanziari, mentre dovrebbe evidenziare solo i reali movimenti di voci finanziarie, quelli che danno luogo ad accadimenti di natura monetaria.

2.3 Metodi indiretti basati su grandezze stock: Patrimoniali

Trattando dei metodi di valutazione patrimoniale occorre effettuare una considerazione preliminare in merito alla diffusione che tali metodologie hanno sempre avuto tra gli operatori del nostro paese. Le motivazioni alla base del successo di queste metodologie in Italia sono sostanzialmente di natura storica⁴⁸. La preponderanza del sistema bancario rispetto al mercato azionario, come fonte di finanziamento delle società, è probabilmente la principale ragione della fortuna incontrata dai metodi patrimoniali. L’assenza di un mercato azionario sviluppato ha indirizzato le società verso le banche per la ricerca di fonti di finanziamento. L’ottica in cui viene valutata un’azienda da parte di una banca è totalmente diversa da quella utilizzata da un investitore azionario. L’istituto di credito ha come primo obiettivo il recupero dei finanziamenti erogati e la riscossione periodica degli interessi maturati. Per ottenere ciò è necessario che la società abbia una struttura

⁴⁷ Riportiamo il pensiero di Antonio Isola, *Valutare l’azienda*, IPSOA Editore, 1997, p.110.

⁴⁸ Luigi Guatri, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano 1994, Cap.1.

patrimoniale in grado, in ipotesi di liquidazione, di far fronte ai propri impegni verso i creditori. Nel corso degli anni la centralità del sistema bancario italiano ha fatto sì che la pratica valutativa da esso privilegiata, imperniata sull'applicazione dei metodi patrimoniali, venisse accolta dagli operatori. Laddove i mercati azionari hanno, invece, rappresentato una credibile alternativa all'indebitamento bancario (principalmente nei paesi anglosassoni), la pratica valutativa si è orientata maggiormente verso metodologie basate su concetti che rispecchiano l'ottica dell'investitore azionario. Per un azionista il valore della società dipende dalla ricchezza che essa saprà produrre nel futuro, espressa in flussi di cassa o di reddito. I metodi patrimoniali sono ancora tra i più adottati anche se, sempre più spesso, sono affiancati da metodi di valutazione che prendono in considerazione gli aspetti economico-finanziari prospettici della società.

I metodi patrimoniali di valutazione sono quei metodi che giungono al calcolo del valore economico del capitale di un'azienda attraverso la determinazione del valore corrente delle singole componenti patrimoniali. Le stime di carattere patrimoniale sottintendono l'ipotesi della possibilità di disaggregazione e di riaggregazione del patrimonio aziendale. Infatti ciascun componente patrimoniale viene valutato come se dovesse costituire oggetto di separato trasferimento rispetto al resto dell'impresa. Così facendo si ignora il vincolo di destinazione dei vari elementi di patrimonio, che sono legati tra loro da intense interrelazioni e che costituiscono un insieme complesso organizzato, e non si considera la ricchezza in termini di flussi di risultato che tale complesso è in grado di produrre. A seconda delle tipologie di beni patrimoniali che vengono inclusi nella stima, i metodi patrimoniali di valutazione possono essere distinti in:

- metodo patrimoniale semplice, che comprende nell'attivo solo i beni materiali;

- metodo patrimoniale complesso, analitico od empirico, che invece includono nella stima anche i beni immateriali.

Per i motivi illustrati in precedenza, il metodo patrimoniale molto raramente si presta ad essere assunto come criterio valutativo esclusivo o comunque principale, anche se tra i metodi di valutazione delle aziende è quello dotato di maggiore oggettività, in quanto legato a condizioni e fatti effettivi ed attuali e non a previsioni che possono risultare più o meno fondate.

2.3.1 Metodo patrimoniale semplice

Il criterio patrimoniale semplice esamina l'azienda come un insieme di attività e di passività, di cui il patrimonio netto costituisce, sul piano contabile, la somma algebrica. Il valore dell'azienda è rappresentato dunque dal suo patrimonio netto rettificato ossia dalla differenza tra le attività e le passività dello stato patrimoniale e dalle rettifiche apportate al valore dei singoli elementi patrimoniali. Tali rettifiche che derivano dalla differenza tra il valore di stima dei singoli elementi patrimoniali e il valore iscritto in bilancio, possono essere incrementative oppure sottrattive. Le prime si verificano quando il valore di stima risulta maggiore rispetto al valore di bilancio e danno origine a plusvalenze; le rettifiche sottrattive si hanno quando il valore di stima è inferiore a quello contabile e fanno sorgere minusvalenze. Ogniqualevolta il valore di stima coincide con il valore iscritto in bilancio non si deve apportare alcuna rettifica al capitale netto contabile. In formule⁴⁹:

$$W = K'$$

Dove:

⁴⁹ Gianfranco Zanda, *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996, pp.

W = capitale economico dell'azienda;

K' = patrimonio netto rettificato.

La determinazione del patrimonio netto rettificato consta di quattro fasi⁵⁰:

1. Individuazione degli elementi attivi e passivi suscettibili di valutazione;
2. la revisione contabile degli elementi attivi e passivi di bilancio (omessa nel caso in cui il bilancio è sottoposto a certificazione, caso delle aziende quotate);
3. la ri-espressione a valori correnti degli elementi attivi e passivi di patrimonio con l'evidenziazione di plusvalenze o minusvalenze;
4. il calcolo del capitale netto rettificato, ossia del valore d'impresa secondo il metodo patrimoniale.

Gli elementi attivi e passivi del patrimonio devono necessariamente corrispondere a corretti principi contabili, poiché la contabilità aziendale viene presa come base di ogni ulteriore elaborazione e quindi anche come base informativa fondamentale per intraprendere l'attività valutativa. Dalla revisione contabile (fase 2), se non già certificata, possono derivare una serie di rettifiche in aumento o in diminuzione dei valori patrimoniali rettificati. Le rettifiche più rilevanti solitamente riguardano:

- i crediti verso i clienti, poiché non tutti saranno onorati;
- i ratei attivi, ossia la quota di competenza economica dell'esercizio in esame di quei ricavi la cui riscossione avverrà nell'esercizio successivo.

⁵⁰ A.G. Mauri, *La valutazione delle aziende nelle operazioni di gestione straordinaria*, ISDAF, Pavia, 1996, p. 84-101.

Sarà necessario procedere ad una ripartizione proporzionale al tempo di utilizzazione relativo a ciascun esercizio;

- i titoli, (azionari , obbligazionari, di Stato) che vengono valutati a fine esercizio al loro valore di mercato;

- le partecipazioni ordinarie, valutate secondo “il prudente apprezzamento degli amministratori e dei sindaci”⁵¹ ed in base all’ultimo bilancio approvato dalla società le cui azioni si riferiscono;

- le rimanenze di merci e scorte, valutate generalmente al valore di costo (d’acquisto, di mercato, ecc...).

Una volta determinato il valore dell’attivo bisognerà detrarre a questo il valore delle passività per ottenere il patrimonio netto contabile. Il capitale netto contabile rappresenta la ricchezza che l’impresa ha a sua disposizione in un determinato momento. La fase successiva, ossia la terza, consiste nella ri-espressione a valori correnti dei vari elementi patrimoniali che costituiscono l’azienda e quindi nella determinazione delle plusvalenze e minusvalenze. Si procede confrontando il valore corrente di stima di ciascuna attività con il valore contabile.

Prima di operare questo confronto introduciamo alcune categorie di valore utilizzate nella valutazione delle attività⁵²:

- valore al costo d’acquisto;
- valore di bilancio;
- valore al costo di produzione;
- valore al costo di sostituzione;

⁵¹ Art. 2425 del Codice civile.

⁵² Otto Brecht, *La valutazione delle aziende*, ETAS, Milano, 1991, pp. 64-73. Vedi anche Marcello Orefice, *Estimo*, UTET, Torino, 1996, pp. 5-6. Riportiamo il pensiero dell’Orefice anche nel resto del §

- valore di liquidazione.

Il *valore di costo* è basato sul prezzo di acquisto del bene verificatosi nel passato, mentre il *valore di bilancio* o contabile si riferisce al valore di costo al netto degli ammortamenti effettuati. Il *costo di produzione* corrisponde alle spese di fabbricazione dedotti i deprezzamenti effettivamente intervenuti e il *costo di riproduzione o sostituzione* è fondato sui costi di riacquisto del bene decurtato della riduzione di valore dovuta all'uso del bene (valore attuale di mercato). Infine per *valore di liquidazione* si intende il valore di quei beni dell'attivo che, non essendo necessari allo sfruttamento, hanno un valore diverso dal valore sostanziale.

Passiamo ora a considerare i criteri valutativi utilizzati per le principali categorie dell'attivo patrimoniale.

Magazzini e scorte

La valutazione delle scorte detenute dall'impresa richiede criteri valutativi appropriati a seconda che queste siano rappresentate da materie prime, semilavorati o prodotti finiti.

Per quanto riguarda la valutazione delle materie prime questa va fatta al valore corrente desunto dal valore di mercato includendo anche degli oneri accessori.

I semilavorati devono essere valutati in base al costo di produzione, tenuto conto dello stato di avanzamento della lavorazione. I prodotti finiti, infine, possono essere valutati al prezzo medio di vendita o più prudenzialmente al costo di produzione. Valutazione speciale va fatta per i beni obsoleti che devono essere valutati al prezzo di probabile realizzo.

Immobilizzazioni

Bisogna fare una distinzione tra le immobilizzazioni tecniche e quelle civili. Le prime sono investimenti strumentali all'attività produttiva dell'impresa e vanno distinte in beni che hanno un valore di mercato e beni che non lo hanno. I beni che hanno un valore di mercato (fabbricati, automezzi, ecc...) sono stimati in base al prezzo vigente sul mercato, tenuto conto del loro deperimento fisico. Gli altri beni (ad es. quelli superati tecnologicamente) vanno invece valutati in base al costo di ricostruzione o, quando ciò sia possibile, al costo di sostituzione.

Le immobilizzazioni civili, fabbricati e terreni, vanno invece valutate in base al loro valore di mercato desumibile dal riferimento a beni analoghi a quelli oggetto di stima.

Titoli obbligazionari

I titoli obbligazionari quotati sono valutati in base al loro corso borsistico. Quelli non quotati vanno invece considerati al valore nominale se il loro rendimento è in linea con quello espresso dal mercato, altrimenti il valore nominale deve essere opportunamente rettificato. Si dà origine ad una minusvalenza quando il tasso di riferimento dell'obbligazione risulta inferiore ai tassi correnti. Viceversa quando il tasso di rendimento dell'obbligazione è superiore a quello di mercato si dovrà rilevare una plusvalenza.

Partecipazioni societarie

Bisogna distinguere le partecipazioni societarie in base alla loro rilevanza. Nel caso di partecipazioni che assicurano il controllo totalitario della società partecipata, il valore della partecipazione è dato dal valore dell'azienda. Quando la partecipazione è maggioritaria bisognerà valutare il valore dell'azienda e successivamente il valore del pacchetto di controllo.

Per quanto concerne le partecipazioni in società non controllate occorre distinguere quelle non di rilievo da quelle di rilievo. Nel primo caso, se le azioni sono quotate si potrà fare riferimento alle quotazioni borsistiche, ma se manca il requisito della quotazione il valore della partecipazione può essere determinato moltiplicando la percentuale di partecipazione per il capitale netto contabile dell'azienda partecipata. Nel caso di partecipazioni di rilievo sarà opportuno ricorrere a valutazioni autonome del capitale economico delle aziende partecipate, anche quando la società sia quotata in borsa.

La fase ultima consiste nella determinazione del capitale economico, volendo schematizzare il processo attraverso il metodo patrimoniale semplice, per la valutazione di detto capitale, è possibile rappresentarlo così:

$$W = K' = \text{Patrimonio Netto Contabile} + \text{Rettifiche positive degli elementi patrimoniali} - \text{Rettifiche negative degli elementi patrimoniali} - \text{Eventuali oneri potenziali.}$$

2.3.2 Metodo patrimoniale complesso

Nel metodo patrimoniale semplice il processo di rettifica del patrimonio netto d'azienda non prende in considerazione i beni immateriali. L'obiettivo del metodo patrimoniale complesso è appunto quello di integrare il valore del capitale economico dell'azienda, risultante dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice, con una stima del plusvalore che i fattori immateriali (o invisibili) possono dare alla società valutata. I beni immateriali si sono dimostrati, specie negli ultimi tempi, una componente assai importante nella gestione dell'impresa, in quanto essi concorrono in buona misura al successo dell'impresa e alla capacità di sopravvivenza dell'impresa nel lungo termine. Nella pratica però risulta particolarmente difficile qualificare e ancor più quantificare tali componenti.

I metodi patrimoniali complessi possono essere analitici o empirici. I metodi analitici prevedono la valorizzazione motivata e documentata dei beni immateriali detenuti dall'impresa. Secondo Brugger, le caratteristiche che un bene immateriale deve possedere, affinché esso sia suscettibile di una autonoma valutazione sono:

- utilità pluriennale;
- trasferibilità, cioè cedibile a terzi e talvolta congiuntamente ad altri beni materiali o immateriali;
- misurabilità.

E' evidente come l'accoglimento di questi criteri di selezione restringa notevolmente l'area dei beni immateriali. Ne rimangono infatti esclusi, per esempio il Know How aziendale e i costi per la formazione del personale.

I metodi patrimoniali complessi empirici sono invece caratterizzati dal ricorso, ai fini della valorizzazione dei beni immateriali dell'impresa, a parametri espressi dal mercato, sono cioè desunti dall'osservazione di transazioni intervenute sul mercato. Tali metodi non hanno una validità definitiva, a causa della mutevolezza delle condizioni di mercato. In situazioni di forte turbolenza ambientale ed elevato dinamismo la loro significatività tende a risultare minima. I metodi patrimoniali complessi empirici hanno dunque una validità contingente che limita di molto il loro utilizzo nella prassi.

“Certamente il metodo patrimoniale complesso è apprezzabile in quanto, rispetto al metodo patrimoniale semplice, può essere visto come un ulteriore sforzo volto a rendere obiettiva la valutazione dell'azienda, legandola per quanto possibile ad elementi specifici. Questo però non deve portare ad includere nella

valutazione poste che rappresentano mere ‘aspettative di utili’, perché così facendo si finirebbe per snaturare lo stesso procedimento”⁵³.

Limiti teorici e pratici dei metodi patrimoniali

Determinare il valore di una società sulla base di un saldo algebrico dei valori di attività e passività significa osservare solo il passato della società, ipotizzando che la capacità di generazione futura di reddito sia nulla. Si tratta quindi di giudicare un’impresa nell’ipotesi in cui essa stessa venga posta in liquidazione. E per valutare un’azienda che continui a svolgere la proprietà produttiva e a conseguire risultati economici? A tale limite insito nel metodo patrimoniale analitico la teoria ha dato una prima risposta con lo sviluppo dei metodi patrimoniali misti.

Altro limite deriva dalle difficoltà pratiche che si incontrano nella valutazione delle attività e passività, poiché non tutte trovano espressione contabile nello stato patrimoniale e nella individuazione di elementi da considerare nel calcolo.

2.4 I metodi indiretti basati su grandezze flusso-stock: misti

I metodi che ci accingiamo a esaminare uniscono i criteri informativi delle stime patrimoniali con quelli reddituali visti in precedenza, per questo sono detti metodi misti. Si considerano congiuntamente per la valutazione, l’assetto patrimoniale della società e la sua redditività futura, al fine di usare un metodo obiettivo e verificabile (caratteristiche proprie del metodo patrimoniale) senza trascurare le attese reddituali, che sono una componente primaria del valore del capitale economico. Il metodo misto patrimoniale-reddituale è stato considerato per vari decenni, un tipico prodotto della cultura mittel-europea in tema di

⁵³ Osvaldo Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990, pp. 23-24.

valutazione delle aziende, ma è noto ed applicato anche in Usa, soprattutto per la stima delle piccole aziende, ed in Giappone ma solo nelle valutazioni per transazioni interne. Nella teoria e nella prassi italiana il metodo in esame è considerato tra i più utilizzati e razionali⁵⁴. Tale pensiero è supportato anche da Onida secondo il quale “La corretta valutazione dell’azienda [...] deve cercare fondamento in due grandi ordini d’indagini riguardanti, rispettivamente, le prospettive economico-finanziarie d’esercizio e lo stato del patrimonio d’azienda”⁵⁵. Inoltre dal 1961 al 1980 i metodi misti sono stati oggetto delle raccomandazioni da parte dell’Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari.

Il valore della società viene determinato rettificando il patrimonio netto e sommando ad esso l’avviamento o Goodwill, definito come surplus (o deficit, a seconda che sia positivo o negativo) di reddito che il capitale investito nell’azienda può generare rispetto al reddito normale atteso per il settore e per il tipo di azienda considerata. Nella valutazione del patrimonio si devono considerare gli elementi che partecipano al processo produttivo del reddito, separandoli dai beni accessori non strettamente necessari allo svolgimento dell’attività aziendale. Si ottiene così il patrimonio netto rettificato, utilizzato nei metodi misti. Gli elementi oggettivamente valutabili vengono stimati all’interno del capitale rettificato mentre l’avviamento, inteso come differenza fra il valore residuale ed il patrimonio così considerato, costituirà una stima complessiva ed indiretta del contributo alla formazione del reddito di tutti gli altri elementi difficilmente

⁵⁴ Secondo Luigi Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano 1998, p. 280.

⁵⁵ P. Onida, *Economia d’azienda*, UTET, Torino, 1971, p. 645.

definibili, ma che traggono il loro valore dalle relazioni che si instaurano fra l'impresa ed il mercato⁵⁶.

Si suole individuare generalmente due varianti operative dei metodi misti:

- il metodo della stima autonoma del Goodwill (con capitalizzazione limitata e illimitata);
- il metodo del valore medio (o dei pratici tedeschi).

Il metodo della stima autonoma del Goodwill è certamente il più diffuso. Secondo tale criterio quando la verifica reddituale conduce a valori sensibilmente diversi rispetto a quelli derivanti dalle stime patrimoniali, sia in senso positivo che negativo, si pone il problema della correzione reddituale. Si tratta in sintesi di aggiungere/detrarre al valore patrimoniale quello che si definisce un Goodwill/Badwill. Il processo può essere esposto nella seguente formula:

$$W = K + (R - iK) a n^{-i}$$

dove:

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

n = numero definito di anni;

(R - iK) = Sovra Reddito o Sotto Reddito;

i = tasso di rendimento normale rispetto al tipo di investimento;

⁵⁶ Fabio Giulio Grandis, *I metodi misti nella valutazione delle aziende: un'analisi comparativa*, Giappichelli, Torino, p. 21.

i' = tasso di attualizzazione del sopra/sotto reddito, cioè la differenza ($R - iK$);

a $n \cdot i'$ = tasso di attualizzazione per n anni al tasso i' di un flusso di redditi pari ad ($R - iK$).

Ricordiamo che tale metodo veniva spesso denominato metodo UEC, per richiamarne la formulazione e raccomandazione espressa fin dal 1961 dall'Unione Europea degli esperti contabili, economici e finanziari (UEC). Il contenuto tra parentesi esprime il confronto tra il reddito medio atteso dall'entità valutata ed il rendimento offerto da investimenti di uguale dimensione (K), effettuati nello stesso settore e con simile grado di rischiosità. Applicando questo criterio si ottiene il valore dell'esistente (patrimonio netto rettificato) e delle potenzialità reddituali, anche alla luce delle performance di settore.

Come accennato, una seconda variante, caratterizzata dalla capitalizzazione illimitata del profitto medio, definisce il valore dell'azienda come somma del patrimonio netto rettificato (K) e del Goodwill inteso come rendita illimitata del profitto ($R - iK$); la formulazione è perciò la seguente:

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i'}$$

L'ipotesi accolta è pertanto che il sopra-reddito si produca indefinitamente nel tempo.

Il secondo metodo, del valor medio o dei *pratici tedeschi*, contempla la stima indiretta dell'avviamento come differenza tra il valore patrimoniale semplice e quello reddituale puro. La formula utilizzata in tal caso è la seguente:

$$W = \frac{1}{2} \left(k + \frac{R}{i} \right)$$

oppure:

$$W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right)$$

In questo modo il capitale rettificato (K) viene aggiornato di metà del Goodwill.

2.6.1 Limiti dei metodi misti

I metodi misti rappresentano soluzioni di compromesso, discutibili concettualmente, ma dotati di una loro validità pratica. Con l'utilizzo di tali criteri non vengono meno, infatti, le difficoltà tipiche dei metodi reddituali riguardanti la determinazione del reddito medio prospettico e del tasso di capitalizzazione. Va però detto che assumono rilevanza minore nella determinazione del valore dell'impresa poiché tali metodi intervengono nella sola stima del secondo addendo della formula.

2.5 Metodi diretti

I metodi diretti sono quei procedimenti valutativi che stimano il capitale economico di un'impresa assumendo come riferimento i valori di mercato dell'azienda stessa o di aziende similari. Il prezzo che deriva da tali procedimenti è il risultato dell'incontro tra domanda e offerta e si riferisce all'ammontare dei mezzi monetari pattuito dalle parti per acquistare un bene. Tali metodi si distinguono in⁵⁷:

- metodi diretti in senso stretto;
- metodi diretti fondati su moltiplicatori economici (Comparison Approach).

⁵⁷ Cfr. Gianfranco Zanda, *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996, p. 10. Cfr. anche G. Zanda, M. Lacchini, O. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1997, p. 27 e ss.

2.5.1 Metodi diretti in senso stretto

Il primo metodo di stima individua il valore economico del capitale d'impresa sulla base dei valori delle quotazioni ufficiali di mercato dell'azienda oggetto di stima, ove questa sia quotata, oppure, nel caso di azienda non quotata, sui prezzi conclusi in sede di trasferimento di aziende ad essa simili per dimensioni, redditività, struttura patrimoniale, ecc (c.d. comparable acquisition approach). Nella prima ipotesi il valore del capitale economico è dato dal prodotto tra il prezzo di mercato di una azione per il numero di azioni della società in circolazione⁵⁸:

$$W = \sum_{i=1}^n (P_i * m_i)$$

dove:

W = valore del capitale economico;

P_i = prezzo di Borsa di un'azione;

m_i = numero delle azioni che formano il capitale sociale della società.

Se, invece, l'impresa oggetto della valutazione non è quotata nei mercati ufficiali, si farà ricorso, per la stima del valore economico del capitale, ai prezzi fatti in transazioni di mercato relativi ad imprese assimilabili a quella da valutare. Questo metodo per essere proficuamente impiegato necessita di un campione di aziende simili a quella da valutare, costituito da società che possiedono effettivamente caratteristiche qualitative (settore di appartenenza, area geografica

⁵⁸ D'Amico, Laghi, *Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei Paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche*, Edizioni Kappa, 1996, p.73 e ss. Faremo riferimento al pensiero dell'autore anche nel resto del §

di operatività) e quantitative (dimensioni, redditività, struttura finanziaria) simili all'azienda oggetto di stima.

I metodi diretti in senso stretto presentano significativi limiti che ne sconsigliano l'applicazione, almeno quali unici criteri di stima del capitale economico dell'azienda. Infatti la loro applicazione parte dall'assunto che i mercati siano efficienti in senso informativo. L'efficienza dei mercati, si verifica nel momento in cui i prezzi riflettono completamente e istantaneamente tutte le informazioni disponibili. Secondo il Fama, il quale ha svolto degli studi empirici sui mercati e ha potuto distinguere tre tipi di efficienza:

1. *la forma debole*: l'informazione che viene presa in considerazione è limitata solo ai prezzi storici. Quindi gli investitori non possono individuare una strategia di investimento che possa produrre extra-profitti sulla base dell'analisi del comportamento dei prezzi nel passato (c.d. analisi tecnica).

2. *La forma semi-forte*: si asserisce che i prezzi delle azioni non riflettono soltanto l'informazione dei prezzi storici, ma anche tutta l'informazione pubblica rilevante disponibile, come le anticipazioni sugli utili, l'annuncio di dividendi, i bilanci annuali e infra-annuali e le notizie di stampa di natura finanziari.

3. *La forma forte*: viene rappresentata l'espressione estrema di efficienza del mercato. In tale ipotesi si afferma che tutte le informazioni sono comprese nei prezzi, sia quelle destinate al pubblico che quelle riservate.

Il punto però è che l'andamento dei prezzi sembra a volte seguire un percorso del tutto casuale. A tal proposito va menzionato lo studio del Roberts, il quale volle dimostrare che una serie di numeri generati casualmente (attraverso il lancio di una moneta) non è dissimile dalla serie dei prezzi dei corsi reali delle azioni riferiti all'indice Dow Jones Industrial Average e rilevati nel periodo che va

dal 30 Dicembre 1955 al 20 Dicembre 1956. Roberts notò infatti che l'andamento delle due serie storiche è molto simile ed è difficile distinguere quella generata "artificialmente" da quella reale. A ciò si aggiunge che spesso, e soprattutto a causa di fenomeni speculativi, i prezzi delle azioni mal riflettono il valore economico delle aziende quotate.

Inoltre esistono ostacoli di tipo operativo, come la scelta del prezzo da utilizzare nella determinazione del capitale economico (quotazione giornaliera, media mensile, trimestrale, annuale, ecc.) e dubbi sulla razionalità del criterio in quanto principalmente applicabile solo alle società quotate.

2.5.2 Metodi diretti basati sui multipli

I metodi di mercato fondati sui moltiplicatori empirici o Comparison Approach invece, stimano l'entità del capitale economico d'azienda con riguardo ai valori espressi per aziende similari. Tali metodi si distinguono, a loro volta, a seconda che trovino fondamento sul valore economico del capitale netto aziendale o sul valore economico dell'attivo lordo aziendale, in metodi basati sull'equity approach e metodi fondati sull'entity approach.

Equity approach

I primi stimano il valore del capitale economico come prodotto tra un moltiplicatore di mercato desunto, appunto, dal mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa (reddito, cash flow, patrimonio netto). In formule:

$$\text{molt } v = \text{molt } s$$

dove:

molt v = moltiplicatore dell'azienda oggetto della valutazione, costruito iscrivendo al numeratore il valore economico dell'impresa (incognito) e al denominatore una grandezza espressiva del valore d'impresa (utile, fatturato, cash flow, ecc...);

molt s = moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili per caratteristiche qualitative (stesso settore di appartenenza) e quantitative (fatturato, redditività, dimensioni) a quella valutanda, individuato ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese con la medesima grandezza impiegata nel moltiplicatore dell'impresa oggetto di valutazione. Il valore economico dell'impresa risulta così calcolato:

$$\left(\frac{W}{k}\right) v = \left(\frac{P}{k}\right) s$$

dove:

$\left(\frac{W}{k}\right) t$ = moltiplicatore che esprime il rapporto tra il valore del capitale economico (da determinare) e la grandezza espressiva di detto valore (reddito, cash flow, patrimonio netto) dell'azienda oggetto di stima;

$\left(\frac{P}{k}\right) s$ = moltiplicatore riferito al campione di aziende quotate similari, dato dal rapporto tra la media dei prezzi di mercato e la stessa grandezza k considerata ai fini della valutazione. Ne discende che il valore del capitale economico dell'azienda può essere determinato, in via immediata, sulla base della seguente formula:

$$W = \left(\frac{P}{k}\right) s * kv$$

dove tutti i simboli assumono i significati espressi in precedenza.

Uno dei limiti del metodo sta nel voler attribuire al prezzo di mercato, il significato di valore economico di un'azienda. Infatti esiste una profonda differenza concettuale tra il prezzo di negoziazione e il valore economico di un'azienda: il primo è influenzato dalle caratteristiche delle parti, il secondo è indipendente dai soggetti coinvolti.

Tuttavia una volta scelto il campione d'impresie simili a quella oggetto di valutazione, da effettuarsi nel modo più oggettivo possibile, si passa alla scelta della grandezza k . Molteplici sono le grandezze utilizzabili come denominatore del moltiplicatore di mercato. Nella pratica i moltiplicatori più impiegati sono:

- il price/earning (P/E), dove al denominatore compare l'utile netto medio;
- il price/cash flow (P/CF), il cui denominatore è rappresentato dal flusso di cassa netto (levered) o lordo (unlevered);
- il price/book value (P/BV), nel quale il denominatore è dato dal valore contabile del patrimonio netto;
- Il price/sales (P/S), dove a denominatore trovo il fatturato.

La scelta del moltiplicatore dipende da due fattori: la possibilità di reperire i dati relativi al campione di aziende selezionato e l'attendibilità della grandezza assunta al denominatore del moltiplicatore.

Il P/E è il moltiplicatore più utilizzato nella pratica, grazie al facile reperimento dei dati per la sua determinazione. Anche se è il più diffuso presenta dei gravi limiti dovuti principalmente al fatto che il reddito d'esercizio è una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle congetture e stime prese a fondamento per il suo calcolo. Viene così meno il requisito di attendibilità, necessario affinché il processo di valutazione sia in grado di offrire risultati soddisfacenti. Inoltre, nell'ipotesi in cui le aziende prese come

“campione” operino in paesi aventi ordinamenti contabili differenti, ovvero un sistema tributario diverso, il rapporto P/E finisce per essere sostituito con il rapporto tra il prezzo e l’EBITD (earning before interests, taxes and depreciation) o dall’EBITDA (earning before interests, taxes, depreciation and amortization) grandezze che a differenza del reddito netto subiscono un misura assai minore l’influenza delle valutazioni di bilancio e non sono afflitte dalla questione della diversità dei regimi impositivi esistenti nei diversi paesi di appartenenza delle imprese campione.

Anche per il P/BV valgono le considerazioni poc’anzi effettuate, in quanto i singoli elementi attivi e passivi che compongono il patrimonio netto sono sottoposti alle valutazioni soggettive da parte dei redattori del bilancio. Inoltre tale situazione è ancora più amplificata ove vi sia un confronto tra aziende operanti in paesi con criteri contabili differenti. Il vantaggio ad usare questo moltiplicatore sta nel fatto che rappresenta uno strumento “relativamente stabile e intuitivo” del valore paragonabile col prezzo. Se i criteri adottati dalle diverse aziende, costituenti il nucleo campione, sono abbastanza uniformi, tale rapporto è un buon indice evidenziatore di segnali di sopra o sottovalutazione.

Il P/CF non presenta inconvenienti come quelli per la stima del reddito, però manifesta difficoltà nella determinazione dei flussi di cassa in quanto dotati di maggiore variabilità rispetto al reddito. Questo comporta una maggiore facilità nel poter commettere l’errore di scegliere valore di CF non rappresentativi dell’andamento medio normale atteso dei flussi di cassa dell’impresa.

Il P/S è “attraente” poiché è disponibile anche per le imprese più in crisi, la presenza del fatturato inoltre, lo rende meno “manipolabile”, specialmente per aziende cicliche dove l’uso del P/E cambia più frequentemente del suo P/S, in quanto “gli utili risentono maggiormente della situazione economica generale

rispetto alle vendite”. La stabilità del P/S può diventare uno svantaggio quando l’azienda ha il problema del controllo dei costi, in tali circostanze i fatturati possono rimanere costanti anche se gli utili calano drasticamente. Perciò, sebbene possa sembrare allettante utilizzare i rapporti P/S per valutare le aziende in crisi, il mancato controllo delle differenze tra costi e margini di profitto di aziende diverse può portare stime fuorvianti.

Entity approach

Passiamo ora a spiegare i metodi diretti basati sul c.d. entity approach to valuation. Le formule di valutazione utilizzate da questo metodo determinano il valore del capitale in via mediata, ossia come differenza tra il valore economico delle attività lorde aziendali (firm value) e il valore economico dei debiti. In formule:

$$\frac{(W+D)v}{k v} = \frac{(P+D)s}{k s}$$

dove:

Dv = rappresenta il valore di mercato dei debiti assunti dall’azienda valutanda;

Ds = rappresenta il valor medio di mercato dei debiti del campione di aziende selezionato.

Ne discende che il valore economico delle attività lorde dell’azienda (firm value) può essere così determinato:

$$(W + D)v = \frac{(P+D)s}{k s} * k v$$

dove i simboli assumono i significati noti.

In definitiva il valore del capitale economico dell'azienda viene stimato per differenza tra il firm value e il valore di mercato dei debiti:

$$W_t = \left[\frac{(P+D)s}{k_s} * kv \right] - Dv$$

dove i simboli sono noti.

Anche per questo metodo, come per quello basato sull'equity approach, restano valide le considerazioni effettuate in precedenza, in ordine all'individuazione del moltiplicatore riferito al campione di aziende simili a quella oggetto di stima e alla definizione delle grandezze Dv e kv riferita all'azienda valutanda. Più precisamente per quanto riguarda il primo parametro, si osserva che i moltiplicatori più usati nell'ambito delle metodologie "entity" sono:

- firm value/earning before interest and taxes (EBIT, margine operativo netto);
- firm value/earning before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA, margine operativo lordo).

2.6 Come scegliere tra le varie metodologie?

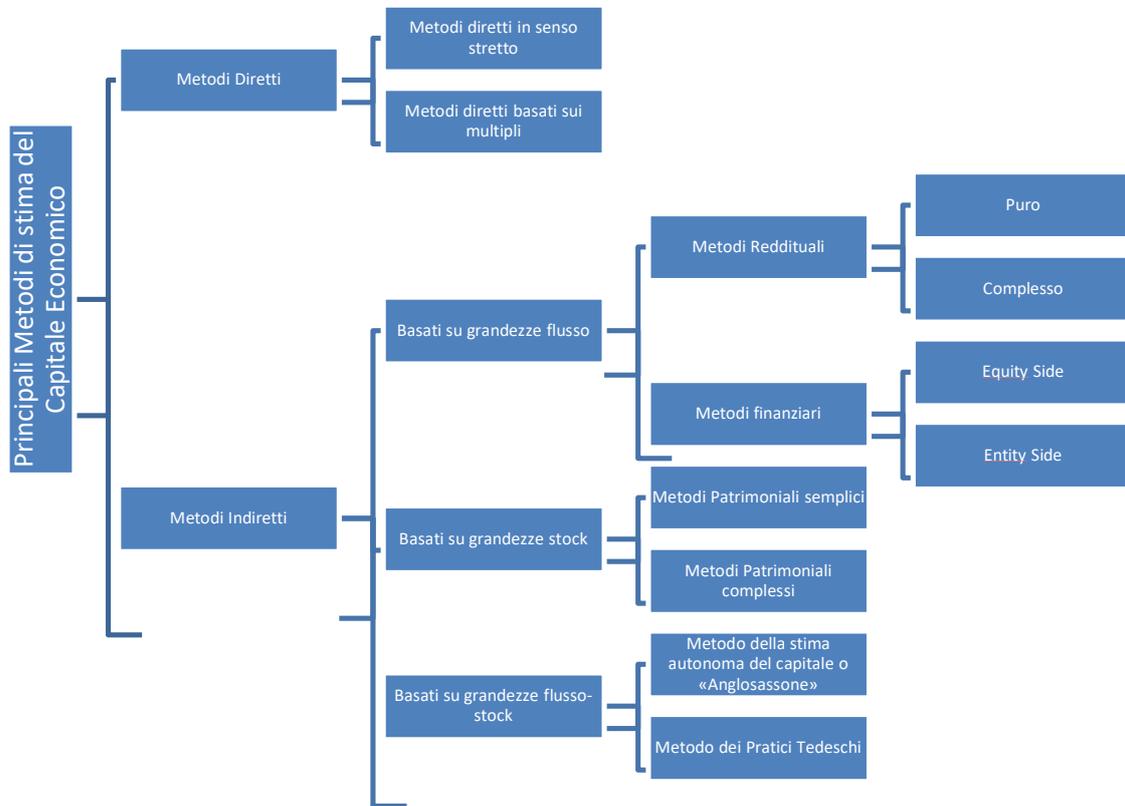
Quali elementi vanno considerati per scegliere tra i vari criteri disponibili per svolgere la valutazione? Assai numerosi sono gli elementi che potrebbero essere riportati, ma restringiamo l'elenco a poche voci⁵⁹:

- *la localizzazione*: esistono due grandi raggruppamenti territoriali, nei quali prevalgono criteri differenti. Nel contesto europeo continentale si prediligono i metodi basati sull'apprezzamento della solidità patrimoniale delle aziende, mentre i paesi di lingua e cultura anglosassone tendono a

⁵⁹ Maurizio Dallochio, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, EGEA, 1995, pp. 662-664.

- preferire i criteri poggiati sulle capacità prospettiche di generazione dei flussi di cassa.
- Il *settore di operatività*: aziende di servizi a elevato contenuto di natura professionale o che poggiano la propria performance su componenti per lo più di natura intangibile (marchi, tecnologie, ecc.... potranno essere valutate osservando i dati reddituali o finanziari, passati e prospettici, mentre un'impresa industriale caratterizzata dalla presenza di immobili, impianti e attrezzature di varia natura, se in presenta una redditività in linea con quella del settore di appartenenza, non potrà essere valutata senza tener conto la dimensione del patrimonio accumulato.
 - *Attendibilità dei dati*: prima della scelta dei criteri bisogna tenere in debita considerazione anche l'attendibilità e l'accuratezza dei dati prospettici. Se un'azienda dispone di documenti previsionali attendibili e dettagliati, vi sono dei presupposti per adottare metodologie alimentate anche in base a dati previsionali, siano essi di natura reddituale o finanziaria. In presenza di informazioni scarse, inaffidabili e poco attendibili in fase di proiezione, restano preferibili i criteri orientati all'apprezzamento del valore del capitale attuale.
 - Lo *status di società quotata o meno*: in presenza di aziende quotate non si può ignorare la valutazione esplicitamente espressa dal mercato, attraverso il prezzo delle azioni.

TABELLA 2.3: PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE



CAPITOLO 3

Brembo SpA e il settore “auto-parts”

3.1 La storia di Brembo SpA

3.1.1 Le origini di un leader

Brembo viene fondata nel 1961 da Emilio Bombassei, padre dell'attuale Presidente, a pochi chilometri da Bergamo⁶⁰.

Si tratta di una piccola officina meccanica, ma l'esperienza maturata dal fondatore nei settori meccanico e metallurgico viene presto messa a frutto per conto di clienti del livello di Alfa Romeo.

Il 1964 è un anno storico per Brembo, che avvia la produzione dei primi dischi freno italiani destinati al mercato del ricambio. In seguito la produzione si allarga agli altri componenti del sistema frenante e la competenza, la specializzazione e la qualità dei prodotti e servizi dell'Azienda vengono riconosciuti in campo internazionale. Brembo diventa così leader nel settore dei ricambi di dischi freno in Europa.

3.1.2 Un trionfo su ogni pista

A partire dal 1972, con una fornitura per Moto Guzzi, il marchio Brembo compare sulle migliori motociclette europee.

In breve, Brembo raggiunge la leadership nel segmento dei sistemi frenanti per le due ruote. Ma la vera consacrazione della qualità e tecnologia Brembo avviene nel

⁶⁰ Tutte le informazioni su Brembo SpA sono tratte dal sito: www.Brembo.com

1975, quando Enzo Ferrari affida all'Azienda bergamasca la monoposto più prestigiosa della Formula 1.

Brembo diventa presto leader nelle applicazioni di sistemi frenanti per competizioni motoristiche.

Da allora, numerose squadre equipaggiate con freni Brembo hanno vinto centinaia di campionati mondiali in diverse categorie automobilistiche e motociclistiche.

3.1.3 Innovazione e crescita

Dall'inizio degli anni Ottanta, Brembo punta allo sviluppo di prodotti e processi tecnologici innovativi, con una precisa strategia di espansione in aree specializzate di mercato, dalle autovetture al racing, fino alle motociclette. Nel 1980, si aggiunge alla gamma di prodotti per auto una pinza freno in alluminio, innovativa nel disegno e nel materiale, adottata progressivamente dai produttori di auto ad alte prestazioni quali Porsche, Mercedes, Lancia, BMW, Nissan e Chrysler.

Dalla metà degli anni Ottanta, Brembo sceglie di competere anche nel segmento dei freni a disco per veicoli industriali, diventando fornitore strategico per Iveco, Renault Veicoli Industriali e Mercedes. Nel 1983 la Società, in un'ottica di crescente internazionalizzazione, concorda l'ingresso nel capitale sociale della Kelsey-Hayes, gruppo multinazionale statunitense attivo nella produzione di impianti frenanti. La collaborazione consente al gruppo dirigente italiano di crescere e consolidarsi, preparandolo ad affrontare le sfide del futuro.

3.1.4 Brembo torna italiana

Nel marzo 1993, a seguito di nuovi orientamenti strategici, la Kelsey-Hayes cede la propria partecipazione. Brembo decide infatti di puntare sul futuro dell'azienda

e, indirettamente, sulla competitività del sistema Italia, facendo leva sulle proprie risorse di management e capacità tecnologiche.

La sfida lanciata dal management Brembo, con il riacquisto della quota della Kelsey-Hayes, è stata pienamente vinta.

Negli anni successivi, l'Azienda prosegue la sua crescita e nel 1995 viene quotata alla Borsa Valori di Milano: un successo dovuto a un intenso lavoro di squadra, come da sempre accade in Brembo.

3.1.5 L'espansione del marchio nel mondo

Brembo inaugura il nuovo millennio all'insegna dell'espansione sul mercato internazionale con l'acquisto della società brasiliana Alfa Real Minas, per la lavorazione di dischi freno per auto e l'assemblaggio di volani motore. Il marchio acquisisce inoltre la società inglese AP Racing Limited, specializzata nella produzione di impianti frenanti e sistemi frizione per vetture e motocicli da competizione e per vetture sportive ad alte prestazioni. Per sviluppare invece l'area legata alle motociclette, Brembo acquisisce il 70% della società Marchesini, specializzata nella realizzazione di ruote in magnesio per motocicli da competizione.

Il 2000 segna anche una tappa decisiva nella penetrazione di Brembo nello strategico mercato cinese, grazie alla joint venture siglata con Yuejin Motor Group e alla costituzione della Società Nanjing Yuejin Automotive Brake System, per la produzione di sistemi frenanti per auto e veicoli commerciali. Dal 2008, Brembo detiene il 70% della partecipata NYABS. Nel gennaio 2010 Brembo Nanjing Foundry Co. Ltd. ha acquisito una fonderia di ghisa da Donghua Automotive Industrial Co. Ltd., società del gruppo Saic, il primo produttore cinese di auto e veicoli commerciali. L'operazione consolida la presenza del Gruppo Brembo in

Cina attraverso la progressiva realizzazione di un polo produttivo integrato a Nanchino, comprensivo di fonderia e stabilimento di lavorazione per pinze e dischi freno per auto e veicoli commerciali. L'impianto è così in grado di offrire al mercato cinese sistemi frenanti realizzati secondo gli standard di performance, stile e comfort Brembo.

Nel corso dell'ultimo decennio, Brembo guarda con grande attenzione anche al mercato indiano. Nel 2005 nasce KBX Motorbike Products Private Ltd., con sede a Pune, joint venture tra Brembo e la controllata indiana di Bosch, Kalyani Brakes Ltd., con l'obiettivo di produrre e vendere sistemi frenanti per motocicli. Altra tappa importante è il 2009, quando Brembo inaugura il suo nuovo stabilimento in India per la produzione di sistemi frenanti per motocicli e scooter e lancia il nuovo marchio Bybre, acronimo di "By Brembo", dedicato ai sistemi frenanti per scooter e motociclette di piccola e media cilindrata (fino 250 cc) dei paesi denominati BRIC (Brasile, Russia, India, Cina) e di altre nazioni del sud-est asiatico (ASEAN).

In Europa, Brembo investe sulla Polonia, dove nel 2006 viene inaugurata a Dabrowa Gornicza la terza fonderia del Gruppo, per ottimizzare il ciclo di lavorazione dello stabilimento che produce dischi. Nel 2010 inizia la costruzione del nuovo stabilimento, inaugurato nell'ottobre 2011, per ampliare il polo industriale destinato al mercato di auto e veicoli commerciali, con l'obiettivo di raddoppiare la produzione di dischi freno.

Il 2007 vede un evento di rilievo in casa Brembo: viene inaugurato il nuovo Centro Ricerche e Sviluppo all'interno del Parco Scientifico Tecnologico Kilometro Rosso, che ospita oltre 500 persone tra ingegneri, progettisti e tecnici di prodotto impiegati nella ricerca e sviluppo. Nel frattempo, l'azienda continua la sua espansione internazionale e acquisisce negli USA la Divisione Freni di Hayes

Lemmerz International: due stabilimenti, nei pressi di Detroit (Michigan) e in Messico, che producono dischi freno e tamburi per il mercato nordamericano di auto e veicoli commerciali.

L'interesse di Brembo per l'Europa dell'est si consolida ulteriormente nel 2010, con l'investimento di 35 milioni di euro in Repubblica Ceca per un nuovo stabilimento di sistemi frenanti per auto. L'azienda entra così per la prima volta in un segmento denominato mid premium (berline di media e alta gamma), collaborando con clienti come Land Rover, BMW, GM e Audi.

3.1.6 L'acquisizione di nuovi marchi e prodotti.

L'attività del Gruppo Brembo si è estesa recentemente anche alla progettazione e produzione di sistemi di sicurezza passiva, grazie all'acquisizione nel 2008 del marchio Sabelt, leader nella produzione di cinture di sicurezza da competizione e sistemi di sicurezza per l'infanzia.

A partire dal 2010 si completa anche l'offerta di Brembo per il mercato del ricambio: la grande esperienza nei sistemi frenanti e la collaborazione con le principali case automobilistiche ha consentito a Brembo di proporre un pacchetto completo di componenti per sistemi frenanti ai massimi livelli di prestazioni, affidabilità e sicurezza.

Alla tradizionale offerta di dischi e tamburi, indirizzata ai professionisti del mercato del ricambio, si aggiunge una gamma completa di pastiglie, ganasce, kit per freni a tamburo e componenti idraulici per freni e frizioni.

Nello stesso anno, Brembo lancia in India il nuovo brand Bybre: il marchio destinato ai sistemi frenanti per cicli e motocicli di piccola e media cilindrata (fino a 600 cc). La nuova gamma Bybre viene prodotta nello stabilimento di Pune, inaugurato nel 2009.

3.1.7 Brembo nel mondo

Brembo è oggi una vera e propria multinazionale che opera in tre continenti e dispone di siti produttivi in dodici nazioni. Ha uffici commerciali anche in Svezia, Francia e Germania e commercializza i propri prodotti in ben settanta Paesi del mondo.

L'Azienda conta sulla collaborazione di quasi 7000 dipendenti, circa il 10% dei quali è composto da ingegneri e specialisti di prodotto, impegnati nella preziosa attività di ricerca e sviluppo.

Ogni anno, nuove risorse umane e produttive vengono integrate nelle sedi Brembo di tutto il mondo, con particolare attenzione ai mercati emergenti e in via di sviluppo.

L'obiettivo primario dell'espansione internazionale di Brembo è quello di presidiare i Paesi che ospitano i siti produttivi dei suoi principali clienti, allo scopo di aumentare la rapidità e l'efficienza delle forniture dei suoi prodotti.

3.1.8 I marchi del gruppo

Brembo è proprietaria dei marchi Brembo, Breco, ByBre, Marchesini, Sabelt e opera anche attraverso il marchio AP Racing.

Brembo

È il marchio leader nella progettazione e produzione di sistemi frenanti per auto e moto ad elevate prestazioni, sia stradali sia da competizione, e veicoli commerciali.

Performance, Comfort e Design sono i valori che contraddistinguono il marchio e che fanno dei prodotti Brembo i sistemi e i componenti frenanti più prestigiosi al mondo.

Brembo Racing

È il marchio che rappresenta Brembo nel mercato delle corse e contraddistingue tutti i prodotti Brembo indirizzati al mondo delle competizioni automobilistiche e motociclistiche. Brembo Racing propone una gamma completa di prodotti dedicati al Racing e progettati per offrire il massimo nelle condizioni più estreme, utilizzati dai migliori team nei più importanti campionati di F1, Indy, Nascar, Rally, MotoGP, Superbike, Enduro e Cross.

AP Racing

AP Racing è il marchio leader nel mercato della fornitura di freni e frizioni per auto e moto da competizione. I prodotti AP Racing, tecnologicamente all'avanguardia, sono progettati, prodotti e assemblati per i principali team a livello mondiale di Formula 1, GT, Touring e Rally.

Marchesini

Marchesini è il marchio leader nella progettazione, realizzazione e commercializzazione di ruote in lega leggera per motocicli da competizione e uso stradale.

Sabelt

Sabelt è il marchio leader nel settore della sicurezza passiva. Il marchio abbraccia accessori e componenti per l'industria automobilistica, comprese cinture di sicurezza, sedili, calzature, e articoli di abbigliamento in genere per il mercato racing, sedili per il mercato OE, cinture di sicurezza per la prima infanzia.

ByBre

Acronimo di “By Brembo”, ByBre è il marchio specificatamente dedicato ai sistemi frenanti per scooter e motociclette di piccola e media cilindrata (fino a 600 cc) dei Paesi denominati BRIC (Brasile, Russia, India, Cina) e di altre nazioni del sud-est asiatico (ASEAN).

AP

AP rappresenta un marchio di eccellenza nel mercato mondiale dei componenti e sistemi frenanti per auto, sinonimo di una lunga storia di creatività e di successi, garanzia di un prodotto da sempre posizionato ai massimi livelli per qualità e prestazioni. Nella propria attività di ricerca e sviluppo l’azienda, con il marchio AP, persegue costantemente l’obiettivo di realizzare un prodotto di qualità e prestazioni superiori per l’Aftermarket, traendo vantaggio anche dall’esperienza maturata e dai successi ottenuti sul terreno estremo delle competizioni sportive.

Breco

Breco è un marchio del Gruppo Brembo dedicato alla vendita in Aftermarket di dischi e tamburi. Tutti i prodotti Breco sono progettati e realizzati per soddisfare i più rigorosi capitolati previsti dai maggiori costruttori di veicoli e ottenere le più severe certificazioni internazionali. I dischi Breco sono certificati come originali o equivalenti agli originali.

3.2 Attività del Gruppo e mercato di riferimento

Brembo è leader mondiale e innovatore riconosciuto nella tecnologia degli impianti frenanti a disco per veicoli. Opera attualmente in 16 Paesi di 3 continenti con propri insediamenti industriali e commerciali e con circa 7.000 dipendenti nel mondo. La produzione, oltre che in Italia, avviene in Spagna (Zaragoza), Polonia

(Czestochowa e Dabrowa Gornicza), Regno Unito (Coventry), Repubblica Ceca (Ostrava- Hrabová), Repubblica Slovacca (Zilina), Germania (Meitingen), Messico (Apodaca), Brasile (Betim e San Paolo), Argentina (Buenos Aires), Cina (Nanchino), India (Pune) e USA (Homer), mentre società ubicate in Svezia (Göteborg), Germania (Leinfelden -Echterdingen), Regno Unito (Londra), Cina (Pechino e Qingdao) e Giappone (Tokyo), si occupano di distribuzione e vendita.

Il mercato di riferimento di Brembo è rappresentato dai principali costruttori mondiali di autovetture, motociclette e veicoli commerciali, oltre che dai produttori di vetture e moto da competizione. Grazie a una costante attenzione all'innovazione e allo sviluppo tecnologico e di processo, fattori da sempre alla base della filosofia Brembo, il Gruppo gode di una consolidata leadership internazionale nello studio, progettazione e produzione di sistemi frenanti ad alte prestazioni per una vasta gamma di veicoli, sia stradali che da competizione, rivolgendosi sia al mercato del primo equipaggiamento che al mercato del ricambio. Relativamente ai settori auto e veicoli commerciali, la gamma di prodotti Brembo comprende il disco freno, la pinza freno, il modulo lato ruota e, in modo progressivo, il sistema frenante completo, comprensivo dei servizi di ingegneria integrata che accompagnano lo sviluppo dei nuovi modelli dei clienti. Ai produttori di motociclette vengono forniti, oltre a dischi e pinze freno, anche pompe freno, ruote in leghe leggere e sistemi frenanti completi. Nel mercato del ricambio auto, l'offerta riguarda in particolare i dischi freno, ma è integrata anche da pastiglie, tamburi, ganasce, kit per freni a tamburo e componenti idraulici: una gamma ampia ed affidabile che consente una copertura quasi totale del parco circolante automobilistico europeo. Le attività del Gruppo comprendono, inoltre, la progettazione e produzione di impianti frizioni per il settore racing e i sistemi di sicurezza passiva quali sedili, cinture di sicurezza e altri accessori. Nel corso del 2012, Brembo ha consolidato ricavi netti pari a € 1.388.637 migliaia, in crescita

del 10,7% rispetto a € 1.254.513 del 2011. Di seguito vengono forniti dati e informazioni sull'andamento delle singole applicazioni e sui relativi mercati.

Autovetture

Il mercato globale dei veicoli leggeri ha fatto registrare nel 2012 un incremento complessivo delle vendite del 5,2% rispetto al 2011, grazie soprattutto alla crescita negli Stati Uniti, in Giappone e nei mercati emergenti. In Europa Occidentale il mercato delle autovetture ha continuato a risentire della difficile situazione economica ed ha chiuso l'anno con una diminuzione delle immatricolazioni pari al -8,1% rispetto al 2011. Fra i primi cinque mercati europei, solo il Regno Unito ha registrato un risultato positivo con un +5,3 %, soprattutto grazie ad un buon secondo semestre. La Germania, dopo un primo semestre leggermente positivo, ha chiuso l'anno a -2,9%. Italia, Spagna e Francia hanno registrato le più forti contrazioni delle vendite rispetto allo scorso anno, conseguendo risultati negativi che hanno rispettivamente toccato -19,9% per l'Italia, -13,4% per la Spagna e -13,9% per la Francia. Anche nei paesi dell'Est Europa le immatricolazioni di auto, dopo un primo semestre positivo, si sono arrestate e hanno portato la chiusura dell'anno a -2,8% rispetto al 2011. La Russia, pur avendo rallentato progressivamente la sua crescita durante tutto il 2012, ha concluso il periodo positivamente con un incremento del +10,6% rispetto all'anno precedente. Negli Stati Uniti è continuato il trend positivo nelle vendite di veicoli leggeri, cresciute complessivamente del 13,5% sul 2011. Andamento positivo anche per il Brasile, che ha chiuso il 2012 con un aumento complessivo delle vendite del 6,1%, mentre l'Argentina ha registrato una calo lungo tutto il corso dell'anno. Questi risultati hanno portato il dato di chiusura complessivo dei due paesi a -1,2% rispetto al 2011. Guardando ai mercati asiatici, la Cina ha continuato a crescere, anche se con ritmi più contenuti rispetto agli anni scorsi, chiudendo l'anno con le vendite di veicoli leggeri a +6,2% e confermandosi comunque il primo mercato mondiale in

termini di volumi. Il mercato indiano dei veicoli leggeri ha fatto segnare nel 2012 un +11,4% sull'anno precedente. Il mercato giapponese dopo un primo semestre caratterizzato da una forte crescita dovuta alla ripresa seguita al tragico terremoto del marzo 2011, ha subito un rallentamento nel terzo trimestre ed una leggera flessione nel quarto, legata alla fine degli incentivi avvenuta in settembre, riuscendo comunque a chiudere l'anno con un apprezzabile +27,3% rispetto al 2011. In questo contesto, nel 2012 Brembo ha realizzato vendite nette di applicazioni per auto per € 939.456 migliaia pari al 67,7% del fatturato di Gruppo, in crescita del 16,2% rispetto a € 808.146 del 2011.

Motocicli

Europa, Stati Uniti e Giappone si confermano da anni come i tre più importanti mercati di riferimento per Brembo nel settore motociclistico. In Europa le immatricolazioni di motocicli hanno fatto registrare nel 2012 una diminuzione complessiva pari a 10,7% rispetto all'anno precedente (910.655 unità vs 1.019.720). Nel contesto europeo, il mercato italiano ha registrato la maggiore contrazione (-19,5%) ma le immatricolazioni sono diminuite anche in Francia (-9,3%) e Spagna (-18,7%). Sostanzialmente stabile la Germania (-0,4%), mentre il Regno Unito ha registrato un segno positivo, pur contenuto, rispetto al 2011(+1,3%). A livello globale tutte le cilindrature sono state penalizzate, ma in particolar modo le moto tra i 125 e i 500cc (-21,2%); solo le immatricolazioni di moto con cilindrata compresa tra 500 e 750cc sono risultate in crescita (+4,6%). Negli Stati Uniti le immatricolazioni di moto, scooter e ATV (All Terrain Vehicles, quadricicli per ricreazione e lavoro) hanno registrato un incremento complessivo del 2,2% (677.630 unità vs 662.931). Nel dettaglio, per i veicoli a due ruote la crescita più consistente si è registrata registrata nel segmento scooter (+7,7%) e moto Dual (+7,4%), mentre le immatricolazioni delle moto stradali e di quelle fuoristrada sono cresciute rispettivamente dell'1,8% e del 2,1%. In un

contesto generale di forte contrazione, anche il mercato giapponese nel 2012 è risultato nel suo complesso in lieve decremento per quanto riguarda il dato delle immatricolazioni (401.895 unità vs 405.533); se, invece, si considerano solo i veicoli a due ruote con cilindrata superiore ai 50cc questo mercato è cresciuto del 4,9% (155.800 unità vs 148.488), grazie ad un consistente incremento sia nel segmento tra 125 e 250cc (+25%) che in quello over 250cc (+22,8%). I mercati emergenti hanno subito un rallentamento della crescita rispetto allo scorso anno. In India, nel periodo di riferimento, le immatricolazioni dei veicoli a due ruote (moto e scooter) sono cresciute complessivamente del 5,8% (13.031.427 unità vs 12.316.664), mentre in Brasile c'è stata una diminuzione pari a -15,6% (1.637.481 vs 1.940.533). In questo scenario, i ricavi di Brembo per vendite nette di applicazioni per motocicli nel 2012 sono stati pari a € 141.431 migliaia, in crescita del 3,6% rispetto a € 136.524 migliaia realizzati nel precedente esercizio.

Veicoli commerciali e industriali

Il mercato europeo dei veicoli commerciali, mercato di riferimento per Brembo, ha chiuso il 2012 con un calo complessivo del 12% rispetto all'anno precedente, confermando il trend negativo dei primi nove mesi dell'anno. Il segmento dei veicoli commerciali leggeri (fino a 3,5 tonnellate) ha subito nello stesso periodo una flessione delle immatricolazioni in linea con questo andamento generale, chiudendo l'anno a -12,9%. Tra i principali mercati di riferimento dell'Europa Occidentale, Spagna e Italia hanno fatto registrare le flessioni più preoccupanti, con un calo delle immatricolazioni superiore rispettivamente al 25% e al 30%, seguite da Francia (-10,6%), Regno Unito (-7,9%) e Germania (-6,0%). Nei paesi dell'Est Europa, il dato di chiusura 2012 si è attestato a quota -6,9% rispetto al 2011. Per i veicoli commerciali oltre le 3,5 tonnellate l'andamento complessivo delle immatricolazioni ha registrato un decremento dell'8,7% rispetto al 2011. Sul mercato tedesco la flessione è stata del 9,8%. In Francia le vendite si sono ridotte

del 7,5% e in Spagna del 21,3%. Preoccupante la situazione del mercato italiano che ha registrato, anche in questo segmento di mercato, un calo vicino al 30%. Nei paesi dell'Est Europa le vendite di veicoli commerciali medi e pesanti hanno subito un calo complessivo del 6,8% rispetto al 2011. Dalle vendite di applicazioni per veicoli commerciali e industriali, Brembo ha conseguito nel 2012 ricavi netti pari a € 184.459 migliaia, in calo del 5,1% rispetto a € 194.359 migliaia dell'anno precedente.

Competizioni

Nel settore delle competizioni, nel quale Brembo ha da anni un'indiscussa supremazia, il Gruppo è presente con quattro marchi leader: Brembo Racing (impianti frenanti per auto e moto da competizione), AP Racing (impianti frenanti e frizioni per auto da competizione), Marchesini (ruote in magnesio e alluminio per motociclette da corsa) e Sabelt (sedili e cinture di sicurezza). Questo settore sta vivendo ormai da anni una contrazione a livello globale, principalmente legata ai regolamenti messi in campo dagli enti ufficiali che, con l'obiettivo principale di ridurre i costi, hanno limitato gli aspetti di aerodinamica o potenza dei motori in nome della sicurezza, ma anche e soprattutto il numero di test o ricambi autorizzati durante la stagione. Da alcuni anni, Brembo è presente anche nel settore della sicurezza passiva, attraverso la propria società controllata Sabelt S.p.A. che opera in tre diversi segmenti: racing; primo equipaggiamento, con cinture e sedili sportivi; infanzia, con sistemi di ritenuta per seggiolini auto per bambini. Per Brembo i risultati 2012 vedono un incremento del 6,3% delle vendite, con ricavi netti pari a € 115.574 migliaia che si confrontano con € 108.708 migliaia del 2011.

3.2.1 Investimenti

In Cina sono proseguiti gli investimenti per il completamento del nuovo polo produttivo integrato di Nanchino, inaugurato ufficialmente nel mese di aprile

2012, che comprende una fonderia e uno stabilimento per la lavorazione di pinze e dischi freno per auto e veicoli commerciali, oltre ad un Centro Tecnico di Sviluppo (R&D). In Polonia sono tuttora in corso gli investimenti, che proseguiranno fino al 2014, destinati ad aumentare la capacità produttiva del polo industriale integrato di Dabrowa Gornicza, dedicato alla fusione e alla lavorazione di dischi freno per auto e veicoli commerciali. Il progetto viene finanziato con la generazione di cassa del Gruppo e con ricorso al sistema bancario ed usufruisce inoltre delle agevolazioni fiscali previste per la Zona Economica Speciale di Katowice. Nella Repubblica Ceca sono proseguiti gli investimenti per il completamento del nuovo sito produttivo di Ostrava-Hrabová, operativo dal 2011, che comprende la fusione, la lavorazione e il montaggio di pinze freno e altri componenti in alluminio. Nell'ambito della strategia di espansione internazionale, Brembo ha inoltre effettuato nel corso del 2012 importanti investimenti in Nord America, volti ad incrementare la capacità produttiva delle proprie consociate Brembo North America e Brembo Mexico sia nel settore dischi che in quello delle pinze freno. In Italia sono stati effettuati investimenti per € 26.743 migliaia in immobilizzazioni materiali, prevalentemente impianti e macchinari per la produzione, oltre a € 12.407 migliaia relativi a costi di sviluppo. Complessivamente, il totale degli investimenti sostenuti dal Gruppo nel corso del 2012 presso tutte le unità operative sono stati pari a € 140.601 migliaia (€ 165.326 migliaia nel 2011), di cui € 121.447 migliaia in immobilizzazioni materiali e € 19.154 migliaia in immobilizzazioni immateriali.

3.3 Analisi di Bilancio

L'analisi di bilancio è l'insieme delle prassi e degli strumenti volti ad acquisire maggiori e migliori informazioni utili ad esprimere un giudizio sullo "stato di salute" dell'azienda; è, pertanto, uno degli strumenti di cui la direzione aziendale

deve servirsi per porre in essere un soddisfacente controllo di gestione⁶¹. L'analisi di bilancio è volta, infatti, ad analizzare qual è la struttura patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda ed assolve una doppia funzione: da una parte storica, in quanto offre un quadro di riferimento per la valutazione delle performance aziendali e consente di conoscere ed interpretare la gestione passata, dall'altra parte prospettica, perché consente di programmare la gestione futura.

L'ottica può essere, poi, quella di un analista interno (ufficio amministrativo, commercialisti, ufficio programmazione e controllo di gestione) o esterno (consulenti aziendali, banche, società di rating). L'analisi interna è ovviamente più completa, in quanto, chi analizza il bilancio, ha a disposizione anche dati extra-contabili ed informali, ma può avere il difetto di fornire una rappresentazione falsata della realtà aziendale. L'analisi esterna sconta, invece, i limiti dell'informativa di bilancio potendo fare riferimento soltanto ai dati del bilancio pubblicato ma, d'altra parte, risulta meno incentivata a falsare il giudizio sulla società.

3.3.1 Analisi per indici

Una delle tecniche usate, per verificare l'andamento della struttura patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda, è l'analisi per indici. Ha l'obiettivo di controllare l'evoluzione delle dinamiche gestionali mediante un confronto spazio-temporale dei valori assunti da determinati rapporti tra grandezze di bilancio. Gli indici di bilancio studiano la solidità, la liquidità e la redditività dell'azienda, si hanno, pertanto, rispettivamente, indici di struttura patrimoniale, indici di struttura finanziaria ed infine indici di redditività. Gli indici di struttura patrimoniale studiano il rapporto che esiste tra le fonti di finanziamento, analizzando, per

⁶¹ Fonte: S.Bianchi Martini, L.Cinquini, G. Di Stefano, M.Galeotti, *Introduzione alla valutazione del Capitale Economico*. Franco Angeli, Milano, 2000

esempio, se sussiste un equilibrio tra capitale di credito e capitale proprio e se vi è un equilibrio tra fonti (passivo patrimoniale) e impieghi (attivo patrimoniale). Gli indici di struttura finanziaria analizzano, invece, se esiste un equilibrio tra entrate ed uscite, ovvero se l'impresa riesce a coprire in modo corretto il suo fabbisogno finanziario. In ultimo gli indici di redditività hanno l'obiettivo di verificare se l'impresa offre una remunerazione congrua agli investitori, ossia se il processo produttivo è in grado di realizzare un equilibrio tra costi e ricavi.

3.3.2 La riclassificazione delle voci in bilancio

Per analizzare un bilancio, dopo aver effettuato la raccolta dei dati, è necessario riclassificarlo. La riclassificazione è “l'operazione di predisposizione dei dati di bilancio di esercizio per l'analisi economico-finanziaria e patrimoniale della gestione”. L'operazione di riclassificazione è imprescindibile poiché il bilancio civilistico ha un obiettivo informativo diverso rispetto a quello perseguito con le analisi di bilancio. Come recita l'art. 2423, co. 2 del c.c. il bilancio deve fornire una “rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico dell'esercizio”; diverso è, invece, la finalità dell'analisi di bilancio che consta in un'analisi economico-finanziaria e patrimoniale della gestione apportando, in tal modo, un significativo accrescimento del potenziale informativo del bilancio stesso.

In particolare, il bilancio separato di Brembo S.p.A. al 31 dicembre 2012 è redatto, secondo quanto previsto dal Regolamento Europeo n. 1606/2002, in conformità ai principi contabili internazionali (IFRS) in vigore al 31 dicembre 2012, emanati dall'*International Accounting Standard Board* (IASB) e adottati dai regolamenti della Comunità Europea. Per IFRS si intendono tutti i principi internazionali e tutte le interpretazioni emesse dall'*International Financial Reporting Interpretation Committee* (IFRIC). Il bilancio comprende il prospetto della

Situazione patrimoniale – finanziaria, il prospetto di conto economico, il prospetto del conto economico complessivo, il rendiconto finanziario, il prospetto delle variazioni di patrimonio netto, le presenti note illustrative che contengono un elenco dei principi contabili rilevanti adottati e altre note, in accordo con i requisiti previsti dagli IFRS⁶².

La modalità di redazione secondo le normative comunitarie, permette di evitare l'operazione di riclassificazione in quanto i prospetti già esprimono sinteticamente le grandezze utili per effettuare l'analisi per indici.

3.3.3 Indici di struttura patrimoniale

Indici di rigidità e di struttura degli impieghi

Si analizza per primo l'indice denominato “indice di rigidità degli impieghi”. In formula:

$$\text{Indice di rigidità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo fisso}}{\text{Totale impieghi}}^{63}$$

Tale indice esprime la percentuale di capitale fisso sul totale del capitale e misura, dunque, la capacità dell'impresa di adattarsi alle modifiche ambientali ovvero l'elasticità o meno rispetto al mercato. La misura di questo rapporto è evidentemente collegata al settore nel quale l'impresa opera. Si ritiene infatti che un'azienda è sostanzialmente rigida se l'indice misura:

- 50% - 60% per le imprese industriali
- 20% per le imprese commerciali

⁶² Fonte: Relazione sulla gestione di Brembo SpA al 31-12-2012

⁶³ Si definisce Totale impieghi la somma dell'attivo patrimoniale. Viene comunemente indicato come “impieghi”.

- 5% per le imprese erogatrici di servizi

L'indice di rigidità degli impieghi di Brembo S.p.A., calcolato per l'anno 2012, risulta essere pari a:

Indice di rigidità degli impieghi = 0,5375

Tale risultato indica che il 54% circa delle attività della Società tornano liquide dopo più di un anno. Si può quindi affermare che, tenendo conto che la società opera nel settore industriale, non ha un sufficiente grado di adattamento rispetto al mercato.

Tale dato risulta sensibilmente peggiorato rispetto a quello del 2011 il cui valore si attestava intorno al 52%. Dal 2009 ad oggi si nota però che la struttura patrimoniale di Brembo SpA è andata via via riducendo la sua rigidità. In sintesi⁶⁴:

Tabella 3.1

2009	2010	2011	2012
63%	57%	52%	54%

Indice di elasticità

Il complemento all'indice di rigidità è definito "indice di elasticità degli impieghi". In formula:

$$\text{Indice di elasticità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Totale impieghi}}$$

⁶⁴ Le percentuali ottenute sono frutto di un arrotondamento alla terza cifra decimale

La lettura di tale indice è ovviamente diametralmente opposta rispetto al primo. Pertanto si ha:

Tabella 3.2

2009	2010	2011	2012
37%	43%	48%	46%

Soffermando l'attenzione sul dato più recente, si può affermare che solo il 46% delle attività tornano liquide entro l'anno, a conferma del sostanziale grado di rigidità che caratterizza la società.

Indice di patrimonializzazione

Il successivo indice da analizzare è quello di patrimonializzazione, definito anche come “indice di indipendenza finanziaria”. In formula:

$$\text{Indice di patrimonializzazione} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale passivo}}^{65}$$

Tale indice è di fondamentale importanza in quanto evidenzia l'incidenza del patrimonio netto sul capitale di finanziamento e varia tra 0 e 1. In generale si può affermare che:

- 0 – 0,33 → DISEQUILIBRIO. Il valore 0 significa che la società si finanzia interamente con capitale di terzi ed è pertanto totalmente dipendente da quest'ultimi, portando ad un peggioramento dei valori del Conto Economico.

⁶⁵ Rappresenta la somma del passivo patrimoniale. Comunemente indicato anche con il nome di “fonti”.

- 0,34 – 0,55 →EQUILIBRIO. L'impresa in tal caso ha un buon bilanciamento di fonti.
- 0,56 – 1 →EQUILIBRIO CON POSSIBILITA' DI EFFETTUARE NUOVI INVESTIMENTI. L'impresa in tal caso viene percepita come sicura e quindi con più facilità, qualora ne avesse bisogno, potrebbe reperire capitale di credito a condizioni vantaggiose.

L'indice di patrimonializzazione della Brembo S.p.A. al 2012 risulta essere pari a:

Indice di patrimonializzazione =0,2784

Questo indice dimostra la difficoltà che sta attraversando la Società che solo per il 28% è indipendente da altri soggetti. Si nota che lo stesso è sensibilmente peggiorato negli ultimi anni, sinteticamente:

Tabella 3.3

2009	2010	2011	2012
31%	30%	27%	28%

Il trend di questo indicatore si giustifica osservando che il totale delle fonti di finanziamento è passato da 617.111.474,00 del 2009 a 753.127.503,00 del 2012 aumentando di ben 22,04% rispetto al patrimonio netto rimasto sostanzialmente stabile.

Leverage

Un altro fondamentale indice patrimoniale è il “leverage”. In formula:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Capitale di Credito}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

Un primo modo di calcolare il capitale di credito è quello di sommare il passivo corrente al passivo consolidato. Nella pratica, alcuni analisti preferiscono scorporare dall'indebitamento i debiti di funzionamento (es. debiti verso fornitori) in quanto il capitale di credito su cui una società si affida per effettuare gli investimenti sono, per esempio, i mutui, non i debiti commerciali derivanti dal normale svolgimento dell'attività produttiva. In tal senso l'aggregato "debiti di funzionamento, racchiuderebbe tutto ciò che non ha natura finanziaria in modo esplicito, cioè tutti i valori che scaturiscono da operazioni che non hanno attinenza con il fattore generico denaro, bensì con l'acquisizione di fattori produttivi specifici"⁶⁶. Noi ci atterremo alla prima forma di costruzione dell'indice, includendo quindi nel capitale di credito anche i debiti commerciali.

La dottrina, inoltre, fornisce una misura di riferimento per definire quando l'impresa è in equilibrio, ovvero:

$$\text{Leverage} \leq 2$$

La disequazione significa che per essere in equilibrio, una società deve possedere un capitale di credito al massimo pari a 2 volte il capitale proprio. Infatti, se una società ricorre eccessivamente al capitale di terzi, i finanziatori la percepiranno come rischiosa e applicheranno un tasso di finanziamento più alto andando pertanto a gravare sulla gestione finanziaria attraverso un irrigidimento del Conto Economico che sconta elevati oneri finanziari. La condizione ideale sarebbe una giusta diversificazione delle fonti di finanziamento dando così alla società la

⁶⁶ Fonte: L.Marchi, *Introduzione all'economia aziendale*, Torino, Giappichelli, 1998, pag. 132 e segg

possibilità di scegliere quella più conveniente in quel momento. Il leverage della Brembo S.p.A., per l'anno 2012, risulta essere pari a:

$$\text{Leverage} = 2,5917$$

Trattandosi di un indice il cui obiettivo è quello di verificare se la struttura finanziario-patrimoniale dell'impresa presenti caratteristiche di robustezza, dal risultato ottenuto si può dedurre che la struttura finanziaria della Società ha una tendenza allo squilibrio.

Osservando gli anni precedenti notiamo che la tendenza è che il livello di indebitamento sta aumentando nonostante nell'ultimo anno abbia fatto registrare un lieve miglioramento. Questi i dati:

Tabella 3.4

2009	2010	2011	2012
2,24	2,37	2,76	2,59

Da sottolineare, però, per completezza espositiva, come un valore troppo basso, inferiore o prossimo ad 1, risulti però poco conveniente, in quanto un'impresa che opera esclusivamente con mezzo propri si preclude la possibilità di potenziare ulteriormente il proprio sviluppo sfruttando appunto la c.d. leva finanziaria. Come chiave di lettura dell'indice possono essere indicati i seguenti valori:

- *tra 1 e 1,50 → Indipendenza finanziaria*
- *tra 1,50 e 2 → Struttura finanziaria buona*
- *tra 2 e 3 → Struttura finanziaria con tendenza allo squilibrio*

- $>3 \rightarrow$ *Struttura finanziaria squilibrata*

E' opportuno rimarcare come, i suddetti valori, vengano forniti a puro titolo esemplificativo, in quanto "le scelte in materia di finanziamento sono strettamente congiunte, mediante vincoli di complementarità ed interdipendenza, a tutte le altre scelte d'impresa e con esse formano il sistema delle scelte, che costituisce, a sua volta, il contenuto dell'unitaria gestione d'azienda"⁶⁷, a volte di difficile comprensione da parte di un analista esterno.

L'Indice di struttura primario

L'indice primario di struttura segnala la capacità dell'impresa di coprire con mezzi propri gli investimenti in immobilizzazioni. In formula:

$$\text{Indice di struttura primario} = \frac{\text{Capitale Proprio}}{\text{Attivo Fisso}}$$

Per Brembo SpA possiamo notare dalla tabella 3.5, che negli ultimi anni si è sostanzialmente stabilizzato tra il 51% e il 52% circa, cioè che il capitale proprio riesce a coprire per circa poco più della metà l'attivo fisso.

Tabella 3.5

2009	2010	2011	2012
49%	52%	51%	52%

⁶⁷ Fonte: P. Capaldo, *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè Editore, Milano, 1967, p. 1.

Tale indice viene denominato, inoltre, “grado di auto-copertura delle attività consolidate”. Di seguito viene fornita una chiave di lettura⁶⁸ di tale risultato:

- *indice > 0,7 → Buona solidità*
- *indice tra 0,5 e 0,7 → Scarsa solidità*
- *indice < 0.33 → Situazione di pericolo*

La Società sembra comunque in grado di mantenere un equilibrio finanziario nel medio/lungo termine grazie alla composizione delle sue fonti di finanziamento ed in particolare alle modalità di finanziamento degli impieghi a medio/lungo termine.

L'indice di struttura secondario

L'indice secondario di struttura esprime, invece, la capacità dell'impresa di coprire con fonti consolidate gli investimenti in immobilizzazioni, In formula:

$$\text{Indice di struttura secondario} = \frac{\text{Capitale Proprio} + \text{Passivo consolidato}}{\text{Attivo Fisso}}$$

Riguardo la Brembo SpA dalla tabella 3.6 notiamo che anch'esso si è stabilizzato con un rapporto di copertura del 106% dopo aver oscillato in modo preoccupante toccando la soglia del 116%. Di seguito l'evoluzione storica:

Tabella 3.6

2009	2010	2011	2012
81%	116%	101%	106%

⁶⁸ Fonte: Busco C., Giovannoni E., Riccaboni A., Il controllo di gestione. Metodi, strumenti ed esperienze. I fondamenti e le novità, IPSOA, Milano, 2009.

3.3.4 Indici di struttura finanziaria

Quick Ratio

Gli indici che sembra opportuno calcolare per analizzare la struttura finanziaria della Società, sono due: il primo indice è quello di tesoreria secondario, noto anche con il nome di “quick ratio”. In formula:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Liquidità Immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passivo corrente}}$$

Tale indice permette di individuare quanta parte del passivo corrente è finanziata con cassa e banca (liquidità immediate) e con crediti con scadenza inferiore a 12 mesi (liquidità differite). Il valore del quick ratio di Brembo SpA per l’anno 2012 risulta essere il seguente:

$$\text{Quick Ratio} = 0,7282$$

In generale si può affermare quanto segue⁶⁹:

- *Quick ratio < 1 → Situazione aziendale tendenzialmente a rischio;*
- *Quick ratio > 1 → Situazione aziendale indicativamente buona.*

Si può dire che per Brembo SpA la situazione risulta essere comunque soddisfacente anche se non ottimale; per essere tale, infatti, l’indice dovrebbe essere circa uguale ad 1. Tale valore garantirebbe il finanziamento di tutte le attività a breve termine, con passività a breve termine, ottenendo, in tal modo, una struttura finanziaria ben bilanciata. Di seguito riportiamo l’evoluzione storica di tale indice:

⁶⁹ Fonte: G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

Tabella 3.7

2009	2010	2011	2012
0,4786	0,8197	0,6323	0,7282

Notiamo subito la forte volatilità che questo indicatore incorpora, ciononostante possiamo dire che la società è riuscita anche in questo caso a stabilizzare questo rapporto portandolo in prossimità del valore ottimale che permette un corretto bilanciamento finanziario.

Current Ratio

Il secondo indice di struttura finanziaria che si va a calcolare, è conosciuto con il nome di “current ratio” o indice di liquidità corrente. In formula:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Attivo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$$

L’indice evidenzia la capacità dell’impresa di far fronte ai debiti a breve termine con la liquidità immediata e differita e con le disponibilità (rimanenze). Il valore del current ratio, per la Società analizzata, risulta, per il 2012, pari a 1,0692. Di seguito riportiamo in tabella l’evoluzione storica di tale indicatore:

Tabella 3.8

Anno	2009	2010	2011	2012
Current Ratio	0,7611	1,2617	1,0140	1,0692

Come dobbiamo interpretare questo indice? Di seguito riportiamo alcune considerazioni⁷⁰:

- *Current Ratio* > 2 → *Situazione finanziaria tendenzialmente soddisfacente*;
- *Current Ratio* < 2 → *Situazione finanziaria tendenzialmente negativa*.

In Brembo SpA questo indicatore è abbondantemente sotto il valore soglia, pertanto emerge, da quanto finora descritto, una situazione potenzialmente difficile per la Società, da tenere sotto controllo, in quanto gli indici mostrano una situazione patrimoniale e finanziaria non perfettamente equilibrata.

3.3.5 Indici di redditività

ROI (Return On Investment)

Si calcola innanzitutto il ROI (Return on Investment) che misura la redditività del capitale complessivamente investito nell'impresa. In formula⁷¹:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}^{72}}{\text{Totale Attivo}}$$

Il ROI presenta le seguenti caratteristiche:

- a. è espressione della performance globale dell'impresa;
- b. indica quanta parte di redditività è disponibile per remunerare sia il capitale proprio che il capitale di credito.

⁷⁰ Fonte: G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

⁷¹ Nota: per calcolare gli indici di redditività basta confrontare la dimensione reddituale con la corrispondente voce di capitale impiegato

⁷² E' il reddito della gestione caratteristica.

- c. è un indice indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa, in quanto indica la quantità di reddito ottenuta da ogni unità monetaria di capitale impiegata nella gestione operativa, a prescindere dalle fonti di finanziamento. Questo indice può, quindi, essere utilizzato per operare un confronto tra imprese che si finanziano in modo diverso. Il maggiore o minor valore del ROI, non dipende, infatti, da come la società si è finanziata ma dall'efficienza del processo produttivo.

Nel 2012 la Brembo S.p.A. presenta un ROI pari a:

$$ROI = 1,47\%$$

E' un ROI che indica una gestione economica caratteristica positiva, ossia una efficienza del processo aziendale che ha un ritorno economico superiore rispetto alle risorse investite, permettendo così, la possibilità di rimborso dei debiti⁷³. Inoltre se andiamo a vedere l'andamento di questo indicatore nel tempo osserviamo che seppure nel 2009 è risultato di poco negativo, poi è andato sempre crescendo, stabilizzandosi intorno alla soglia dell'1,50%. Sinteticamente riportiamo i dati nella tabella 3.9:

Tabella 3.9

2009	2010	2011	2012
-0,44%	1,22%	1,51%	1,47%

⁷³ Fonte:Giovanni Enna, Contabilità Clienti e Fornitori, Gruppo Editoriali Esselibri, Napoli, 2005, pag 6.

ROS (Return On Sales)

Il ROS (Return on Sales) esprime il tasso di redditività sulle vendite. In formula:

$$ROS = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Fatturato}}$$

In Brembo SpA il Ros è pari a 1,73% dimostrando una discreta redditività sulle vendite.

$$ROS = 1,73\%$$

Se osserviamo l'andamento del ROS nel tempo, notiamo un trend sostanzialmente simile al ROI, con una stabilizzazione dello stesso negli ultimi due anni intorno a quota 1,73%:

Tabella 3.10

Anno	2009	2010	2011	2012
ROI	-0,44%	1,22%	1,51%	1,47%
ROS	-0,59%	1,46%	1,73%	1,73%

Il valore positivo del ROS, mette in evidenza come la Società abbia ricavi sufficienti per far fronte ai costi del processo produttivo, rilevando un grado di efficienza nell'impiego di capitale nel core-business dell'azienda.

ROE (Return On Equity)

Si calcola, in ultimo, il ROE (Return on equity) che ha come scopo quello di evidenziare la redditività del capitale proprio e viene definito "indicatore di

redditività globale”, in quanto il reddito netto è ciò che risulta dopo aver considerato l’effetto di tutte le gestioni (ordinaria, finanziaria, straordinaria, ecc.). In formula:

$$ROE = \frac{\text{Risultato Netto}^{74}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Con riferimento alla Società, oggetto di analisi, il valori del ROE, nel 2012, è pari al seguente risultato:

$$ROE = 16,82\%$$

Se confrontato con il dato del 2011, si constata che il ROE ha preso in un solo anno il +5,71%. Se poi consideriamo anche gli anni precedenti notiamo un trend stabile salvo il 2012 che fa risaltare l’impennata più cospicua. Questo dato se confrontato con il ROI, sostanzialmente stabile negli ultimi anni, ci induce a pensare che questo importante incremento sia più che altro dovuto alla gestione extra-caratteristica. Va infatti considerato che il ROE indica la quantità di reddito ottenuta da ogni unità monetaria di capitale di rischio impiegato nella gestione dell’impresa, evidenziando, pertanto, gli effetti sul capitale di rischio delle scelte e delle relative azioni intraprese nell’ambito dell’attività gestionale⁷⁵. In sintesi:

⁷⁴ Nota: al netto delle imposte

⁷⁵ Fonte: Busco C., Giovannoni E., Riccaboni A. *Il controllo di gestione. Metodi, strumenti ed esperienze. I fondamenti e le novità*, IPSOA, Milano, 2009.

Tabella 3.11

Anno	2009	2010	2011	2012
ROI	-0,44%	1,22%	1,51%	1,47%
ROE	11,11%	10,75%	11,11%	16,82%

Tasso di incidenza della gestione non caratteristica

Per approfondire meglio che peso abbia la gestione non caratteristica rispetto a quella caratteristica sul risultato netto di esercizio possiamo usare il seguente rapporto:

$$\text{Tasso di incidenza della gestione non caratteristica} = \frac{\text{Risultato Netto}}{\text{EBIT}}$$

L'indice segnala il contributo fornito dalla gestione non caratteristica alla determinazione del reddito netto d'esercizio. La gestione non caratteristica è formata dall'area accessoria, ovvero quelle operazioni che, pur non facendo parte della gestione tipica o caratteristica, si verificano con continuità nel periodo di esercizio, l'area finanziaria, ovvero l'attività volta al reperimento dei mezzi finanziari necessari all'attività, e l'area straordinaria, cioè composta da proventi e oneri irripetibili che, per le proprie caratteristiche, sono estranei all'attività normale dell'azienda.

Se il risultato del rapporto sarà:

- > 1 il reddito netto d'esercizio sarà maggiore del risultato operativo, quindi il risultato della gestione non caratteristica (accessoria, finanziaria e straordinaria) fa aumentare il reddito dell'impresa;

- < 1 il reddito netto d'esercizio sarà minore del risultato operativo, qui il risultato della gestione non caratteristica (accessoria, finanziaria e straordinaria) è negativo, ovvero fa diminuire il reddito dell'impresa.

Per Brembo SpA nel 2012 è pari:

$$\text{Tasso di incidenza della gestione non caratteristica} = 3,1765$$

Nettamente sopra l'unità. Questo ci dice che nel 2012 il risultato di esercizio è stato fortemente condizionato dalla gestione non caratteristica che ha inciso per addirittura il 69%. Se andiamo a vedere gli anni precedenti notiamo che la società oggetto di valutazione ottiene un risultato netto che mediamente proviene dalla gestione caratteristica per appena il 40%, mentre per il 60% circa proviene da quella extra caratteristica. Andando a leggere il Conto Economico notiamo che questo squilibrio tra le due gestioni viene dato dai "proventi finanziari da partecipazioni" un dato curioso per una società che opera nel settore dell'industria. Nella nota integrativa ne è spiegato il motivo. Infatti la voce "proventi finanziari da partecipazioni" è rappresentata dai dividendi distribuiti dalle controllate Brembo Poland Spolka Z.O.O., Brembo North America Inc., Brembo Scandinavia AB, Brembo Mexico S.A. de C.V. e AP Racing Ltd. e dalla svalutazione della partecipazione in Brembo U.K. Ltd., già precedentemente commentata. In sintesi:

Tabella 3.12

2009	2010	2011	2012
-7,8379	2,6129	1,9585	3,1765

Interest Coverage Ratio

Un ultimo indice di redditività è l'interest coverage ratio, il quale è un rapporto utilizzato per determinare la capacità di una società di far fronte ai pagamenti degli interessi sul debito residuo. Il rapporto di copertura degli interessi è calcolato come segue:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Oneri Finanziari}}$$

Più basso è il rapporto, più la società è gravata da oneri del debito. Se l'interest coverage ratio è:

- compreso tra 1 e 1,5 allora la sua capacità di far fronte alle spese di interesse possono essere discutibili;
- ≤ 1 indica che la società non sta generando entrate sufficienti a soddisfare gli interessi passivi.

Nel caso di Brembo SpA nel 2012 ha fatto registrare un valore di:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = 0,7607$$

Un valore decisamente al di sotto dell'unità. Inoltre se andiamo ad osservare l'andamento dell'indice negli ultimi 4 anni, notiamo che, nonostante non siano dei buoni dati, la società oggetto di valutazione sta gradualmente migliorando questo rapporto. In sintesi:

Tabella 3.13

2009	2010	2011	2012
-0,1937	0,6315	0,8630	0,7607

A parte il 2009 dove il dato negativo dipende dal Reddito Operativo, negli anni successivi dimostra di avere un trend sensibilmente in crescita che può far ben sperare per il futuro.

CAPITOLO 4

La valutazione del capitale economico di Brembo SpA

La stima del capitale economico di un'azienda ha lo scopo di pervenire ad una determinazione del capitale che esprime la capacità di reddito futuro della stessa. La scelta della metodologia di valutazione, nell'ambito dell'attività di valutazione aziendale, è una scelta determinata da una serie di considerazioni e di situazioni oggettive aventi a riguardo aspetti quali la natura e la situazione del settore di riferimento aziendale, relativo mercato, natura e complessità dei dati e delle informazioni conosciute.

In questa sede, per la valutazione di Brembo SpA, useremo dapprima i metodi diretti, in particolare sia quelli definiti “in senso stretto” e sia quelli basati sui multipli. Successivamente applicheremo al nostro caso i metodi basati su grandezze flusso, sia quelli indiretti reddituali, sia quelli finanziari. Infine concluderemo spiegando quale di questi sia più idoneo per la valutazione di Brembo SpA evidenziandone le ragioni.

4.1 Metodi diretti

4.1.1 Metodi diretti in senso stretto

Il metodo diretto in senso stretto è senz'altro di facile ed immediata applicazione. Come già accennato nel § 2.5.1 lo stesso individua il valore economico del capitale d'impresa sulla base dei valori delle quotazioni ufficiali di mercato dell'azienda oggetto di stima, ove questa sia quotata, oppure, nel caso di azienda non quotata, sui prezzi conclusi in sede di trasferimento di aziende ad essa simili per dimensioni, redditività, struttura patrimoniale, ecc. Uno dei limiti del metodo sta nel voler attribuire al prezzo di mercato, il significato di valore economico di

un'azienda. Infatti, come già precedentemente espresso, esiste una profonda differenza concettuale tra il prezzo di negoziazione e il valore economico di un'azienda.

Venendo al caso pratico, essendo quotata la Brembo SpA, moltiplicheremo il prezzo di mercato di una azione, per il numero di azioni della società in circolazione. Ricordiamo la formula presente nel § 2.5.1:

$$W = \sum_{i=1}^n (P_i * m_i)$$

dove:

W = valore del capitale economico;

P_i = prezzo di Borsa di un'azione;

m_i = numero delle azioni che formano il capitale sociale della società.

Il numero di azioni ordinarie emesse per Brembo SpA è di 66.784.450 di cui azioni proprie 1.747.000⁷⁶. Al contrario di quest'ultimo dato, oggettivamente definito, la scelta del prezzo di mercato diventa altamente complessa e discrezionale. Per ottenere una stima sufficientemente attendibile del valore del capitale economico dell'impresa, non sappiamo se scegliere una quotazione giornaliera o una media settimanale, mensile, trimestrale, ecc. Sicuramente considerando un valor medio mensile o trimestrale si riesce meglio ad evitare i cosiddetti dati anomali delle quotazioni giornaliere, dovuti più ad azioni speculative che alla reale valorizzazione del prezzo dell'azione.

A tale proposito abbiamo determinato il valore del capitale economico sperimentando l'uso sia del valore della quotazione giornaliera al 31/12/2012,

⁷⁶ Fonte: www.consob.it/main/documenti/assetti_proprietari/

momento in cui effettuiamo la valutazione, sia una media dei prezzi a 24 mesi e una a 36 mesi. In sintesi riportiamo i dati in tabella 4.1:

Tabella 4.1

	€	n. azioni emesse	W
Prezzo al 31/12/2012	10,25	66.784.450	684.540.612,50
Media a 24 mesi	8,42	66.784.450	562.130.281,02
Media a 36 mesi	7,72	66.784.450	515.817.120,07

Come si può notare il valore W così determinato varia, e non di poco, a seconda del periodo di riferimento scelto. Una stima più attendibile si può riscontrare usando la media a 24 o a 36 mesi, infatti il valore così determinato non si discosta di molto dall'altro.

Dopo quanto visto e anche come già precedentemente accennato i metodi diretti in senso stretto presentano significativi limiti che ne sconsigliano l'applicazione, almeno quali unici criteri di stima del capitale economico dell'azienda.

4.1.2 Metodo dei multipli

Ora stimiamo il valore del capitale economico di Brembo SpA usando il metodo diretto basato sui multipli di mercato. Come già accennato nel § 2.5.2, l'entità del capitale economico d'azienda è stimato con riguardo ai valori espressi per aziende similari. riportiamo la formula:

$$W = \left(\frac{P}{k}\right)_s * kv$$

Il $\left(\frac{P}{k}\right)_s$ è il moltiplicatore del settore di appartenenza di Brembo SpA dato dal rapporto tra la media dei prezzi di mercato e la stessa grandezza k considerata ai fini della valutazione.

In particolare abbiamo considerato due moltiplicatori:

- P/E
- P/BV

Il P/E

Il P/E lo abbiamo scelto in quanto è il moltiplicatore più utilizzato e il più diffuso nella pratica, mentre il P/BV ha l'indubbio vantaggio di essere più stabile del P/E. Il P/BV diventa sicuramente un ottimo moltiplicatore quando i criteri adottati per la selezione delle aziende costituenti il nucleo campione, sono abbastanza uniformi.

Rimandiamo al precedente § 2.5.2 le considerazioni di carattere teorico. Affrontiamo ora l'applicazione di tale metodo partendo dalla definizione di un campione di aziende similari a Brembo SpA per capitalizzazione, per dimensioni, per fatturato ecc. e di seguito ne riportiamo l'elenco completo⁷⁷:

⁷⁷ Fonte: sito www.infinancials.com

Tabella 4.2

DATI CAMPIONE (media 2012)			
	p/e	P/BV	
1 american axle	2,28		
2 cie automotive sa	9,71	1,71	
3 cooper standard holdings	6,74	0,92	
4 elringklinger ag	18,75	2,64	
5 exedy copr	10,8	0,83	
6 fangda special steel tech	9,66	1,51	
7 gs yuasa corp	27,28	1,25	
8 iochpe maxion	38,69	2,83	
9 keihin corp	36,31	0,74	
10 kayaba industry	13,05	0,9	
11 lisi link solutions	11,62	1,16	
12 linamar corp	10,27	1,43	
13 musashi seimitsu ind	35,65	1,27	
14 nifco inc	21,97	1,34	
15 nissin kogyo co	20,41	1,08	
16 showa corp	9,53	0,98	
17 ts tech co	11,56	1,48	
18 tokai rubber ind	36,68	0,69	
19 wanxiang qianchao	21,55	1,96	
	18,5532	1,3733	MEDIA Massimo
	13,0500	1,2600	MEDIANA Minimo

Come si evince dalla tabella 4.2, abbiamo inoltre riportato i valori di P/E e P/BV delle 19 aziende componenti il campione. Abbiamo ancora calcolato il valore medio e mediano considerando il primo come un valore massimo e il secondo come minimo del moltiplicatore.

Ora per la determinazione del valore economico del capitale di Brembo SpA ci occorre l'utile e il valore del patrimonio netto dell'azienda valutanda.

Riguardo l'utile per evitare dati fuorvianti di sopra o sotto valutazione, derivanti dai risultati di un solo esercizio, usiamo gli utili di un ciclo economico di 4 anni, dal 2009 al 2012. Procederemo secondo il seguente schema:

1. Normalizzazione dei redditi di esercizio;
2. Rivalutazione monetaria dei redditi normalizzati
3. Determinazione della media.

L'operazione di normalizzazione dei redditi, come descritta nel § 2.2.1, consta nella depurazione degli stessi dalle componenti straordinarie, eccezionali e non ripetitive rispetto alla gestione ordinaria dell'azienda. Di seguito riportiamo la tabella 4.3 che effettua tale operazione:

Tabella 4.3

normalizzazione dei redditi				
	2009	2010	2011	2012
Reddito Netto	21.144.284,00	21.207.288,00	21.581.566,00	35.269.018,00
Imposte	-544.707,00	4.514.499,00	4.506.883,00	1.397.216,00
Reddito Lordo	20.599.577,00	25.721.787,00	26.088.449,00	36.666.234,00
plusvalenze da alienazione cespiti	-866,00	-252,00	-886,00	-1.612,00
Reddito Lordo Normalizzato	20.598.711,00	25.721.535,00	26.087.563,00	36.664.622,00
Imposte virtuali (31,40%)	6.467.995,25	8.076.561,99	8.191.494,78	11.512.691,31
Reddito Netto Normalizzato	14.130.715,75	17.644.973,01	17.896.068,22	25.151.930,69

Come si nota, l'unica voce di natura straordinaria trovata in bilancio riguarda le "plusvalenze da alienazione cespiti". Depurata tale componente si applica l'aliquota delle imposte virtuali composta dall'IRE e dall'IRAP rispettivamente per 27,50% e 3,90%.

Determinati i redditi normalizzati, passiamo alla fase di rivalutazione monetaria. Questo processo è necessario in quanto i valori degli anni passati non possono essere confrontati con i valori correnti per via dell'inflazione. Effettuata tale operazione potremmo poi procedere con la determinazione della media. Di seguito la sintesi di quanto sopra detto:

Tabella 4.4

UTILI (Reddito netto normalizzato)			
anni	E	coefficienti di rivalutazione monetaria	E rivalutati
2009	14.130.715,75	1,0767	15.214.445,94
2010	17.644.973,01	1,0568	18.646.729,45
2011	17.896.068,22	1,0239	18.323.862,68
2012	25.151.930,69	1,0000	25.151.930,69
			19.334.242,19 media

I coefficienti di rivalutazione monetaria sono stati determinati considerando i coefficienti mensili relativi al mese di dicembre, mese in cui si effettua la valutazione, per gli anni dal 2009 al 2012⁷⁸. Di questi poi attraverso un rapporto di proporzionalità con base dicembre 2012, sono stati calcolati quelli degli anni precedenti. Di seguito riportiamo la sintesi di calcolo:

Tabella 4.5

	dicembre	coefficienti
2009	1,081	1,0767
2010	1,061	1,0568
2011	1,028	1,0239
2012	1,004	1,0000

L'ultima fase è quella della determinazione della media dei redditi normalizzati rivalutati che come da tabella sopra esposta è pari a €19.334.242,19. Questo valore come già detto nel § 2.2.1, rappresenta il reddito prospettico dell'azienda se si ipotizza che la stessa abbia raggiunto un livello di maturità nella crescita, tale da far indurre che possa realizzare con una discreta regolarità flussi positivi di reddito sostanzialmente stabili nel tempo.

⁷⁸ Fonte Istat: I coefficienti di rivalutazione sono stati ottenuti in base all'andamento degli indici del costo della vita che dal 1968 hanno assunto la denominazione di indici dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati.

Conclusa questa procedura possiamo applicare la formula seguente e determinare una stima del capitale economico di Brembo SpA usando come moltiplicatore il P/E. Di seguito la formula:

$$W = \left(\frac{P}{E}\right)_s * Ev$$

Inserendo i valori appena determinati ottengo:

Tabella 4.6

TRAILING		
APPROCCIO EQUITY		
P/E	W Medio	358.711.248,09
	W Mediano	252.311.860,56

Il “W medio” viene calcolato usando il P/E medio del campione di aziende di settore, cioè: 18,5532; il “W mediano” è calcolato usando il P/E mediano, cioè: 13,05. I due valori così ottenuti, per le ipotesi precedentemente fatte, rappresentano così il massimo e il minimo valore che la stima del capitale economico possa assumere. Di conseguenza si può ipotizzare che il valore di Brembo SpA possa assumere un valore compreso tra questi due valori, per esempio: €305.511.554⁷⁹.

E’ necessario a questo punto fare due precisazioni.

La prima riguarda il termine usato in tabella: “trailing”. Con questo termine si sta dicendo che le stime del valore economico del capitale vengono determinate utilizzando i dati storici e non prospettici o attesi;

La seconda riguarda l’approccio “equity”. Si utilizza questa metodologia in quanto in particolare la Brembo SpA ha in bilancio debiti finanziari molto consistenti

⁷⁹ Valore medio del massimo e del minimo.

Il P/BV

Usando il moltiplicatore P/BV occorrerà usare il valore del patrimonio netto della azienda valutanda. Come per gli utili si preferisce usare una media degli ultimi quattro anni. In questo caso procederemo come segue:

1. Rivalutazione monetaria del patrimonio netto;
2. Determinazione della media.

Tabella 4.7

BOOK VALUE			
anni	BV	coefficienti di rivalutazione monetaria	BV rivalutati
2009	190.236.749,00	1,0767	204.826.619,19
2010	197.211.795,00	1,0568	208.408.082,17
2011	194.203.948,00	1,0239	198.846.273,45
2012	209.688.121,00	1,0000	209.688.121,00
			205.442.273,95 media

Nella tabella 4.7, otteniamo il valore medio del patrimonio netto di Brembo SpA il quale andrà moltiplicato per il P/BV di settore applicando la seguente formula:

$$W = \left(\frac{P}{BV}\right)_s * BV_v$$

Da cui:

Tabella 4.8

TRAILING		
APPROCCIO EQUITY		
P/BV	W Medio	282.140.722,89
	W Mediano	258.857.265,18

Come prima calcoliamo una media tra i due valore che abbiamo detto ipotizziamo il valore massi e il minimo e troviamo:

$$W = €270.499.493$$

Riepilogando i risultati ottenuti attraverso l'utilizzo dei metodi diretti in senso stretto e dei metodi diretti basati sui multipli avremo:

Tabella 4.9

METODI DIRETTI	W
In senso stretto ⁸⁰	€515.817.120
Basato sul multiplo P/E	€305.511.554
Basato sul multiplo P/BV	€270.499.493

4.2 Metodi reddituali

Ora applichiamo per la stima del capitale economico della Brembo SpA i metodi indiretti basati su grandezze flusso, in particolare in questo paragrafo, gli indiretti reddituali. Ricordiamo che tali metodi permettono di esprimere il valore di un'azienda in funzione dei redditi che essa è in grado di generare in futuro. Come detto nel § 2.2.1, si parla di *metodo reddituale puro* quando si prende a riferimento un periodo di tempo illimitato per la valutazione dell'azienda. In formula sarà quella che la matematica finanziaria chiama rendita perpetua, cioè:

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

dove R è il reddito medio atteso e i è un tasso d'attualizzazione opportunamente prescelto.

Si chiama, invece, *metodo reddituale complesso* quando si limitano le osservazione a n anni, ritenendo troppo aleatorio proiettare i flussi di reddito per periodi più prolungati. Si assume così il valore attuale della rendita annua:

⁸⁰ Media dei prezzi ultimi 36 mesi.

$$W = R a n-i$$

dove $a n-i$ rappresenta il fattore di attualizzazione dei redditi R di ciascuno degli anni considerati, sempre al tasso i .

4.2.1 Metodo reddituale puro

Per applicare il metodo indiretto reddituale puro ci occorrono due grandezze:

- Reddito medio atteso;
- Tasso di attualizzazione.

Reddito medio atteso

Partendo dalla prima grandezza, il reddito medio atteso, ricordiamo che, come visto nel § 2.2.1, rappresenta il valore emergente da una media aritmetica di redditi storici. In sostanza il reddito futuro viene definito in base ai risultati economici conseguiti negli anni passati. Questo presuppone che l'azienda abbia raggiunto un livello di stabilità tale che si possa ipotizzare il permanere dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti anche nel futuro.

Seguiremo per la determinazione di questa grandezza la stessa procedura adottata nel § 4.1.2, cioè:

1. Normalizzazione dei redditi di esercizio;
2. Rivalutazione monetaria dei redditi normalizzati
3. Determinazione della media.

Da cui, come già visto:

$$R = €19.334.242,19$$

Tasso di attualizzazione

Ricordiamo che l'operazione di determinazione del tasso di attualizzazione è particolarmente importante e delicata per la stima del capitale economico di un'azienda, in quanto anche lievi variazioni di tale parametro possono portare a notevoli differenze sul valore finale. Infatti maggiore è il tasso, minore sarà il valore attuale di tali flussi e viceversa. Inoltre, il tasso, come già accennato nel § 2.2.1:

- Deve essere espressione del rischio di impresa: maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto;
- Deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare;
- Affinché si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dell'effetto inflazione.

Vediamo ora come stimarlo. Ricordiamo che il tasso di attualizzazione è costituito da due componenti:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 = tasso di attualizzazione "puro";

i_2 = remunerazione per il rischio generale d'impresa.

Come accennato nel § 2.2.1 i_1 è la remunerazione finanziaria di investimenti "senza rischio", legata al solo decorrere del tempo ed è determinabile con buona attendibilità. Infatti come termine di riferimento significativo si assume, nella pratica, il rendimento dei titoli del debito pubblico. Nel nostro caso abbiamo

considerato il rendimento medio a scadenza dei BTP⁸¹ decennali emessi nell'anno 2012⁸², anno in cui stiamo facendo la valutazione. Per cui abbiamo:

$$i_1 = 5,507\%$$

Questo è un tasso lordo per cui la prima operazione da fare è applicarci l'imposta. Nel 2012 l'imposta sui titoli di stato era del 12,50% per cui i_1 al netto dell'imposta è:

$$i_1^l = 4,819\%$$

Ora considerato che i_1^l è nominale, dobbiamo esprimerlo in termini "reali" e va depurato dalla componente inflazionistica. Usiamo a tal proposito la regola di Fisher:

$$i_1 = \frac{i_1^l - i^f}{1 + i^f}$$

Dove:

- $i_1 = E$ il tasso di attualizzazione "puro" al netto della ritenuta fiscale e dell'inflazione, detto anche tasso di attualizzazione reale netto;
- $i_1^l = E$ il tasso di attualizzazione nominale "puro" al netto della sola ritenuta fiscale;
- $i^f = E$ il tasso di inflazione medio annuo per il 2012.

Considerato che:

$$i^f = 3\%^{83}$$

⁸¹ BTP: Buoni del Tesoro Poliennali

⁸² Fonte Bankitalia

Il tasso “puro” reale netto è:

$$i_1 = 1,766\%$$

Per la stima del tasso di attualizzazione ci rimane di determinare il tasso per il rischio generale d’impresa i_2 , ossia il premio per il rischio legato all’investimento nell’azienda specifica. Per la sua stima, si richiede l’applicazione di un metodo in grado di misurare il rischio e tradurre tale misura in termini di rendimento atteso dagli investitori azionari. In questa sede utilizzeremo il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il CAPM, come descritto nel § 2.2.1, approfondisce le relazioni fra rendimento e rischio negli investimenti evidenziando il fatto che gli investitori richiedono rendimenti crescenti all’aumentare del rischio dell’investimento. In formula:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

β = volatilità del rendimento del titolo della azienda da valutare;

R_m = rendimento di un portafoglio rappresentativo del mercato;

$(R_m - i_1)$ = premio per il rischio di mercato.

Ricordiamo che stiamo lavorando sulla Brembo SpA e che quindi dobbiamo scegliere un β che rappresenti in modo appropriato la rischiosità della stessa. Richiamiamo alcune considerazioni che avevamo fatto nel § 3.3.3. Avevamo visto che l’indice di patrimonializzazione dell’azienda valutanda nel 2012 era pari 0,2784 e cioè che per circa il 72% è dipendente da fonti esterne. Inoltre il leverage di Brembo SpA sempre nel 2012 risultava pari a 2,5917 il che evidenziava una

⁸³ Fonte Istat

struttura finanziaria con tendenza allo squilibrio. In sintesi ci troviamo di fronte un'azienda che sta investendo molto e lo sta facendo con fonti esterne. A tal proposito useremo per la stima del suo β , la formula di Hamada, che di solito è utilizzata per il calcolo del β delle aziende di recente quotazione. Potremmo assimilare la Brembo SpA come fosse in una situazione di “start-up” e la formula di Hamada ci permette di determinare un β che raccolga al suo interno il rischio finanziario di una azienda simile. Come abbiamo già visto nel § 2.2.1, la prassi valutativa è solita approssimare il valore del β con quello medio di un campione di aziende quotate operanti nello stesso settore di quella valutanda e con caratteristiche simili a questa. Tale β medio esprime infatti il valore del rischio operativo medio e del rischio finanziario medio relativi al campione di riferimento (c.d. β levered di mercato). Ricordiamo che la procedura, per arrivare all'applicazione della formula di Hamada e quindi alla determinazione della stima del β della valutanda, vuole:

- c. depurare il β medio delle aziende similari (beta levered di settore) del rischio finanziario medio ad esse relativo ottenendo così il β unlevered o β operativo di settore;
- d. aumentare il β operativo del rischio finanziario specifico dell'azienda valutanda. In questo modo si ottiene il β levered dell'azienda valutanda al netto dell'imposta.

Nel nostro caso richiamiamo il campione che avevamo considerato nel § 4.1.2⁸⁴ e andiamo a calcolare il valore medio e mediano dai β *unlevered* relativi le singole società⁸⁵ costituenti lo stesso, così come di seguito esposto nella tabella 4.10:

⁸⁴ Fonte: sito www.infinancials.com

⁸⁵ I valori esprimono la media aritmetica dei β *unlevered* degli ultimi tre anni (2010, 2011 e 2012)

Tabella 4.10

Nome società	Nazione	β unlevered	
american axle	usa	0,15	
cie automotive sa	esp	0,22	
iochpe maxion	bra	0,49	
lisi link solutions	fra	0,52	
nifco inc	jpn	0,88	
linamar corp	can	0,89	
tokai rubber ind	jpn	0,98	
elringklinger ag	deu	1,04	
exedy copr	jpn	1,09	
musashi seimitsu ind	jpn	1,09	
wanxiang qianchao	chn	1,11	
kayaba industry	jpn	1,21	
fangda special steel tech	chn	1,22	
gs yuasa corp	jpn	1,23	
keihin corp	jpn	1,28	
nissin kogyo co	jpn	1,34	
showa corp	jpn	1,4	
ts tech co	jpn	1,7	
		0,99	media
		1,09	mediana

In alternativa si può recuperare tale dato prendendo un valore sintetico per l'anno 2012 del settore Industry relativo al micro settore Auto-parts nell'area Europa, di seguito:

$$\beta_{unlevered} = 1,15^{86}$$

Per la determinazione del $\beta_{levered}$ di Brembo SpA, attraverso la formula di Hamada, utilizzeremo il valore medio dei due ottenuti dal nostro campione, cioè:

$$\beta_{unlevered} \text{ di settore} = \text{Media}(0,99; 1,09) = 1,041$$

⁸⁶ Fonte: sito <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>

Richiamando la citata equazione di Hamada:

$$\beta \text{ levered } v = \beta \text{ unlevered } s * \left[1 + \left[\frac{CC}{CP} v * (1 - t) \right] \right]$$

dove:

$\beta \text{ levered } v$: è il $\beta \text{ levered}$ dell'azienda valutanda;

$\beta \text{ unlevered } s$: è il $\beta \text{ unlevered}$ di settore;

$\frac{CC}{CP} v$: è il rischio finanziario specifico dell'azienda valutanda;

t : è l'imposta.

Riguardo il rapporto $\frac{CC}{CP} v$ andiamo a considerare a numeratore non più il capitale di credito complessivo, come fatto per la determinazione del leverage nel § 3.3.3, ma esclusivamente l'indebitamento finanziario per il quale il rapporto assume il seguente valore:

$$\frac{CC}{CP} v = 1,7350^{87}$$

Considerato che l'aliquota d'imposta è come già visto del 31,40% otteniamo:

$$\beta \text{ levered } v = 2,2790$$

Ricordiamo che per la stima di i_2 occorre definire il valore di un'altra grandezza: il premio per il rischio di mercato o anche Equity Risk Premium. Questo è un valore che si ottiene facendo la differenza tra i rendimenti medi del portafoglio di

⁸⁷ $\frac{CC}{CP} v = \frac{363.805.130,00}{209.688.121,00}$

mercato e i rendimenti medi dei titoli privi di rischio a lungo termine. In Italia l'Equity Risk Premium è stimato per l'anno 2012 intorno al 5,5%⁸⁸.

Avendo definito sia il $\beta = 2,2790$, sia l'E.R.P. = 5,5% siamo ora pronti per determinare i_2 . A tal proposito applichiamo la già citata formula:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

da cui troviamo che

$$i_2 = 12,5346\%$$

questo è il tasso che sintetizza la remunerazione del capitale che l'investitore si aspetta per aver investito il proprio capitale nell'impresa Brembo SpA.

Per la determinazione del tasso di attualizzazione i non ci rimane altro che sommare i valori di $i_1 = 1,766\%$ e di $i_2 = 12,5346\%$, ricordiamo infatti che:

$$i = i_1 + i_2$$

da cui ho:

$$i = 14,3\%$$

questo è espresso in termini reali essendo sia i_1 che i_2 espressi in termini reali.

Stima del valore del capitale economico di Brembo Spa con il metodo reddituale "puro"

Ora siamo pronti per la stima del capitale economico della Brembo SpA attraverso il metodo reddituale puro. A tal proposito richiamiamo la formula:

⁸⁸ Fonte: Credit Swiss Year Book

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

Come abbiamo già detto, rappresenta la formula di una rendita perpetua nella quale R è il reddito medio atteso che ricordiamo essere pari a €19.334.242,19 e i è un tasso d'attualizzazione che abbiamo stimato essere pari al 14,3%. Dunque:

$$W = 135.204.490,80$$

Un'importante considerazione che possiamo fare viene dall'osservazione del crescente andamento dei flussi di reddito storici prodotti negli ultimi quattro anni dalla Brembo SpA. A tal proposito facciamo riferimento alla tabella 4.4, precedentemente vista.

Detto ciò, infatti, nel caso ci si trovi a valutare un'azienda che abbia il flusso dei redditi storici destinato a crescere in termini reali e in misura costante, si potrà fare ricorso al modello di Gordon, che permette meglio di sintetizzare la fase di vita che la stessa azienda sta attraversando. Gordon prevede, come accennato nel § 2.2.2, che il tasso di attualizzazione sia espresso da $(i-g)$, dove i è il tasso base di attualizzazione che abbiamo detto essere pari al 14,3% e g rappresenta il tasso di crescita degli utili o tasso di sviluppo costante previsto per il futuro. Il tasso di crescita g viene determinato usando la seguente relazione:

$$g = (1-\text{payout}) ROE$$

Per Brembo SpA abbiamo stimato il tasso di crescita degli utili considerando una media dello stesso negli ultimi quattro anni come sotto riportato in tabella:

Tabella 4.12

g (tasso di crescita degli utili)				
	2012	2011	2010	2009
utili	35.269.018,00	21.581.566,00	21.207.288,00	21.144.284,00
dividendi	19.511.235,00	19.603.335,00	14.702.501,00	14.702.501,00
payout	0,5532	0,9083	0,6933	0,6953
ROE	0,1682	0,1111	0,1075	0,1111
g	0,0751	0,0102	0,0330	0,0339

MEDIA	0,0380	ULTIMI 4 ANNI
-------	---------------	---------------

Come si può notare, g è soggetto ad importanti oscillazioni annue e queste possono portare ad una stima poco attendibile influenzata da situazioni contingenti un particolare esercizio.

Possiamo ora riesprimere il valore economico della Brembo SpA con il metodo reddituale “puro” usando la formula di Gordon di seguito riportata:

$$W = \frac{R(1+g)}{i-g}$$

Da cui, considerando il g pari a 0,038, otteniamo che:

$$W = 191.132.794,20$$

4.2.2 Metodo reddituale complesso

Il *metodo reddituale complesso*, a differenza del *reddituale puro*, ricordiamo, proietta le osservazioni a n anni, ritenendo troppo aleatorio considerare i flussi di reddito per periodi più prolungati o addirittura illimitati. Da ciò il valore del capitale economico di un'azienda assume la seguente espressione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+i)^t} + \frac{Vn}{(1+i)^n}$$

Dove:

- Rt: flussi di reddito netto prospettico degli n periodi considerati;
- $\frac{1}{(1+i)^t}$ = fattori di attualizzazione degli n flussi di reddito
- $V_n = \frac{R^{89}(1+g)}{(i-g)}$ = Terminal Value: un valore unico, che sintetizza quanto l'azienda sarà in grado di generare a partire dal termine del periodo di previsione esplicita, applicando un tasso di crescita g;
- $\frac{1}{(1+i)^n}$ = fattore di attualizzazione all'n-mo periodo.

La prassi vuole che si utilizzi questo metodo qualora l'azienda sia ancora in fase di crescita a causa degli ingenti investimenti in capitale fisso e circolante. Si ipotizza infatti che il flusso di reddito conseguito all'n-mo periodo di osservazione, risulta depresso rispetto a quello prodotto dalla gestione corrente. Il terminal value inoltre difficilmente potrà essere costante nel tempo in quanto tenderà ad aumentare via via che si ridurranno gli investimenti in capitale fisso e circolante. In tali situazioni si assiste sovente al ricorso ad aggiustamenti del tasso di attualizzazione, come il ricorso al tasso di crescita degli utili g, in modo che questo tenga conto non solo dell'eventuale natura reale del flusso, ma anche del suo tasso di sviluppo previsto. Brembo SpA, società oggetto di analisi, sembra proprio vivere la fase di espansione economica.

Per la stima puntuale, richiamiamo le tecniche di previsione del reddito futuro descritte nel § 2.2.1:

1. il *metodo di proiezione dei risultati storici*, proiettando i risultati storici nel futuro, in funzione dell'ipotizzabile comportamento di alcune variabili.

⁸⁹ R: si può considerare il valore del reddito all'n-mo periodo o la media dei redditi degli n periodi di osservazione. In questa sede, per una stima prudente utilizzeremo la seconda metodologia.

2. il *metodo dei risultati programmati*, cioè attualizzando i risultati economici espressi nei budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri;

il metodo di proiezione dei risultati storici

Questa metodologia ci permette di individuare in modo puntuale, attraverso lo strumento della regressione lineare, i redditi prospettici. La prima operazione necessaria è verificare se i redditi storici sono adeguatamente correlati e per questo dovrà risultare:

$$r^2 \geq 0,5$$

nel caso di Brembo SpA prenderemo in considerazione i redditi netti normalizzati rivalutati dal 2009 al 2012 come visto nel § 4.1.2 e calcoliamo:

$$r^2 = 0,8312$$

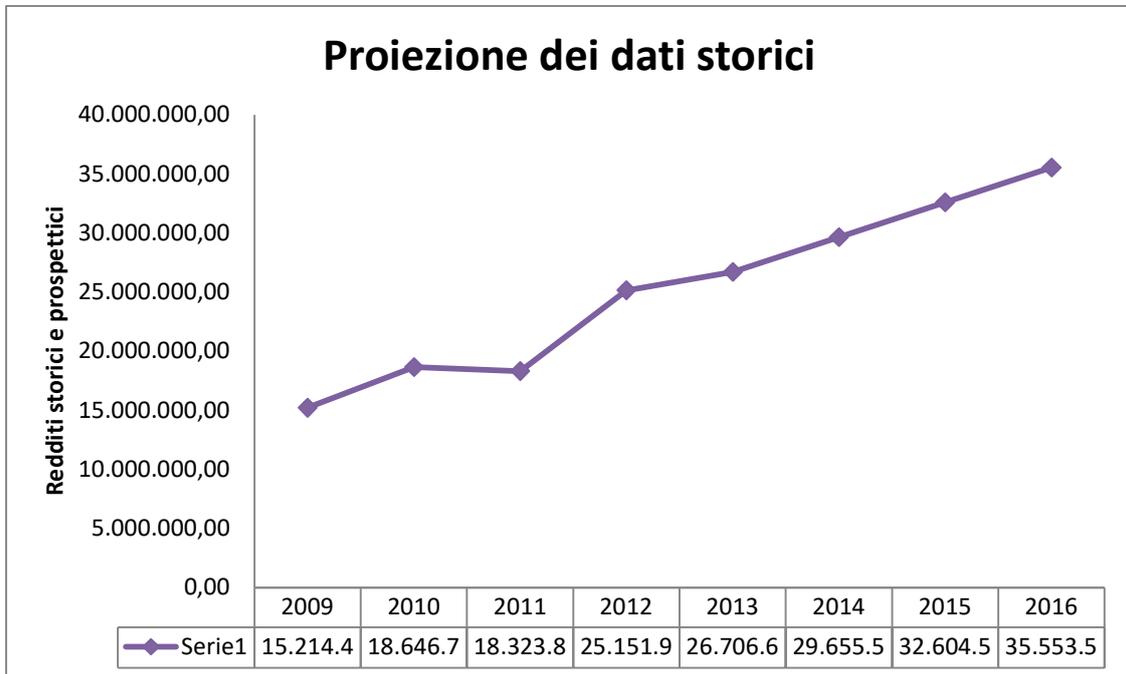
quindi soddisfa la condizione iniziale. A questo punto procediamo con la determinazione della retta e dei redditi prospettici. Sinteticamente riportiamo sotto sia i redditi netti storici normalizzati rivalutati, sia quelli prospettici:

Tabella 4.13

	y storici	Y proiezione	
2009	15.214.445,94	26.706.639,06	2013
2010	18.646.729,45	29.655.597,81	2014
2011	18.323.862,68	32.604.556,56	2015
2012	25.151.930,69	35.553.515,31	2016
	19.334.242,19		

Graficamente:

Grafico 4.1



Possiamo ora determinare il valore del capitale economico di Brembo SpA con il metodo reddituale complesso. Richiamiamo la formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+i)^t} + \frac{Vn}{(1+i)^n}$$

Il primo addendo lo otterremo attualizzando i redditi prospettici al tasso

$$i = 14,30\%$$

sommandoli otterremo €88.737.113,11, come di seguito riportato:

Tabella 4.14

redditi prospettici	v	redditi attualizzati	anni
26.706.639,06	0,874921257	23.366.206,22	2013
29.655.597,81	0,765487206	22.700.980,71	2014
32.604.556,56	0,669741029	21.836.609,25	2015
35.553.515,31	0,585970663	20.833.316,93	2016
		88.737.113,11	somma

Il secondo addendo è il Terminal Value. Usando il tasso di crescita degli utili g , come precedentemente calcolato:

$$g = 0,038$$

ottengo che:

$$TV = 180.397.120,93$$

Da cui:

$$W = 269.134.234,05$$

il metodo dei risultati programmati

Ai fini dell'applicazione dei metodi reddituali, si utilizzano come redditi attesi i risultati della programmazione aziendale, dopo averne verificato la ragionevolezza e l'attendibilità. La programmazione aziendale si articola in 4 stadi:

1. fase della raccolta di informazioni:
2. fase di elaborazione dei piani:
 - a) piani di vendita;
 - b) piani di produzione;
 - c) piani di approvvigionamento...

3. fase della formulazione delle strategie, fondamentale per il lungo periodo, e delle politiche aziendali, fondamentale per il breve e medio periodo.

Riguardano:

- a) clienti/prodotti;
- b) politiche di distribuzione;
- c) marchio/nome;
- d) pubblicità...

4. fase dell'elaborazione dei budget:

- a) economico: costi/ricavi;
- b) finanziario: (cash flow).

Nel nostro caso, raccogliamo i redditi prospettici da budget dalle stime effettuate dalle banche incaricate di eseguire analisi finanziaria su Brembo SpA. Di seguito riportiamo la tabella 4.15 che sintetizza i redditi prospettici stimati da: Banca Imi in data 8/3/2013 e 10/8/2012, Kepler in data 9/1/2013 e 14/11/2012 e Merrill Lynch in data 5/3/2012:

Tabella 4.15

		REDDITI NETTI DA BUDGET			
D a t i C o d i s t r i b u t i o	RN	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
		IMI (8/3/2013)	77800	73800	93200
			-5,28%	23,34%	7,64%
	IMI (10/8/2012)	56790	65480	70350	
			14,24%	7,17%	
	KEPLER (9/1/2013)	56200	64300	78200	81300
			13,46%	19,57%	3,89%
	KEPLER (14/11/2012)	56200	64300	78200	
			13,46%	19,57%	
	MERRILL LYNCH (5/3/2012)	56200	76600	87100	
			30,97%	12,85%	
	media degli incrementi		13,37%	16,50%	5,76%

Essendo però questi riferiti al Bilancio consolidato di Brembo SpA, ci calcoliamo la media degli incrementi stimati dagli analisti finanziari e li applichiamo a partire dal reddito netto di esercizio 2012 ottenendo così i redditi prospettici da budget, come di seguito riportato:

Tabella 4.16

39.984,94	2013
46.582,51	2014
49.267,55	2015

Una volta ottenuti i redditi prospettici, dobbiamo procedere come sopra ad attualizzare tali flussi. L'importante differenza rispetto al metodo usato sopra è che

ora i redditi prospettici sono *nominali* e non *reali* quindi dovremo utilizzare un tasso nominale, come di seguito calcolato:

$$i = i_1 + i_2 = 4,819\% + 12,53\% = 17,35\%$$

Quindi il primo addendo della formula usata sopra per la determinazione del valore del capitale economico di Brembo SpA sarà dato da:

Tabella 4.17

Redditi da budget	v	redditi attualizzati	anni
39.984.944,02	0,8522	34.073.237,34	2013
46.582.514,65	0,7262	33.826.474,87	2014
49.267.551,88	0,6188	30.486.790,11	2015
		98.386.502,32	somma

Il Terminal Value, il secondo addendo, calcolato con *g*, per le ipotesi sopra esposte, sarà:

$$TV = 214.634.357,46$$

Da cui:

$$W = 313.020.859,79$$

4.3 Metodi finanziari

4.3.1 Metodo finanziario complesso

Abbiamo visto nel § 2.2.2 che i metodi finanziari o anche *Discounted Cash Flow (DCF)*, molto diffusi nei paesi anglosassoni, ma poco in Europa continentale, portano ad esprimere il valore del capitale economico di un'impresa in funzione del valore attuale dei flussi di cassa che un'azienda è in grado di rendere disponibili. Questi metodi di valutazione hanno trovato in Italia un'applicazione

ancor più limitata di quanto non sia avvenuto nel contesto europeo, a causa della aleatorietà e soggettività insite nella stima dei flussi di cassa riferiti a periodi temporali prolungati. Ricordiamo la formula di matematica finanziaria che sintetizza quanto detto:

$$W = Ca/Ba t^0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCND t}{(1+i)^t} + \frac{Vn}{(1+i)^t}$$

Dove:

- $Ca/Ba t^0$ = saldo delle liquidità disponibili al 31/12 dell'anno di valutazione;
- $\sum_{t=1}^n \frac{FCND t}{(1+i)^t}$ = sommatoria dei flussi di cassa netti disponibili attualizzati ad un tasso i ;
- $\frac{Vn}{(1+i)^t}$ = Terminal Value attualizzato ad un tasso i .

Questa formula, come notato, corrisponde al metodo finanziario complesso, descritto nel § 2.2.2, che useremo per la valutazione di Brembo SpA. La scelta si fatta, ci permetterà di cogliere meglio il valore di Brembo SpA considerata la fase di sviluppo economico che la stessa sta attraversando.

Prima grandezza da determinare è il saldo delle liquidità disponibili al 31/12/2012. Questo è un dato facilmente reperibile in bilancio, in particolare dal rendiconto finanziario al 31/12/2012 leggiamo che le disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine del periodo è di €50.977.832,00.

Il secondo *step* è quello di calcolare la sommatoria dei FCND⁹⁰ attualizzati. Partiamo dai cash flows che sono facilmente ricavabili dal rendiconto finanziario degli anni 2009, 2010, 2011 e 2012 sotto la voce “flusso monetario complessivo”.

⁹⁰ Flussi di Cassa Netti Disponibili

Essendo valori riferiti a tempi diversi occorre applicare la rivalutazione monetaria e “portarli” tutti al 2012. Una volta eseguita questa operazione si ottengono i flussi rivalutati al 2012, come di seguito indicato:

Tabella 4.18

anni	Flussi	rivalutazione monetaria	Flussi rivalutati
2009	31.909.096,00	1,0767	34.356.307,55
2010	62.231.193,00	1,0568	65.764.238,82
2011	10.936.599,00	1,0239	11.198.031,65
2012	43.310.780,00	1,0000	<u>43.310.780,00</u>

Come per i metodi reddituali complessi anche per i metodi finanziari complessi si procede con la determinazione dei *cash flows* prospettici attraverso lo strumento della regressione lineare. Però i flussi, oggetto di analisi, non risultano adeguatamente correlati, infatti:

$$r^2 = 0,0251$$

purtroppo non possiamo procedere con questo strumento.

Esistono in alternativa diverse tecniche per determinare i Flussi di Cassa Netti Disponibili, come abbiamo visto nel § 2.2.2. In particolare richiamiamo la tecnica del confronto degli Stati Patrimoniali successivi, come sintetizzata nella già vista tabella 2.1:

Raccogliamo i dati che ci servono dagli Stati patrimoniali che vanno dal 2008 al 2012 ed otteniamo i seguenti valori:

Tabella 4.20

	2012	2011	2010	2009
U ₁	35.269.018,00	21.581.566,00	21.207.288,00	21.144.284,00
+ Δ Fondo Ammortamento	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Δ Fondo Rischi e oneri non correnti	533.840,00	1.502.707,00	-143.749,00	1.918.298,00
+ Δ fondo dipendenti (TFR)	-511.353,00	-188.506,00	-809.672,00	-773.872,00
+ Δ debiti tributari	-5.573.347,00	-2.777.036,00	-709.178,00	-5.284.159,00
+ Δ debiti finanziari	40.385.907,00	39.495.866,00	16.176.398,00	-37.241.159,00
- Δ CCN	-14.751.724,00	11.367.877,00	28.550.569,00	-47.565.471,00
- Δ Attivo fisso	25.563.680,00	1.932.655,00	-9.129.926,00	-2.390.056,00
= Flusso levered	59.292.109,00	46.314.065,00	16.300.444,00	29.718.919,00

Applichiamo agli stessi la rivalutazione monetaria esprimendoli nella valuta del 2012, come di seguito indicato:

Tabella 4.21

anni	Flussi	rivalutazione monetaria	Flussi rivalutati
2009	29.718.919,00	1,0767	31.998.158,80
2010	16.300.444,00	1,0568	17.225.867,61
2011	46.314.065,00	1,0239	47.421.174,12
2012	59.292.109,00	1,0000	59.292.109,00

Verifichiamo che l' r^2 sia maggiore di 0,5 e notiamo che:

$$r^2 = 0,6244$$

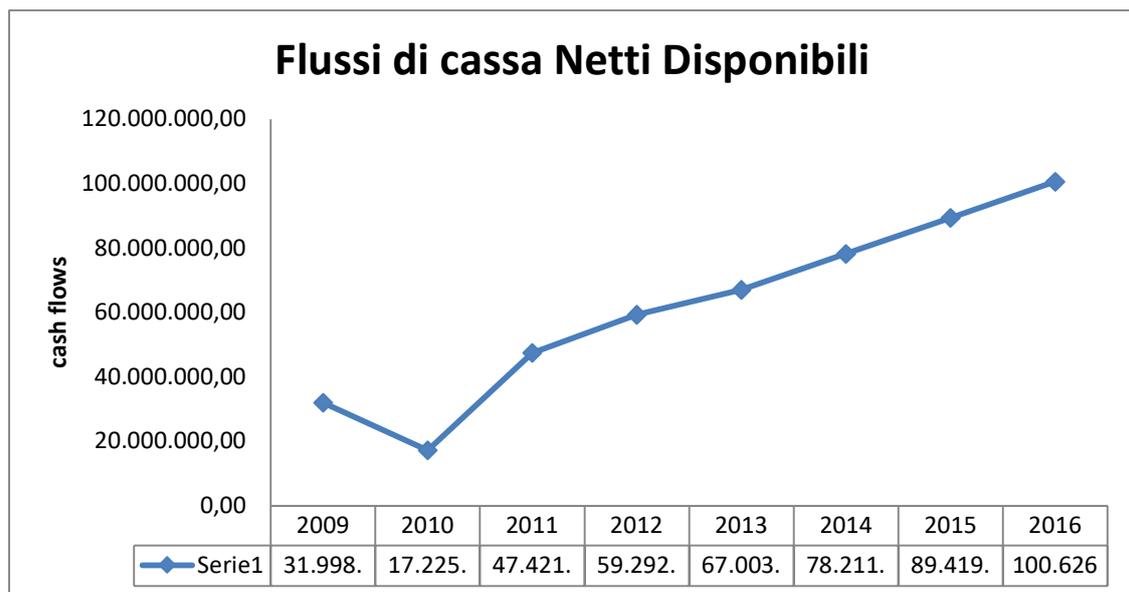
Possiamo procedere nell'uso dello strumento della regressione lineare per stimare i *cash flows* prospettici e otteniamo:

Tabella 4.22

anni storici	FCND	FCND prospettici	anni prospettici
2009	31.998.158,80	67.003.616,66	2013
2010	17.225.867,61	78.211.332,37	2014
2011	47.421.174,12	89.419.048,08	2015
2012	59.292.109,00	100.626.763,79	2016

Già da una prima osservazione notiamo che i *cash flows* prospettici sono fortemente condizionati dall'impennata dei flussi che l'azienda ha vissuto dal 2010 al 2012. La cosa la riscontriamo forse in maniera ancor più evidente osservando il seguente grafico:

Grafico 4.2



Qualche dubbio sorge nell'utilizzo di queste stime per la determinazione del valore economico del capitale della Brembo SpA, tuttavia proseguiamo nella nostra elaborazione. Andiamo ad aggiornare i FCND e ne facciamo la somma, come di seguito riportato in tabella 4.23:

Tabella 4.23

FCND stimati	ic	v	FCND aggiornati	anni
67.003.616,66	0,143	0,8749	58.620.836,97	2013
78.211.332,37	0,143	0,7654	59.865.584,01	2014
89.419.048,08	0,143	0,6697	59.881.318,05	2015
100.626.763,79	0,143	0,5859	58.956.077,92	2016
			237.323.816,96	somma

L'ultimo passo per la determinazione del valore del capitale economico di Brembo SpA è la stima del Terminal Value (TV). Applicando la specifica formula, già precedentemente descritta, otteniamo:

$$TV = 343.401.174,32$$

Ora non ci rimane altro che sommare i tre addendi, da cui otteniamo che:

$$W = 50.977.832,00 + 237.323.816,96 + 343.401.174,32 = 631.702.823,27$$

Questo valore conferma le nostre perplessità precedentemente motivate e riteniamo che questo risulti eccessivamente gonfiato tanto da non poter sintetizzare in modo efficace la Brembo SpA, pertanto lo consideriamo da scartare.

4.3.2 Metodo finanziario puro

Crediamo invece di poter rappresentare la valorizzazione di Brembo SpA attraverso l'uso del metodo finanziario puro. Di seguito ricordiamo la formula:

$$W = Ca/Ba t^0 + \frac{FCND}{i}$$

Il primo addendo è sempre:

$$Ca/Ba t^0 = 50.977.832,00$$

Riguardo il secondo addendo, a numeratore riporteremo il FCND che si ipotizza possa essere generato mediamente in futuro dall'azienda. Opereremo pertanto una media aritmetica sui cash flows rivalutati degli ultimi quattro anni, come di seguito riportato:

Tabella 4.24

Cash Flows da rendiconto finanziario			
anni	FCND	rivalutazione monetaria	FCND rivalutati
2009	31.909.096,00	1,0767	34.356.307,55
2010	62.231.193,00	1,0568	65.764.238,82
2011	10.936.599,00	1,0239	11.198.031,65
2012	43.310.780,00	1,0000	43.310.780,00
			38.657.339,50 Flussi medi prospettici

Nella tabella 4.21 abbiamo usato i FCND presenti nei rispettivi rendiconti finanziari di Brembo SpA, ma avremmo potuto usare anche i cash flows determinati con la tecnica del confronto degli Stati Patrimoniali, come sotto riportato:

Tabella 4.25

Cash Flows con la tecnica del confronto degli Stati Patrimoniali			
anni	FCND	rivalutazione monetaria	FCND rivalutati
2009	29.718.919,00	1,0767	31.998.158,80
2010	16.300.444,00	1,0568	17.225.867,61
2011	46.314.065,00	1,0239	47.421.174,12
2012	59.292.109,00	1,0000	59.292.109,00
			38.984.327,39 Flussi medi prospettici

Si nota che la differenza tra i due valori medi è molto sottile.

Quindi il valore del capitale economico di Brembo SpA è:

$$W = 50.977.832,00 + \frac{38.657.339,50}{0,143} = 321.308.877,47$$

Conclusioni

Abbiamo introdotto i contenuti di questo lavoro sostenendo la fondamentale importanza che oggi riveste la valutazione di una azienda. Questo giudizio sul valore viene affidato solitamente ad esperti professionisti indipendenti, con lo scopo di garantire l'esistenza e la correttezza di un certo valore di capitale, nell'interesse di tutti gli stakeholders e dei mercati finanziari. Inoltre una valutazione obiettiva diventa determinante per pianificare le strategie di sviluppo, di integrazione e ristrutturazione dell'azienda stessa. In aggiunta a ciò, l'elaborazione di stime sulle performances delle imprese e di previsioni sulla loro probabile evoluzione futura acquistano un ruolo fondamentale considerando l'ormai diffusa consapevolezza che i risultati puramente contabili rappresentano, per motivi diversi, misure inadeguate delle performances effettive delle imprese.

A tale proposito abbiamo sviluppato un'analisi ed una valutazione ad un caso pratico: la Brembo SpA, società leader nel segmento dei sistemi frenanti del settore auto e moto ad alte prestazioni.

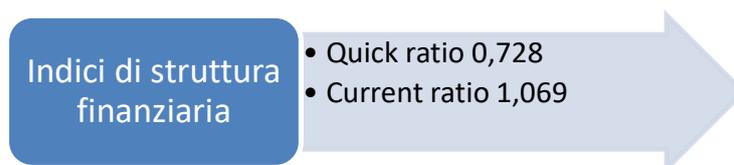
Siamo partiti con l'analizzare il bilancio attraverso *l'analisi per indici* che ci ha permesso di esprimere un primo giudizio sullo "stato di salute" dell'azienda, riguardo l'andamento della struttura patrimoniale, finanziaria ed economica.

Gli indici di struttura patrimoniale ci dicono che la Brembo SpA è un'azienda non particolarmente in equilibrio, infatti già l'indice di rigidità evidenzia l'importanza delle immobilizzazioni sul totale degli impieghi, ciò significa una scarsa capacità di adattarsi velocemente ad un cambiamento direzionale del mercato. E' pur vero che nel segmento in cui opera la Brembo SpA difficilmente ci sono cambi repentini di direzione strategica, come potremmo trovare nel settore dell'hi-tec, per esempio, tuttavia questo aspetto è da tenere sotto controllo. Infatti un'azienda appartenente al settore industriale, è ritenuta rigida se l'indice si attesta tra il 50-

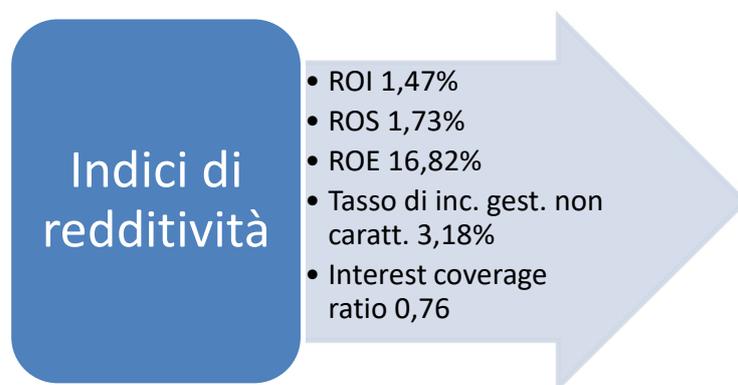
60%, per Brembo SpA questo indice nel 2012 misura il 53,75%, quindi compreso nell'intervallo anche se per poco. Anche la solidità patrimoniale di questa azienda è fortemente da monitorare in quanto presenta dei segnali di squilibrio. L'indice di patrimonializzazione infatti ci dice che le fonti proprie sono appena il 27,84% del totale delle fonti di finanziamento, mentre il *leverage* conferma quanto sopra evidenziando, cioè che le fonti di finanziamento esterne pesano più del doppio rispetto a quelle proprie. Infine vediamo che l'indice che misura l'auto-copertura sull'attivo consolidato conferma la non particolare solidità della Brembo SpA con appena il 52%, quando un'azienda patrimonialmente solida dovrebbe presentare un valore superiore al 70%. In sintesi:



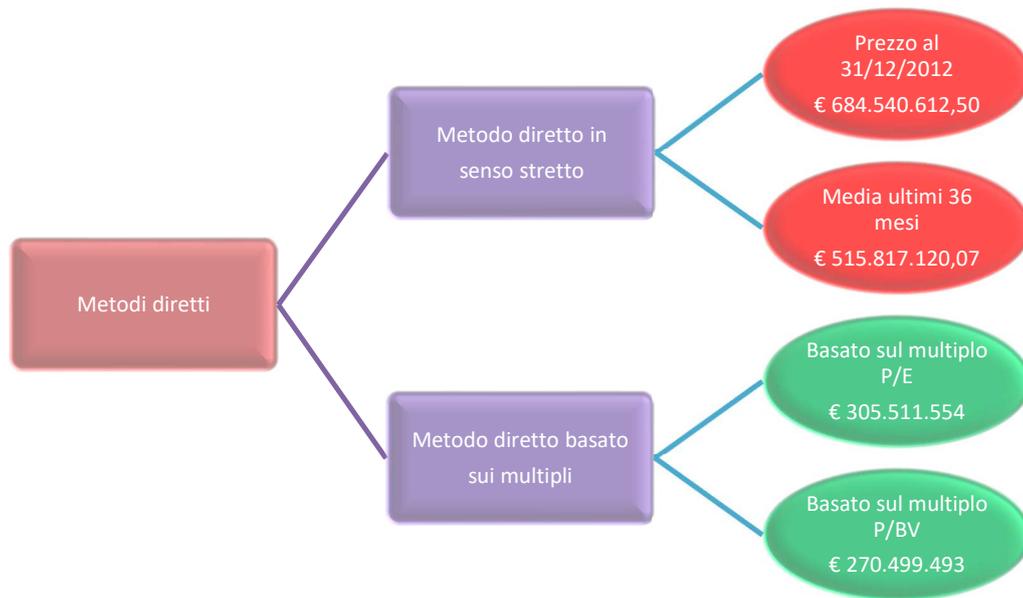
Gli indici della struttura finanziaria ci presentano un'azienda fortemente indebitata. Il Quick-ratio misura 0,728 che indica una Brembo SpA tendenzialmente a rischio in quanto le disponibilità immediate e differite coprono solo parzialmente quei debiti che scadono entro l'esercizio. Il Current-ratio conferma quando detto prima misurando 1,069 quando dovrebbe essere un valore intorno a 2. In sintesi:



Nonostante una situazione patrimonialmente e finanziariamente non proprio in equilibrio gli indici di redditività ci forniscono uno stato di salute discreto della Brembo SpA. Il ROI è pari al 1,47%, mentre il ROS è pari al 1,73% ed entrambi sembrano evidenziare una gestione operativa non proprio sufficientemente redditizia considerando che l'inflazione nel 2012 è stata del 3%. Il ROE invece misura il 16,82% che seppur considerato dalla teoria un indicatore "manipolabile" contabilmente dimostra di remunerare efficacemente gli azionisti. Il motivo di questa imponente differenza tra questo e i precedenti due indicatori è misurata dal tasso di incidenza della gestione non caratteristica. Questo indicatore infatti ci dice che la gestione non caratteristica pesa sul risultato d'esercizio per circa il 70% rispetto a quella operativa, il che vuol dire che solo 1/3 del risultato d'esercizio dipende dalla gestione caratteristica. Un risultato operativo marginale sugli utili evidenzia un altro squilibrio, quello che riguarda la copertura degli oneri finanziari da parte della gestione operativa, infatti *l'interest coverage ratio* misura lo 0,76 quando dovrebbe essere almeno pari ad 1. In sintesi:



Una volta fatta una prima disamina sulla Brembo SpA attraverso *l'analisi per indici*, abbiamo voluto stimare il valore del suo capitale economico applicando varie metodologie. Siamo partiti applicando i metodi diretti che hanno dato i seguenti risultati:

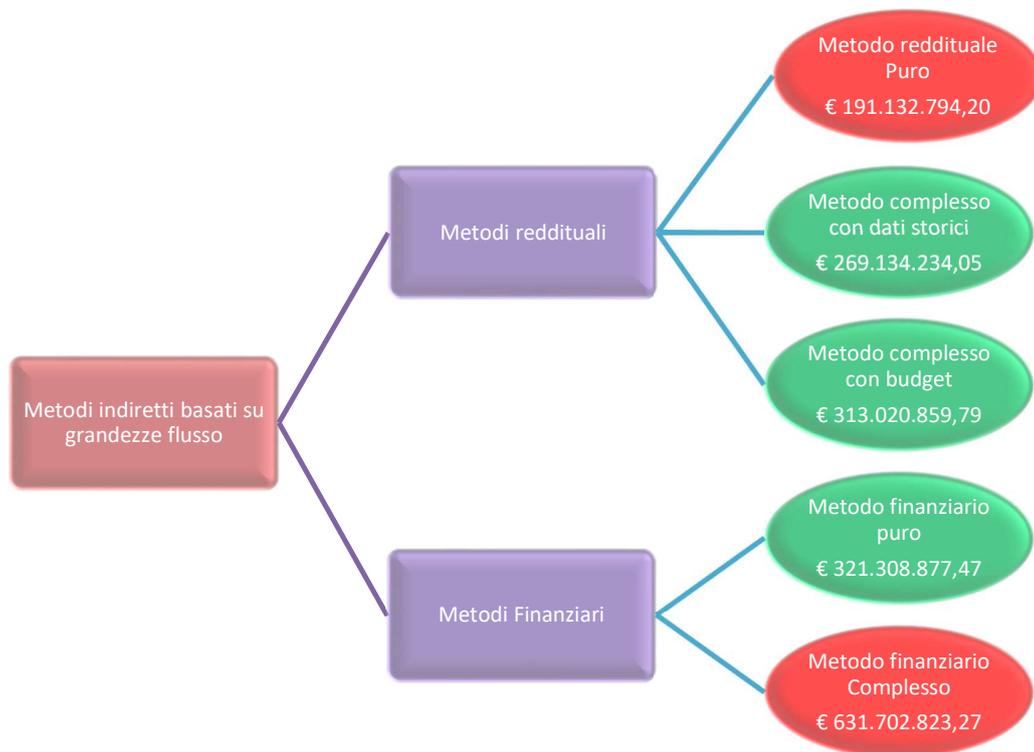


Sin da subito tendiamo a scartare i metodi diretti in senso stretto in quanto, seppur di facile determinazione, il valore del capitale economico di Brembo SpA è fortemente condizionato dall'andamento dei prezzi di Borsa, i quali sembrano a volte seguire un percorso del tutto casuale, come sostenuto dal già menzionato studio del Roberts⁹¹. Inoltre nonostante si consideri una media degli stessi degli ultimi 36 mesi, per ridurre al minimo l'effetto della volatilità, come da noi effettuato, possono essere influenzati dai frequenti fenomeni speculativi, che provocano delle valorizzazioni alterate di mercato con inevitabili distorsioni sul valore del capitale economico delle aziende oggetto di valutazione. In ultimo la loro applicazione parte dall'assunto che i mercati siano efficienti in senso informativo. L'efficienza dei mercati, si verifica nel momento in cui i prezzi riflettono completamente e istantaneamente tutte le informazioni disponibili, il che nella realtà difficilmente accade.

⁹¹ Vedi § 2.5.1

Riguardo i metodi diretti basati sui multipli, uno dei limiti sta nel voler attribuire al prezzo di mercato, il significato di valore economico di un'azienda. Infatti esiste una profonda differenza concettuale tra il prezzo di negoziazione e il valore economico di un'azienda: il primo è influenzato dalle caratteristiche delle parti, il secondo è indipendente dai soggetti coinvolti. Accettando per buono questo presupposto, si deve scegliere con attenzione il multiplo. Nel nostro caso abbiamo considerato il P/E e il P/BV. Tenderemo a considerare attendibili entrambi anche se la valorizzazione dipendente dal primo presenta dei gravi limiti. Infatti il P/E si basa sul reddito d'esercizio che è una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle congetture e stime prese a fondamento per il suo calcolo. Viene così meno il requisito di attendibilità, necessario affinché il processo di valutazione sia in grado di offrire risultati soddisfacenti. Riguardo il P/BV, il vantaggio ad usare questo moltiplicatore sta nel fatto che rappresenta uno strumento "relativamente stabile e intuitivo" del valore paragonabile col prezzo. Se i criteri adottati dalle diverse aziende, costituenti il nucleo campione, sono abbastanza uniformi, tale rapporto diventa un buon moltiplicatore. Da queste considerazioni possiamo dire che il valore economico del capitale di Brembo SpA di atesta intorno al valore di € 270.499.493.

Successivamente abbiamo applicato i metodi basati su grandezze flusso per verificare che quanto stimato con i metodi diretti fosse considerato attendibile. Di seguito i risultati ottenuti:



In particolare siamo partiti con l'applicazione dei metodi reddituali, i quali permettono di esprimere il valore di un'azienda in funzione dei redditi che essa è in grado di generare in futuro. In altri termini il metodo reddituale giunge a definire un valore odierno, che possa essere considerato equivalente ai flussi di reddito che l'impresa produrrà in futuro. Da questa applicazione tenderemo a scartare il valore del capitale economico di Brembo SpA ottenuto attraverso il metodo reddituale puro che ci sembra sottostimarli. A supporto di questa considerazione c'è il fatto che il reddito medio prospettico risulta appunto da una media dei redditi storici che a nostro parere va a sottostimare la probabile evoluzione di quelli futuri. Tenderemo invece ad accogliere sia il valore risultante dall'applicazione del metodo reddituale complesso basato sulla proiezione dei risultati storici, sia quello basato sulla tecnica dei budget. Questi ultime due metodologie meglio colgono, secondo il nostro parere, la probabile evoluzione

futura dei redditi netti di Brembo SpA. E' inoltre facile notare come questi due valori si avvicinano a quelli stimati con i metodi diretti basati sui multipli.

In ultimo abbiamo voluto effettuare per completezza uno studio usando il metodo finanziario, il cosiddetto *Discounted Cash Flow (DCF)*, il quale porta ad esprimere il valore del capitale economico di un'impresa in funzione del valore attuale dei flussi di cassa che un'azienda è in grado di rendere disponibili. In questo caso tenderemo a scartare il valore economico del capitale di Brembo SpA ottenuto per via dei metodi complessi, mentre accetteremo come attendibile quello costruito con il metodo finanziario puro. Come abbiamo visto nel § 4.3.1, dopo aver determinato i *cash flows* storici, usando lo strumento della regressione lineare, abbiamo visto che le proiezioni erano fortemente condizionate dai flussi degli ultimi tre anni che portavano inevitabilmente a sovrastimarle. A tal proposito abbiamo applicato il metodo finanziario puro, che basandosi sulla media dei *cash flows* storici permette di evitare la sovrastima e allinea il valore del capitale economico di Brembo SpA con le precedenti valorizzazioni.

In conclusione consideriamo la Brembo SpA una società che, seppure manifesta un disequilibrio patrimoniale, finanziario e con una redditività che attraverso la gestione operativa non riesce a coprire gli oneri finanziari, grazie anche a questo *management*, abbia una struttura economica, finanziaria e patrimoniale tale da poter sostenere questi disequilibri nel futuro. Crediamo inoltre che gli ingenti investimenti effettuati negli ultimi anni soprattutto in ricerca e sviluppo possano trasformarsi in redditività per gli azionisti nel prossimo futuro. Crediamo infine che il valore del capitale economico di Brembo SpA si possa attestare per l'anno 2012 intorno ai 300 Milioni di Euro.

Bibliografia

Busco C., Giovannoni E., Riccaboni A. *Il controllo di gestione. Metodi, strumenti ed esperienze. I fondamenti e le novità*, IPSOA, Milano, 2009.

CAPALDO P., *Reddito, capitale e bilancio di esercizio. Una introduzione*, Milano, 1998.

P. Capaldo, *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè Editore, Milano, 1967.

GIORGIO AIROLDI - GIUSEPPE CODA VITTORIO, *Lezioni di economia aziendale*, Bologna, 1989.

COPELAND T.E., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa*, EGEA, Milano 1998.

MONTRONE ALESSANDRO – FABBRINI GIUSEPPE, *Economia aziendale: fondamenti ed evoluzione della disciplina*, Milano, 2002.

ONIDA PIETRO, *Economia aziendale*, Torino 1986.

PAOLONI MAURO, *Appunti di economia aziendale*, 2001.

TERZANI SERGIO, *Il sistema dei bilanci*, Milano 2003.

TROINA G., *L'impresa in rete. Presupposti logici ed operativi*, Giappichelli, Torino, 2001.

TROINA G., *Lezioni di economia aziendale*, CISU, Roma, 1999.

FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1996.

PELLATI G e RINALDI L. *Guida alla valutazione d'azienda*, Il sole 24, Pirola, 2004.

D'ADDARIO F., *Aspetti tipici della valutazione del capitale economico d'impresa*, Cacucci, 1999.

GUATRI L., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 2005.

Luigi Guatri, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Milano 1994.

Luigi Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, EGEA, 1998.

LAMBERITNI F., *La valutazione dei gruppi di imprese*, Patron Editore, Bologna, 1995.

UEC, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas Kompass, Milano, 1961.

U.E.C. *Procedure to be followed by Accountants in valuing an Undertaking as a Going Concern*, 1980.

Dalocchio M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, EGEA, 1995.

P. Jovinetti, *Valore dell'impresa*, Pirola, Milano, 1990.

Osvaldo Paganelli, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Torino, UTET, 1990.

Poli. A. *Il costo del capitale. Teoria della finanza e mercati finanziari*, ETAS Libri, 1997.

A. Damodaran, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 1996.

Antonio Isola, *Valutare l'azienda*, IPSOA Editore, 1997.

A.G. Mauri, *La valutazione delle aziende nelle operazioni di gestione straordinaria*, ISDAF, Pavia, 1996.

Fabio Giulio Grandis, *I metodi misti nella valutazione delle aziende: un'analisi comparativa*, Giappichelli, Torino, p. 21.

D'Amico, Laghi, *Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei Paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche*, Edizioni Kappa, 1996.

L.Marchi, *Introduzione all'economia aziendale*, Torino, Giappichelli, 1998.

G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

ZANDA G., *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996.

ZANDA G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, 2005.

Sommario

Introduzione	3
CAPITOLO 1	6
La valutazione del capitale economico di un'impresa	6
1.1 Introduzione alla valutazione d'impresa	6
1.2 Le nozioni di azienda e di valore	7
1.3 La nozione di capitale economico d'azienda	11
1.4 Elementi fondamentali per la valutazione delle aziende	16
CAPITOLO 2	22
Metodi tradizionali di valutazione delle aziende	22
2.1 Metodi di valutazione diretti ed indiretti	22
2.2 Metodi indiretti basati sui flussi: reddituali e finanziari	24
2.2.1 Metodi reddituali.....	24
2.2.2 Metodi finanziari.....	38
2.3 Metodi indiretti basati su grandezze stock: Patrimoniali.....	46
2.3.1 Metodo patrimoniale semplice.....	48
2.3.2 Metodo patrimoniale complesso	53
2.4 I metodi indiretti basati su grandezze flusso-stock: misti.....	55

2.5 Metodi diretti.....	59
2.5.1 Metodi diretti in senso stretto	60
2.5.2 Metodi diretti basati sui multipli.....	62
2.6 Come scegliere tra le varie metodologie?.....	67
CAPITOLO 3	70
Brembo SpA e il settore “auto-parts”	70
3.1 La storia di Brembo SpA	70
3.1.1 Le origini di un leader.....	70
3.1.2 Un trionfo su ogni pista.....	70
3.1.3 Innovazione e crescita.....	71
3.1.4 Brembo torna italiana.....	71
3.1.5 L’espansione del marchio nel mondo	72
3.1.6 L’acquisizione di nuovi marchi e prodotti.....	74
3.1.7 Brembo nel mondo.....	75
3.1.8 I marchi del gruppo	75
3.2 Attività del Gruppo e mercato di riferimento	77
3.2.1 Investimenti.....	82
3.3 Analisi di Bilancio	83

3.3.1 Analisi per indici.....	84
3.3.2 La riclassificazione delle voci in bilancio.....	85
3.3.3 Indici di struttura patrimoniale.....	86
3.3.4 Indici di struttura finanziaria.....	94
3.3.5 Indici di redditività.....	96
CAPITOLO 4.....	104
La valutazione del capitale economico di Brembo SpA.....	104
4.1 Metodi diretti.....	104
4.1.1 Metodi diretti in senso stretto	104
4.1.2 Metodo dei multipli.....	106
4.2 Metodi reddituali.....	113
4.2.1 Metodo reddituale puro.....	114
4.2.2 Metodo reddituale complesso	123
4.3 Metodi finanziari	130
4.3.1 Metodo finanziario complesso.....	130
4.3.2 Metodo finanziario puro	135
Conclusioni	137
Bibliografia	144

